

# Regulación y supervisión financiera: reflexiones ante la crisis

**Carlos Arenillas Lorente<sup>1</sup>**

Buenos días a todos.

Siempre se debe comenzar con agradecimientos. En esta ocasión los míos son especialmente sinceros. Después de trabajar durante más de 29 años en los mercados financieros, tanto desde el ámbito público como privado, y a la luz de la complicada situación económica que atravesamos, me sorprendió agradablemente que la Fundación 1º de mayo me invitara a dar una conferencia sobre regulación y supervisión financiera. El que esta sesión se celebre en la sede del Consejo Económico y Social –una entidad diseñada con una clara intención en nuestra Constitución- me resultó doblemente agradable. Toda crisis es dolorosa y lleva aparejada un proceso de reflexión social. Si algo hace falta en estos complejos tiempos es que se despliegue un intenso contacto entre los agentes económicos y sociales. Un contacto que debe basarse en el conocimiento, la humildad, la experiencia, el análisis y el deseo de superación para encontrar con imaginación y compromiso soluciones a los problemas a los que nos enfrentamos.

Solo así se cumplirá, una vez más, el dicho de origen oriental de que toda crisis es a su vez una oportunidad. Y sospecho que esta vez, no sin esfuerzo, así será.

Gracias sinceras, pues ,a los organizadores por invitarme.

## Introducción

Mi charla versará sobre la crisis y la regulación y supervisión financiera tal y como se me ha solicitado. Pero quiero dejar claro que mis referencias directas a España serán escasas. Ésta es la primera gran crisis de un mundo globalizado, y global debe ser la respuesta. Por ello mi charla se centrará en aspectos generales, pero válidos con pequeños matices para nuestro país.

Comenzaré con una cita que resume mi opinión sobre el papel de la regulación en el funcionamiento de las economías :

***“Los buenos juegos dependen más de las buenas reglas que de los buenos jugadores”<sup>2</sup>***

El supuesto fundamental sobre el que se ha apoyado la transformación del sistema financiero mundial en los últimos veinticinco años ha sido que éste aumentaría la eficiencia de sus principales funciones económicas. Autoridades públicas, académicos, altos responsables de las empresas y las finanzas, salvo escasas excepciones, estaban confiados en que el nuevo sistema financiero mundial estaba canalizando el ahorro hacia la inversión de forma más eficiente, permitiendo una mejor distribución y

---

<sup>1</sup> Conferencia en la **“Jornada sobre el sistema financiero ante la crisis económica”**. Organizada por la Fundación 1º de mayo y COMFIA en la sede del Consejo Económico y Social en Madrid el 8 de junio de 2009

<sup>2</sup> La frase es de los economista Brennan y Buchanan , este último obtuvo el Nobel de Economía en 1986 y curiosamente fue asesor de Ronald Reagan uno de los defensores de la autorregulación de los mercados.

gestión del riesgo y por tanto haciendo el sistema más estable. Además se suponía que todo ello aumentaba la protección de los derechos de los consumidores de productos financieros. El tamaño de las recompensas para los accionistas, consejeros y directivos parecían el corolario lógico a tan notable trabajo.

Pero este supuesto -¿o deberíamos decir creencia?- que se resume básicamente en que los mercados se autorregulan,<sup>3</sup> ha quedado muy dañado por la crisis que emerge en 2007. Es evidente que el sistema financiero global ha sido claramente ineficiente desde una perspectiva dinámica. Durante las fases alcistas demasiados recursos fueron canalizados hacia inversiones relativamente improductivas y los riesgos fueron pobremente valorados y mal distribuidos. Fraudes y estafas aparecieron en proporciones inquietantes. Más preocupante aún fue que, durante el agravamiento de la crisis en octubre de 2008, el sistema financiero estuvo al borde del colapso comprometiendo la continuidad de sus funciones económicas básicas. La parálisis en los mercados financieros y el desvanecimiento de la confianza crearon la amenaza de que el sistema financiero podría dejar de tomar riesgos y de proveer de financiación a los hogares, empresas y naciones. El mundo descubrió violentamente la importancia de la “estabilidad financiera” y el “riesgo sistémico”, viejos y capitales conceptos que se remontan a la década de 1930 y que habían sufrido una erosión, incluso en el mundo financiero, por la creencia desmedida en la disciplina de los mercados y su capacidad para autorregularse.

Para hacer frente a esta situación de emergencia las autoridades públicas han tomado decisiones coordinadas sin precedentes. Esto ha implicado la asunción de riesgos del sector financiero, en cantidades notables, por parte de los Estados –los contribuyentes en definitiva- para hacer frente a una peligrosa espiral negativa del precio de los activos, del crédito y de la actividad económica real. Estas acciones han sido, en términos generales, consideradas apropiadas y necesarias para lograr una estabilización gradual del sistema financiero y frenar el desvanecimiento de la actividad económica mundial. Pero estas acciones también han sido recibidas con indignación popular: invertir, no sin riesgo, billones de euros de los contribuyentes para rescatar la industria financiera, que ha sido enormemente rentable durante los últimos años, no es fácil de entender por los ciudadanos. Que los agentes privados obtengan los beneficios cuando las cosas van bien y el sector público tenga que asumir y gestionar los riesgos cuando la situación se complica es algo claramente cuestionable.

Para reflexionar sobre todo ello en relación con la regulación y supervisión del sistema financiero he organizado mi charla de la siguiente manera.

Primero haré una breve reflexión sobre el sistema financiero, cómo ha cambiado y qué ha fallado en los últimos años, con el objetivo de colocar la estabilidad financiera como un bien público de primera magnitud, tarea en la que la acción pública es primordial. En la segunda parte comentaré las principales medidas de cambio que se están impulsando a nivel mundial en el marco de la supervisión pública. En la tercera parte expondré un conjunto de temas e inquietudes más concretos que considero relevantes para mejorar la nueva arquitectura financiera, y que si bien están en el debate a nivel internacional o de expertos creo que no son lo suficientemente conocidos por el público.

---

<sup>3</sup> Acerca de los defectos de la teoría de las expectativas racionales –muy cuestionada desde la crisis- recomiendo el libro de Robert Schiller y George Akerloff, *Animal Spirits*

He procurado evitar la jerga técnica a la que los economistas somos adictos y que seguramente ha colaborado a la ceremonia de confusión que ha caracterizado el sistema financiero en los últimos años. Terminaré con unas conclusiones y quedaré a su disposición para las preguntas que deseen realizarme.

## 1. Una crisis de excesos financieros : la estabilidad financiera como bien público de primer orden

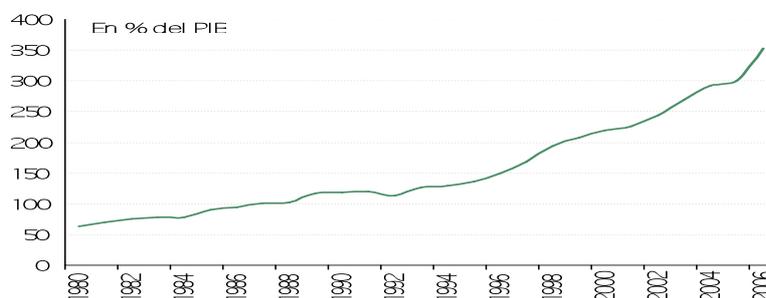
### 1 a. ¿Qué ha cambiado en el sistema financiero global ?

El sistema financiero mundial ha tenido profundas transformaciones a lo largo de los últimos veinticinco años. Simplificando mucho , el sistema financiero ahora es distinto en tres conjuntos de aspectos:

- **Más grande respecto a la economía y más global**

Desde mediados de 1980 hasta nuestros días el sector financiero empezó a proliferar y a expandirse de una manera que desafía el sentido común . Como puede verse en el gráfico, la relación entre activos financieros y PIB de las economías avanzadas fue creciendo aceleradamente. Solo entre 1990 y 2006 el ratio AF/PIB alcanzó el 350%<sup>4</sup>.

**Economías avanzadas: activos y pasivos brutos exteriores**



Fuente: FMI

Su peso en términos de empleo y beneficios sobre la economía creció fuertemente en la mayoría de los países ricos. Por ejemplo en los Estados Unidos de América el peso de los beneficios de la industria financiera pasó de suponer el 10% del total de los beneficios en la renta nacional en la década de 1950 al 22% en la de 1980 y a un increíble 34% en 2005<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Los activos y pasivos brutos exteriores incluyen deuda y acciones. Las economías avanzadas son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong SAR, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, Malta, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos.

<sup>5</sup> Datos del Departamento de Comercio de los EEUU. Aquí el sector “financiero” no incluye los datos del sector de seguros ni del mercado inmobiliario. Incluyéndolos , el porcentaje de los beneficios de la industria financiera sobre el total de la economía ascendería al 37% en el periodo 2001 al 2005.

Además este fenómeno se ha visto potenciado y acompañado por un importante aumento de los flujos de capital entre naciones y una internacionalización en la propiedad de los activos financieros en las naciones más desarrolladas y, más recientemente, este fenómeno ha incluido a los países emergentes.

Por ejemplo, en 2007 el déficit exterior de los EEUU absorbía aproximadamente el 70% de los superávits externos de las economías superavitarias. Es una anomalía el que en los últimos años los países menos desarrollados estén financiando a los países ricos. Se estima que entre Rusia y China financian cerca del 40% de la deuda nacional de EEUU.

- **Más complejo y menos regulado**

El tamaño y el número de intermediarios financieros creció rápidamente en los últimos años: *hedgde funds*, fondos de capital riesgo, fondos soberanos, vehículos especiales fuera de balance, intermediarios hipotecarios de todo tipo etc. Nuevos instrumentos – entre los que destacan todo tipo de productos derivados- y una ingente variedad de titulizaciones fueron apareciendo con poca regulación y supervisión a pesar de su notable influencia sobre la liquidez, el precio de los activos y especialmente sobre el proceso de endeudamiento – ahora conocido como apalancamiento.

Los tipos de instrumentos, productos y servicios financieros se multiplicaron. El hecho de que se hable del “sistema financiero en la sombra” y de “vehículos fuera de balance” es el mejor ejemplo de cómo fue mutando el sistema en una forma que lo hacía poco conocido y transparente, algo que ha complicado seriamente la gestión de la crisis y pone de manifiesto la necesidad de introducir importantes cambios en el marco regulador.

Además los mercados en los que se negocian los diferentes activos financieros –de deuda, acciones, derivados, divisas, etc.- fueron privatizados, y proliferaron mercados no regulados y todo tipo de plataformas de negociación. Una vez más se buscaba la competencia para acceder a la eficiencia pero, en paralelo, la transparencia sobre las transacciones fue menguando y los riesgos para la estabilidad financiera aumentando.

Los salarios en el sector financiero han llegado a alcanzar niveles desconcertantes. Las mejores cabezas de campos diversos como las matemáticas, la física, la informática, la ingeniería o la estadística empezaron a trabajar de forma creciente en el sector financiero generando y diseñando nuevos productos, estructuras, algoritmos, etc., con buenas intenciones pero con resultados que, a la luz de lo ocurrido, debemos contemplar cuanto menos con prudencia. Todo ello estaba impregnado de una fe empecinada en lo que se conocía como “innovación financiera”. Una innovación que al final ha producido una mezcla agri dulce de resultados.

- **Más endeudado**

Un periodo prolongado de exceso de liquidez, el incremento de la facilidad de acceso a la financiación y el uso de derivados financieros (que siempre llevan aparejado algún tipo de apalancamiento) han permitido un aumento significativo de los niveles de deuda a escala internacional. El tema es conocido, pero daré algunos datos para ilustrar la dimensión del problema.

En EEUU el endeudamiento de las empresas en la última década ha pasado de representar cerca del 55% del PIB a oscilar en el intervalo 65-70%. La Oficina Presupuestaria del Congreso de EEUU estima que el ratio de deuda pública sobre PIB podría alcanzar el 100% en los próximos años de continuar las condiciones actuales. Un patrón relativamente similar al de las empresas no financieras de la zona euro. Por su parte, la deuda de las familias norteamericanas, que representaba el 103% de su renta disponible en el año 2000, quedó cerca del 140% en 2006, mientras que en la zona euro pasó en el mismo periodo desde valores algo superiores al 70% de la renta disponible hasta el 90%<sup>6</sup>. En el caso de la economía española, según las Cuentas Financieras, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras han pasado de representar el 51% del PIB en 2001 hasta el 105% en 2006. Por lo que respecta a los hogares, su endeudamiento ha pasado del 55% de su renta disponible hasta el 107% en el mismo periodo.

### 1 b. ¿Qué es lo que ha fallado?

La crisis actual ha demostrado que este sistema no era ni tan eficiente ni tan estable como se creía y que no se autorregulaba. ¿Qué es lo que falló? De forma muy sintética podemos destacar tres grandes tipos de fallos, muy interrelacionados entre sí, que explican lo ocurrido:

- **Fallos del mercado.**

Los incentivos de los diferentes agentes estaban perversamente alineados. Los incentivos de los intermediarios financieros y de sus ejecutivos estaban orientados en exceso a la obtención de beneficios a corto plazo. Además los inversores y ahorradores –tanto los pequeños como sobre todo los institucionales- no actuaron con la diligencia que se les suponía.

Otros muchos actores, como las agencias de *rating*, colaboraron de una forma lamentable en el proceso. Baste un ejemplo para comprender la gravedad de su actuación: calificaban con la misma famosa AAA a la deuda soberana de un país como Alemania y a una emisión de créditos hipotecarios concedidos a hogares de California de ingresos bajos; para colmo, esos *ratings* fijaban el consumo de capital de los bancos que intermediaban el proceso según la regulación bancaria internacional conocida como Basilea II.

Como suele ocurrir en periodos de euforia financiera, se fueron generando todo tipo de malos comportamientos que al estallar la crisis afloraron. Les recuerdo alguno de ellos, como el caso *Madoff*, el caso *Stanford* o el caso *Kerviel*. Todos ellos han batido marcas históricas por su cuantía.

- **Fallos de supervisión pública.**

La regulación y la supervisión financiera era marcadamente nacional frente a un sistema que era marcadamente global. La regulación y supervisión estaban en general pobremente diseñados en términos de cobertura y seguimiento de las diversas instituciones, mercados e instrumentos que participaban en el sistema financiero. Los medios de los supervisores escasos. Todo ello facilitó un proceso de arbitraje regulatorio entre países (todos querían tener grandes

---

<sup>6</sup> Boletín mensual del Banco Central Europeo BCE (junio 2007).

centros financieros) y el desarrollo y distribución internacional de activos que ahora llamamos tóxicos. El ejemplo más conocido, que no el único, es el de las conocidas hipotecas *subprime*. Hay analistas que hablan de captura de los reguladores por ignorancia. También resulta curioso la propensión de cada subsector del sistema financiero a querer tener su propio supervisor.

- **Fallo de las políticas macroeconómicas.**

La orientación de las políticas monetarias y de tipo de cambio favorecieron condiciones monetarias suaves durante largos periodos de tiempo y éstas se extendieron por todo el sistema global. Les daré un solo ejemplo significativo: los llamados *carry trades* en divisas, operación mediante la cual un inversor se endeuda en divisas con bajos tipos de interés e invierte en otras con altos tipos. El caso más destacado de los riesgos de este tipo de operativa es el que ha llevado a la quiebra de todo un país: Islandia.

### **1 c. Sobre la importancia del sistema financiero y su estabilidad**

Con la actual crisis el público ha descubierto de forma violenta dos conceptos viejos pero olvidados de la teoría económica: “riesgo sistémico” y “estabilidad financiera”.

El sector financiero es un componente crítico en una economía y más aún en una economía globalizada. Permite que las decisiones de ahorro de los hogares, las empresas y las naciones se combinen con las decisiones de inversión. Si funciona correctamente transfiere de forma eficiente recursos financieros de las unidades excedentarias a las deficitarias. Facilita una asignación eficiente del stock de riqueza a través de múltiples instrumentos financieros que compiten entre sí y permite gestionar el riesgo mediante diversos vehículos e instrumentos financieros. Sin intermediarios financieros especializados –bancos y cajas, fondos de inversión y fondos de pensiones, compañías de seguros, brokers, empresas de capital riesgo, y un largo etcétera- y sin una gama amplia de instrumentos y mercados financieros organizados, nuestra asignación de recursos financieros a lo largo del tiempo sería mucho menos eficiente. La sociedad en su conjunto y la mayoría de los ciudadanos estaríamos peor. Siempre me ha dejado algo perplejo y preocupado la tendencia a identificar el sistema financiero con la banca. Es un error que en parte explica la situación que padecemos.

Si bien podemos afirmar que el sistema financiero ha cumplido básicamente con sus funciones a lo largo del tiempo, con frecuencia se han producido perturbaciones notables. Permítanme que ponga algunos ejemplos recientes y que no conviene olvidar: la crisis de las cajas de ahorro en EEUU y la importante crisis financiera de Japón a finales de los años 80; las acusadas variaciones de las cotizaciones en los mercados de acciones en 1987 (el famoso “lunes negro”); las turbulencias en los mercados de deuda de los países del G-10 en 1994; la crisis en México (1994–95); de los países del sudeste asiático (1997) y Rusia (1998); el desplome del fondo de inversiones especulativo *Long-Term Capital Management* en 1998; la bancarrota de Argentina (1999); las fluctuaciones cambiarias de la década de los noventa; la explosión de la burbuja tecnológica y los escándalos contables de grandes empresas cotizadas (ENRON, WORLDCOM, PARMALAT, entre otras) en 2000 y 2001.

Estos episodios, que pueden considerarse consustanciales a los mercados financieros, aunque distintos en su naturaleza, muestran alguna pauta común: la extensión de sus efectos resulta cada vez más global, impactando sobre un número creciente de regiones y mercados y generando daños significativos sobre el crecimiento económico y el empleo. A su vez son posiblemente necesarios, pues permiten ajustar las valoraciones a los fundamentos y favorecen que las decisiones de inversión puedan basarse en una percepción adecuada del riesgo. La última crisis, la más importante de estos últimos veinticinco años, ha puesto a todo el planeta frente a los riesgos sistémicos que pueden materializarse cuando no se ha prestado la atención adecuada a la estabilidad financiera y ha hecho patente la necesidad de que el mantenimiento de la estabilidad financiera sea un objetivo de política económica a título propio.

Pero en los últimos años el sistema financiero internacional se ha vuelto tan complejo, que identificar y evaluar riesgos macroeconómicos es un reto cada vez mayor -y más costoso- para las autoridades. Se precisan instrumentos que alerten sobre la generación de desequilibrios de forma más clara y con mayor anticipación.

Entonces, en este nuevo marco, ¿qué se entiende por estabilidad financiera?

El economista *Schinasi* sugirió una definición de la estabilidad financiera recogida en una publicación del Fondo Monetario Internacional<sup>7</sup>:

*Un sistema financiero es estable si, en primer lugar, facilita la asignación eficaz de los recursos económicos; en segundo lugar, si evalúa, valora, asigna y gestiona los riesgos financieros; y, por último, si mantiene su capacidad para desempeñar estas funciones esenciales incluso cuando se enfrenta a shocks externos o a un aumento de los desequilibrios<sup>8</sup>.*

La estabilidad financiera se debe considerar un bien público, por lo que su mantenimiento precisa de la intervención de los supervisores y reguladores. Estos

---

7 [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>8</sup> Esta definición del concepto de estabilidad financiera es muy similar a la definición que acordó el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), del que forma parte la CNMV junto con la Dirección General del Tesoro, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y que preside el Secretario de Estado de Economía. Este Comité fue creado por un acuerdo de cooperación firmado en 2006 entre estas instituciones. La definición de estabilidad financiera acordada por el CESFI es, básicamente, la siguiente:

“La estabilidad financiera puede definirse como una situación en la que el sistema financiero facilita el buen funcionamiento de la economía mediante la canalización de fondos desde los ahorradores a los inversores, la provisión de servicios financieros a la economía en general, la ejecución de pagos, y la distribución del riesgo entre agentes económicos de una forma ordenada y eficiente.

Por lo tanto, además de un adecuado marco legal y estructura regulatoria y supervisora, la estabilidad financiera requiere un correcto funcionamiento de las instituciones financieras (entidades de crédito, compañías de seguros, sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, entre otras), los mercados financieros (de acciones, bonos, divisas, derivados, entre otros) y las infraestructuras operativas (sistemas de pagos, contratación, compensación y liquidación) que los soportan, de tal forma que el conjunto del sistema financiero pueda hacer frente a shocks inesperados sin poner en peligro las funciones indicadas anteriormente”.

deben procurar prevenir la generación de crisis, pero sin llegar a impedir el proceso de selección natural de la economía de mercado. Es decir, deben existir mecanismos que garanticen que los agentes asumen las consecuencias, económicas y reputacionales, de sus errores o malas prácticas pero minimizando los efectos para el conjunto del sistema. No debería volver a producirse una situación como la actual, nadie debe ser demasiado grande para caer (*too big to fail*), sea un banco, una caja, una aseguradora, un fondo de pensiones, un *hedge fund*, un sistema de pagos, una cámara de compensación, o cualquier otro tipo de las instituciones que conforman el “ecosistema financiero global”.

Actualmente se ha superado la vieja concepción por la que se entendía que la estabilidad financiera dependía exclusivamente de la solvencia de las entidades bancarias. El concepto se ha ampliado para reconocer la diversidad y complejidad del sistema financiero y la importancia que las normas de conducta y la transparencia de emisores, intermediarios e inversores, así como la disciplina en los mercados financieros, tienen para preservar la estabilidad financiera.

La proliferación de nuevas entidades financieras -lo que algunos analistas denominan el sistema financiero “en la sombra”- aconseja que la regulación y supervisión se amplíe para abarcar este tipo de agentes, ya que su tamaño o presencia en diversos mercados financieros hace que su importancia sea equiparable a la de las entidades tradicionales. Es importante resaltar que cuando se ha llegado a un problema, a gran escala, de solvencia de una parte significativa del sistema financiero -instituciones de crédito básicamente-, como ha ocurrido en la actualidad, es que ha fallado la gestión de ese bien público que es la estabilidad financiera.

Además de la necesidad de enfocar el problema de la estabilidad financiera desde una perspectiva amplia, que abarque el conjunto de los mercados e intermediarios, los episodios de turbulencias recientes han mostrado la relevancia de los mecanismos de transmisión internacional de las perturbaciones. Por ello cualquier iniciativa de fortalecimiento del sistema resultará insuficiente si no reconoce plenamente la globalización de la actividad financiera, su complejidad y su diversidad, más allá de la obsoleta división sectorial entre banca, seguros y valores.

Creo que podemos concluir afirmando que a lo largo del tiempo, a medida que el sistema financiero se sofisticaba en un contexto de globalización, el concepto de estabilidad financiera ha recuperado relevancia al tiempo que ha adquirido complejidad. Las sucesivas turbulencias, y sobre todo la actual crisis - que algunos comparan por su gravedad con la Gran Depresión de los años 30 del pasado siglo, algo que no comparto- han puesto de manifiesto la necesidad de que los reguladores y supervisores financieros trabajen de forma coordinada y decidida para reforzar la estabilidad del sistema financiero global, reto al que las autoridades están ya haciendo frente pero que exigirá redoblados esfuerzos en el futuro.

## **2. Las iniciativas en marcha en el frente de la supervisión y regulación financiera.**

Pero a la misma velocidad que la crisis de 2007 iba mostrando sus aspectos más feos, la comunidad financiera internacional inició un intenso proceso de análisis y reflexión liderado por las autoridades públicas de forma coordinada internacionalmente y que ya está produciendo frutos. Para salir de la crisis es necesario tomar, y se está

haciendo, medidas muy importantes de política económica (fiscales y monetarias), pero eso no es suficiente. Hay que reparar y levantar una nueva arquitectura financiera no solo para evitar que esta situación vuelva a repetirse, sino también para recuperar la confianza, algo fundamental para el funcionamiento del sistema financiero y de la economía.

Les voy a resumir, a grandes rasgos, los acuerdos que en el frente de la regulación y supervisión financiera se han tomado -o se están tomando, pues el proceso no está cerrado- en los organismos multilaterales y que están empezando a desplegarse tanto a nivel internacional como en cada uno de los países<sup>9</sup>.

Destacaré , por su relevancia, algunos de los acuerdos tomados por el G20 para fortalecer la regulación y supervisión financiera en la reunión de Londres el pasado mes de abril.

- Se crea un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) que sustituye y fortalece al actual Foro de Estabilidad Financiera (FSF). Estará formado por los miembros actuales del FSF<sup>10</sup>, los miembros del G20, España y la Comisión Europea. El FSB colaborará estrechamente con el FMI para diseñar y mantener un sistema de alarmas tempranas y diseñar acciones para preservar la estabilidad financiera. Destaca el encargo que se le hace para diseñar un nuevo sistema de incentivos y de responsabilidad social corporativa para todas las instituciones financieras, algo clave para mejorar la protección de los inversores y por tanto para reforzar la estabilidad financiera.
- Se acordó reformar las regulaciones nacionales para que las autoridades (supervisores y gobiernos) puedan identificar los riesgos para la estabilidad financiera. Ello implica ampliar la regulación y supervisión a todo tipo de instituciones, instrumentos y mercados financieros “sistémicamente importantes” (un concepto que habrá que definir).
- Se decidió impulsar, una vez la recuperación económica esté asentada, la calidad, cantidad y coherencia internacional de los requerimientos de capital del sistema bancario. Especialmente deberá prevenirse el exceso de endeudamiento.
- Se acordó iniciar acciones contra todas aquellas jurisdicciones, incluidas las conocidas como paraísos fiscales, que no muestren un espíritu de colaboración en materia de supervisión financiera. En concreto, y cito literalmente, en el comunicado se dice “la era del secreto bancario ha terminado”.

---

<sup>9</sup> Los documentos de referencia son múltiples. Yo les recomiendo que consulten *Informe Laroisière para la Comisión Europea*, Febrero 2009. *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional, Abril 2009. *Enhancing Markets and institutional resilience*, Financial Stability Forum, April 2008. *Leaders' Statement*, G 20, April 2009.

<sup>10</sup> Entre los integrantes del Foro se encuentran, además de los supervisores de algunas de las naciones más poderosas del planeta, organizaciones internacionales como el FMI, el Banco Mundial, la OCDE, el BCE, el IASB (emisor de las Normas Internacionales de Contabilidad), IOSCO (que es la asociación mundial de Comisiones de Valores) o el Comité de Basilea (su equivalente bancario). El FSF trata de coordinar los esfuerzos de todos estos organismos para promover la estabilidad financiera internacional, mejorar el funcionamiento de los mercados y reducir el riesgo sistémico.

- Se instó a los organismos multilaterales privados a trabajar con los reguladores y supervisores para mejorar las normas contables y las normas de valoración de activos y pasivos.<sup>11</sup> Este es un tema clave, pues a pesar de los avances realizados en los últimos años, podríamos decir que el lenguaje (contable y de valoraciones) que permite entender y comparar la información financiera de las empresas y Estados está aún a mitad de camino entre la Torre de Babel y el Esperanto.
- Se decidió regular y supervisar las agencias de calificación o *rating*, otro tipo de instituciones que prestan servicios financieros y que han jugado un papel lamentable en la crisis. Esto implicará entre otras cosas reconsiderar la normativa bancaria que hasta ahora incluía los *ratings* emitidos por estas empresas para calcular los ratios de capital de los bancos.

Todos los miembros del G20, el FMI y el FSB deben reportar cómo se ha ido desplegando el plan de acción acordado en la reunión de los ministros de Finanzas del G20 que tendrá lugar el próximo mes de noviembre en Escocia.

El plan de acción diseñado en este frente es ambicioso, como no podía ser de otra forma, y el trabajo a desarrollar en un tiempo corto es ingente. Pero sin lugar a dudas se está avanzando con decisión. Parece que los gobiernos de las naciones más grandes del planeta han entendido la necesidad de desplegar una importante acción pública que levante una nueva arquitectura financiera y devuelva el sistema a una situación de estabilidad financiera tal y como la he definido anteriormente.

En los EEUU se está lanzando un plan de reformas de la arquitectura de supervisión financiera. El plan - aún en fase muy avanzada de diseño y que se espera sea presentado en breve plazo por el Presidente Obama- aborda muchos campos que incluyen un reordenamiento de los diferentes supervisores financieros federales y estatales en campos que van desde la banca, los seguros, las hipotecas, los mercados, la protección de los inversores, etc.<sup>12</sup>

En la UE se acaba de presentar, por parte de la Comisión Europea, un amplio programa de reformas para cumplir con los compromisos del G20 en línea con las propuestas del reciente *Informe Larosière*<sup>13</sup>. Es un paso prometedor. Aunque el proceso legislativo será complejo y no faltaran presiones de los diversos grupos de interés es un paso muy importante.

Por el momento desconozco la situación en el resto de países del G20.

### **3. Algunas inquietudes sobre la nueva arquitectura de supervisión financiera**

Si bien las decisiones que se han tomado y que se están desplegando para levantar una nueva arquitectura financiera en donde el concepto de estabilidad financiera recupera su papel capital están en la dirección correcta, quedan muchos temas por abordar que están siendo objeto de debate en la comunidad financiera internacional.

---

<sup>11</sup> Se refiere al IASB, al FASB y al recientemente creado IVSC, de cuyo consejo tengo el honor de ser miembro.

<sup>12</sup> Un excelente trabajo sobre la situación de "balcanización" de la estructura de supervisión en los EEUU puede encontrarse en el Informe del G30 que preside Paul Volker (ex presidente de la FED) y actual asesor del Presidente Barak Obama. Puede encontrarse en [www.group30.org](http://www.group30.org)

<sup>13</sup> Toda la documentación relevante puede encontrarse en la página Web de la Comisión Europea: [ec.europa.eu/financial-crisis/reforming](http://ec.europa.eu/financial-crisis/reforming)

Por cuestiones de tiempo les destacaré solo seis que me preocupan singularmente:

1. La innovación financiera debe vigilarse. La introducción y comercialización de nuevos productos e intermediarios financieros debería ser regulada y sujeta a test semejantes a los que se aplican a nuevos fármacos o productos alimentarios. En concreto los productos derivados o estructurados deberían someterse a regulaciones equivalentes a las existentes para la emisión de acciones y los inversores e intermediarios que negocien con ellos aportar las garantías o fianzas “realmente” necesarias para cubrir los riesgos que negocian.<sup>14</sup>
2. La educación financiera debe potenciarse como objetivo para preservar la estabilidad financiera. La formación en la gestión de las finanzas de las personas a lo largo de su vida debería ser al menos tan importante como su formación en música o dibujo. En este sentido las recientes iniciativas tomadas por el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Educación deberían impulsarse decididamente.
3. Los normas contables y las normas de valoraciones - una asignatura pendiente muy importante- deben armonizarse a nivel internacional. Necesitamos urgentemente un “esperanto financiero”, de lo contrario muchas de las reformas que se están impulsando no logran alcanzar los beneficios esperados.
4. Debería estudiarse la separación entre los servicios bancarios tradicionales de los servicios de inversión. Legal e institucionalmente deberían definirse los límites entre estos tipos de actividades que presentan serios conflictos de interés y están en el origen de la crisis. Esto significa que el concepto de “bancos universales” o “supermercados financieros” debería limitarse. Si tenemos en cuenta que los depósitos suponen aproximadamente el 60% de los pasivos de las instituciones de crédito, y que estos están prácticamente garantizados por los Estados deberían limitarse la capacidad de los bancos para operar en los mercados financieros por cuenta propia. Una cosa es apostar con los recursos propios de tus accionistas, otra con el dinero de tus depositantes.
5. El desconocimiento –por falta de medios- puede llevar a la captura de los supervisores y reguladores por ignorancia. La calidad de las instituciones supervisoras debe reforzarse. Y debe adoptarse una arquitectura de supervisión que debe ser lo más homogénea posible entre los países para favorecer la coordinación internacional.
6. Se debe analizar cuidadosamente cuales son los requerimientos de capital para los diferentes intermediarios financieros. Los agentes que participan en los mercados deben “dejarse la piel en el juego”. Esto suavizará el proceso de generación y explosión de burbujas financieras que venimos padeciendo en un mundo globalizado en los últimos años.

Les aseguro que hay muchos más temas en el debate internacional que merecerían ser comentados. Por ejemplo, los temas relacionados con el gobierno corporativo en todo

---

<sup>14</sup> Los llamados *Credit Default Swaps* (CDS), un producto mediante el cual se negocia un “seguro” sobre la posibilidad de impago de un emisor –público o privado- de deuda, son en su actual configuración lo más parecido a lo que Warren Buffet calificó como armas de destrucción masiva. Los CDS están en la base del hundimiento de la mayor compañía de seguros del mundo : AIG.

tipo de instituciones financieras –especialmente en las Cajas de Ahorro, Gestoras de Fondos de Inversión y Pensiones- o la comercialización de productos financieros complejos o sobre las políticas de incentivos en el sistema financiero.

Tal vez en otra ocasión si los organizadores lo desean.

#### 4. Conclusiones con espíritu optimista

Permítanme que concluya haciendo un breve resumen de las reflexiones que he tratado desgranar a lo largo de mi intervención.

Sea cual sea la posición que cada uno ocupe en el espectro de las ideologías políticas hay dos lecciones claves que debemos aprender de esta crisis. La primera se refiere al papel del Estado en el proceso de intermediación financiera y en el mantenimiento de la estabilidad de éste. La segunda se refiere al papel que juegan los incentivos públicos y privados en el diseño de la regulación y la supervisión financiera. Si no aprendemos estas lecciones no solo la crisis actual será más larga de lo necesario, sino que la próxima crisis, a diferencia de la actual cuyo origen es un espectacular fallo del Mercado, podría tener su origen en un fallo del Estado por exceso de dimensión. Todo ello nos enfrenta a un nuevo paradigma en el cual debemos definir cuidadosamente el nuevo marco de regulación socioeconómica y no caer en ambiciosas operaciones de ingeniería social que desemboquen en un nuevo tipo de “capitalismo estatal”.

Para lograr éxitos en el mantenimiento de la estabilidad financiera, la arquitectura de la supervisión aparece como una pieza central. Sin un modelo de supervisión que se amolde mejor al actual sistema financiero, más complejo y global, nos alejaremos de este objetivo público y no se aprovecharán plenamente los efectos positivos de un sistema financiero más competitivo y eficaz. Esto solo es posible desde la decidida cooperación internacional. Los acuerdos que se están produciendo van en la dirección correcta. Una vez que los viejos modelos de supervisión sectorial (banca, seguros y valores) han quedado obsoletos, el de supervisor único y el de supervisores gemelos (o *twin peaks*) son las dos alternativas sobre las que los países están adaptando sus estructuras. España se encamina a la segunda opción, que yo personalmente considero que es la que mejor se ajusta a la realidad de nuestro país.<sup>15</sup>

Y concluyo, ahora sí, con una última reflexión.

El sistema financiero mundial se ha enfrentado a muchos episodios de crisis financieras. Se aprendieron importantes lecciones, aunque no lo suficiente para evitar la actual crisis, si bien conviene recordar que desde antes del 2007 múltiples organismos avisaron en diversos informes públicos de los riesgos que el sistema financiero estaba acumulando y que, lamentablemente, no fueron escuchadas.

Cabe esperar que con esta crisis, y teniendo en cuenta lo aprendido, se eluda una recesión prolongada. Soy moderadamente optimista. Coincido con los que piensan

---

<sup>15</sup> Sería muy deseable que se lograría un consenso entre los partidos políticos para que en España se modifique cuanto antes nuestro esquema de supervisión, que sigue siendo sectorial. Respecto a los medios de los supervisores les apporto un dato: el presupuesto anual del Banco de España es de unos 400M €; el de la CNMV de 40M€. El supervisor del sector de seguros y fondos de pensiones sigue integrado en el gobierno.

que, en lo que se refiere al sector financiero, lo peor ha podido quedar ya atrás, si bien sus efectos adversos sobre la economía pueden todavía dejarse sentir por algún tiempo. Todo dependerá del acierto en las importantes medidas de política económica que se están desplegando, de la coordinación internacional y de que se ejecuten con decisión las reformas en la arquitectura de regulación y supervisión financiera que están en marcha.

Las medidas que se van a ir desplegando facilitarán no sólo la salida de la crisis actual sino que también reducirán la probabilidad de que se produzcan episodios similares en el futuro y, por lo tanto, contribuirán al mantenimiento de ese bien público que es la estabilidad financiera.

El sector privado, responsable en gran parte de lo ocurrido, debe hacer su ejercicio de reflexión y los responsables hacer frente a las consecuencias de sus errores. Confío en la capacidad de la iniciativa privada para encarar y resolver los problemas. Sin lugar a dudas en los próximos años asistiremos a muchos cambios en el sistema financiero. Algunos ya se han producido de forma violenta, otros están en camino y en parte serán el resultado del nuevo marco regulador que se está diseñando. Pero la mayoría surgirán de las propias decisiones estratégicas que tomarán los diferentes actores del sistema financiero.

El resultado final será un sistema financiero más eficiente y estable, tal vez más aburrido, pero que, espero, estará al servicio de toda la sociedad y no al de unos pocos o de sí mismo, y desde luego más barato.

Muchas gracias por su atención y quedo a su disposición para el coloquio.