

La reforma del Sistema Financiero Internacional

Una propuesta con
las lecciones de la crisis

Prólogo de José María Aznar
Dirección: Fernando Fernández
y Fernando Navarrete



LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Una propuesta con
las lecciones de la crisis

Prólogo de José María Aznar

Dirección: Fernando Fernández y Fernando Navarrete

Con el apoyo del programa
“Europa con los ciudadanos”
de la Unión Europea



DG Educación y Cultura

Programa «Europa con los ciudadanos»

© FAES Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales, 2009

ISBN: 978-84-92561-04-9

Depósito Legal:

Impreso en España / Printed in Spain

ÍNDICE

Prólogo de José María Aznar	7
Introducción y objetivos	11
1. El diagnóstico de la crisis financiera	13
1.1. Las consecuencias de una política monetaria excesivamente laxa en tiempos de bonanza	14
1.2. La infraestimación del riesgo sistémico	18
1.3. La gestión de la crisis: improvisación y éxitos parciales	22
2. Más independencia, credibilidad y rendición de cuentas para los bancos centrales	29
3. La reforma de la regulación financiera internacional ..	35
3.1. El control del riesgo sistémico: un nuevo pilar macroprudencial en los requerimientos mínimos de capital	38
3.2. El control del riesgo sistémico: un mecanismo de garantía para los mercados monetarios contra las crisis sistémicas	43
3.3. Mejor gobierno corporativo e incentivos a largo plazo en la remuneración de los directivos . . .	48
3.4. Mejorar la calidad y el uso regulatorio de las calificaciones crediticias	50

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

3.5. Una regulación más transparente y menos procíclica	52
4. La reforma de la supervisión financiera	55
4.1. Una supervisión con mecanismos de alerta temprana y con mayor capacidad anticipatoria	55
4.2. Mejorar la eficacia y los incentivos en los planes públicos de rescate	58
4.3. El reto de las entidades financieras “demasiado grandes para ser rescatadas”	69
5. Una arquitectura financiera internacional con mayor capacidad de respuesta	75
5.1. Reforzar las capacidades del Fondo Monetario Internacional	78
5.2. Mayor efectividad en la fijación de estándares regulatorios y supervisores	88
Epílogo para españoles	93
Principales conclusiones y propuestas	101
Agradecimientos, contribuciones recibidas y personas e instituciones consultadas	119
Anejo: Cronología de la crisis financiera internacional .	123

PRÓLOGO

El estallido de la crisis financiera en 2007 y su posterior transmisión al resto de la economía mundial constituyeron el caldo de cultivo de un nuevo frente de crítica a la economía de libre mercado de marcado contenido ideológico.

Desde finales de 2007 se sucedieron los rescates de Northern Rock, Bear Stearns, AIG y de entidades promovidas por el Gobierno de los Estados Unidos como Fannie Mae y Freddie Mac. La crisis financiera se recrudeció en el otoño de 2008 con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, las intervenciones públicas en los sistemas financieros de varios países europeos, como en el caso de Fortis, y el posterior e inédito colapso de circuitos de crédito tan importantes como los interbancarios. En algunos foros políticos y mediáticos se comenzó a hablar de la “crisis de 1929 corregida y aumentada”, del “fin del capitalismo” y de la “caída del Muro de Berlín de la economía capitalista”.

Era obvio que el sistema financiero internacional había fallado, pero me pareció igualmente obvio que las duras críticas a la economía de libre mercado que por

entonces se vertían carecían del necesario ejercicio de análisis prudente, racional y científico de lo ocurrido.

Fue entonces cuando me decidí a proponer a dos expertos españoles de reconocido prestigio internacional en el ámbito de las finanzas, el profesor Fernando Fernández y el economista Fernando Navarrete, la realización de un análisis riguroso y fundamentado de la crisis financiera y económica internacional, alejado de dogmatismos ideológicos y orientado a extraer lecciones de futuro. Les formulé dos preguntas: ¿qué ha fallado?, ¿qué es conveniente reformar para corregir estos fallos?

El análisis que se expone en este informe que la Fundación FAES se complace en publicar responde de modo magnífico a la petición formulada. Expone con rigor los factores que subyacen a la crisis financiera:

- Una política monetaria excesivamente laxa en tiempos de auge económico.
- Fallos en la regulación financiera, con una excesiva confianza en la autorregulación de los mercados financieros.
- Fallos en la supervisión de los mercados, dado que los organismos supervisores no han desarrollado adecuadamente las funciones que tenían asignadas.
- Carencias de información precisa, veraz, relevante y a tiempo en los mercados financieros.

- Fallos en el diseño de determinadas políticas públicas, como las puestas en práctica en los Estados Unidos para favorecer la compra de vivienda.
- Fallos en los incentivos económicos con los que funciona el sistema financiero y en el manejo del riesgo por parte de las entidades financieras.

Al mismo tiempo, propone las reformas que pueden permitir subsanar las deficiencias detectadas y mejorar la eficacia del sistema financiero internacional en el cumplimiento de las imprescindibles funciones que tiene asignadas.

Habrán quienes, desde las responsabilidades de gobierno, extraigan las lecciones oportunas de la crisis y aprendan con pragmatismo de la experiencia. Serán quienes reaccionen a la crisis con mejor regulación –no necesariamente mayor–, mejores políticas públicas y un ejercicio eficaz y eficiente de las funciones que el Estado tiene encomendadas en cualquier economía de libre mercado, que son tan importantes como insustituibles. A todos ellos este informe de la Fundación FAES les resultará útil y productivo.

Habrán también quienes, por el contrario, guiados por el dogmatismo, prefieran reaccionar a la crisis con mayor –y no mejor– regulación y mayores dosis de intervencionismo y proteccionismo. A estos últimos, este informe les resultará probablemente irrelevante.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Es obviamente a los primeros a quienes este informe va dirigido. Estoy convencido de que cumple una función importante en el mundo de las ideas y del debate económico en este año de 2009 en el que ve la luz.

JOSÉ MARÍA AZNAR

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

La profundidad y extensión –geográfica, por tipos de mercados y de instituciones afectadas– de la crisis financiera han puesto de manifiesto algunas de las debilidades del sistema financiero internacional y la necesidad de reforma. La actual arquitectura financiera y sus protocolos de actuación han mostrado sus límites a la hora de soportar sin desequilibrios graves unos flujos comerciales y de inversión crecientes por la globalización.

Una respuesta de la política económica que no aborde los problemas de fondo manifestados en esta crisis podría suponer un grave lastre para la prosperidad económica a largo plazo.

El presente informe incluye propuestas y recomendaciones que permitan abordar la necesaria reforma del sistema financiero internacional para garantizar un crecimiento sostenido y vigoroso de la economía mundial. Nuestras propuestas pretenden marcar una línea de trabajo continuado en los próximos años para la coordinación y mejor conducción de la política económica, monetaria, de regulación y de supervisión financiera. Los obje-

tivos de la reforma que proponemos son los siguientes:

- Promover el comercio, las inversiones y la especialización internacional del trabajo sin desequilibrios a través de unas condiciones de financiación adecuadas.
- Acelerar y facilitar la recuperación cíclica de la economía y hacerla sostenible a través de un sistema financiero internacional sólido, transparente, competitivo y eficiente.
- Disminuir la amplitud de las oscilaciones cíclicas de la economía internacional.
- Prevenir las crisis internacionales y amortiguar los efectos de las que inevitablemente se producirán.
- Mejorar la coordinación y la eficacia de las políticas económicas.
- Aumentar la consistencia de la regulación monetaria y financiera internacional para evitar oportunidades de arbitraje regulatorio¹ que aumenten los riesgos que afectan al sistema financiero en su conjunto (riesgo sistémico).
- Establecer principios, instrumentos y sistemas comunes de supervisión financiera.

¹ Por arbitraje regulatorio se entiende la búsqueda de oportunidades de negocio y beneficio que surgen del distinto nivel de intervención pública entre los diferentes tipos de entidades financieras, los diversos mercados financieros, incluso dentro de un mismo país, y los distintos productos.

1

EL DIAGNÓSTICO DE LA CRISIS FINANCIERA²

Es tentador, aunque un tanto inútil, buscar culpables de una crisis financiera que ha empobrecido al mundo. Pero la realidad es que la crisis es producto de los excesos de muchos de los participantes en el sistema.

Sus raíces se encuentran en los siguientes factores:

- El mal juicio y falta de previsión de todos aquellos que han actuado en los mercados o que han basado sus políticas en la creencia de que los precios de los activos sólo podían subir de manera indefinida.
- La complacencia de unos reguladores que han relajado los controles en los momentos de bonanza económica dejándose llevar por unas relaciones demasiado estrechas con la industria financiera.

² En el anejo de este informe se encuentra una cronología del desarrollo de la crisis financiera.

- Los incentivos cortoplacistas, la irresponsabilidad y falta de transparencia de unos inversores y gestores que ante la caída de los tipos de interés demandaban rentabilidades cada vez más altas sin darse cuenta de que eso llevaba necesariamente a asumir mayores riesgos.

1.1. Las consecuencias de una política monetaria excesivamente laxa en tiempos de bonanza

La crisis es el resultado de años de exceso de liquidez en épocas de bonanza, consecuencia de una política monetaria innecesariamente laxa aplicada por la Reserva Federal y el resto de los principales bancos centrales del mundo tras el estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas *punto.com* y los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001.

Durante los tiempos de Alan Greenspan como presidente del Consejo de la Reserva Federal la política monetaria se enmarcó en el espejismo de la era de ‘la economía dorada’.

Una era en la que bancos centrales independientes y creíbles podían mantener indefinidamente una inflación baja y estable mediante políticas monetarias discrecionales.

Una era en la que se creía que era responsabilidad de los bancos centrales poner un suelo a las cotizacio-

nes bursátiles para evitar mayores pérdidas de riqueza que frenaran la espiral de consumo y/o de inversión que vivían muchos países desarrollados, con los EE.UU. a la cabeza.

Además parecían tener capacidad para ello, como se puso de manifiesto con las medidas de política monetaria puestas en práctica para salvar el *crash* de 1987 y el estallido de la burbuja tecnológica, y que son las mismas con las que se intentó remediar inicialmente la crisis de las hipotecas *subprime*.

Pero la coexistencia de bajos tipos de interés y bajas tasas de inflación en los primeros años 2000 no se explica sólo por la actuación de los bancos centrales de los países industrializados, ni por la emergencia de una nueva era, sino por efectos exógenos y cambios irrepetibles en el entorno como los siguientes:

- La revolución tecnológica y su impacto sobre la productividad.
- La incorporación al comercio y a la economía internacional de grandes economías emergentes como China o la India, entre otras, y su efecto sobre los precios relativos de las manufacturas y las materias primas.
- El mantenimiento artificial durante mucho tiempo de unos tipos de cambio muy alejados de sus valores de equilibrio.

Como consecuencia de esos cambios en el entorno se fueron acumulando importantes desequilibrios globales, grandes desajustes ahorro-inversión. Los flujos de capital iban de los países emergentes hacia los industrializados, en sentido contrario a toda teoría establecida. El argumento era que las cualidades institucionales de los mercados de capitales en los países industrializados –y singularmente de Estados Unidos y el Reino Unido– actuaban como un polo de atracción de la inversión, porque ofrecían mayor liquidez, seguridad y previsibilidad a los ahorradores. Atributos por los que éstos estaban incluso dispuestos a perder algo de rentabilidad.

La realidad parece, a posteriori, mucho más sencilla. El ahorrador chino, fundamentalmente su sector público –cuyo objetivo era mantener elevadas tasas de ahorro y de crecimiento para garantizar su sostenibilidad política– se limitaba a otorgar una especie de crédito exportador al consumidor americano. ¿Cómo? Manteniendo un tipo de cambio del yuan artificialmente bajo para fomentar las exportaciones. Ello le obligaba a la acumulación de ingentes reservas internacionales que luego invertía en comprar títulos de deuda americanos que financiaban el desahorro de Estados Unidos.

Este sistema de desarrollo económico no es tan original. Implica subordinar la lógica del sistema financiero a los objetivos de desarrollo. Ya fue utilizado por Japón en los años sesenta y, tras su éxito inicial, condujo a la

larga etapa de estancamiento económico de la que ese país todavía no ha salido.

El tamaño de los desequilibrios de esta década explica que los problemas no se hayan hecho notar sólo, ni principalmente, en los países exportadores de capitales, como sucedió con Japón en los ochenta, sino en los propios países importadores de capitales, que se acostumbraron a vivir como si las posibilidades de endeudamiento fueran ilimitadas.

Como resultado de estas políticas se alcanzó un crecimiento sostenido del crédito muy por encima de lo que era razonable y unas valoraciones del riesgo injustificadamente optimistas. Además se ignoraron todas las señales de alarma que emitía el sistema.

Si existe una regularidad empírica demostrada es que periodos de crecimiento desorbitado del crédito conducen inexorablemente a crisis bancarias. Y su corolario es que la superación de la crisis obliga a un desapalancamiento inevitable que se manifiesta en una reestructuración del sector financiero. El exceso de capacidad instalada en la industria financiera ha de purgarse.

En este contexto de desapalancamiento las entidades financieras han de preocuparse fundamentalmente de gestionar su balance –restringiendo inevitablemente el crédito– para asegurar su solvencia. Ello conduce a una dolorosa crisis económica. De ahí la necesidad de refor-

mas que consigan un equilibrio adecuado en el sistema financiero, una regulación eficaz que incentive la asunción prudente y sostenible de riesgos tanto en las épocas de auge como de caída cíclica.

1.2. La infraestimación del riesgo sistémico

La crisis es también el fruto de un gran error colectivo: la infraestimación del riesgo sistémico, que es aquel que afecta al conjunto de la economía y del sistema financiero. Un error que se ha traducido en fallos en la disciplina de mercado, fallos en los incentivos y fallos en la regulación y supervisión de los mercados.

Una condición necesaria para que pueda funcionar la disciplina del mercado es la disponibilidad de información precisa, veraz, relevante y a tiempo. Pese al escándalo de Enron, lo cierto es que desde entonces no se ha avanzado mucho en la transparencia de los mercados ni por parte del sector público ni del privado. Ha habido una excesiva confianza en la autorregulación de los mercados financieros y una falta de autoridad de los organismos reguladores y supervisores que no han desarrollado adecuadamente las funciones que tenían asignadas.

Además, la concepción y aplicación de determinadas políticas públicas carecían de una imprescindible visión global que considerase su impacto sobre el conjunto de la economía y del sistema financiero. Éste es el caso en particular del diseño inadecuado de la regulación financiera,

de la política monetaria y de las políticas públicas en los EE.UU. orientadas a favorecer la compra de vivienda.

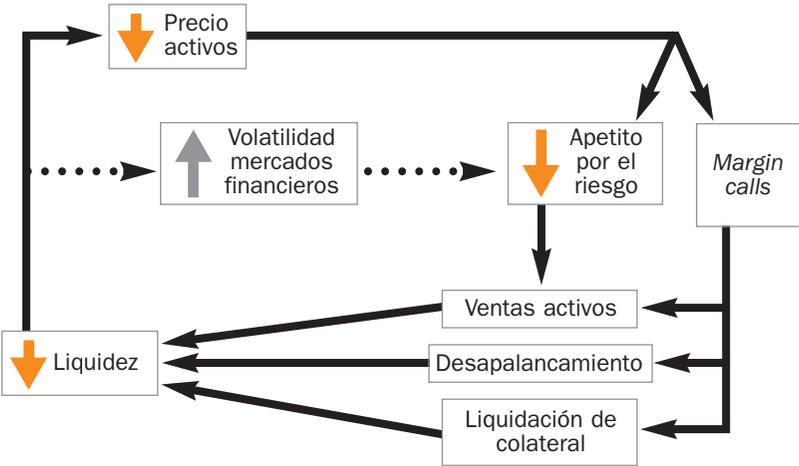
También hubo fallos en los incentivos económicos con los que funciona el sistema financiero. El más obvio, el cortoplacismo con el que se diseñaron muchos de los sistemas retributivos. Pero también, las expectativas de rescate público, generadas sobre todo tras la intervención de Fannie Mae y Freddie Mac, pueden haber generado incentivos perversos a la asunción de riesgos excesivos. Y sin duda, la búsqueda del arbitraje regulatorio propició la explosión de un sistema bancario “en la sombra” que se benefició de los agujeros del sistema.

La acumulación de riesgos en el sistema financiero se vio favorecida por un exceso de optimismo en las expectativas económicas y por el abuso de las prácticas de titulización como mecanismo de distribución y diversificación de riesgos. El modelo de banca “originar para distribuir” generaba una imprecisa, y muchas veces contraproducente, división de funciones entre originadores, distribuidores, agencias de calificación y aseguradores en la que los riesgos no se gestionaban adecuadamente por falta de incentivos. En el contexto expansivo previo a la crisis, las objeciones a este modelo simplemente sucumbieron ante visiones simplistas e interesadas.

Estos fallos se sumaron a normas contables y de solvencia que, junto a las estrategias de negociación de los mercados, dejaron al sistema financiero gravemente

expuesto a los riesgos de liquidez y contraparte y, finalmente, al riesgo sistémico.

Gráfico 1. Propagación de la crisis



Fernández de Lis, S. (2009): “La crisis financiera: origen, diagnóstico y algunas cuestiones”, en Analistas Financieros Internacionales (AFI): *La crisis financiera. Su impacto y la respuesta de las autoridades.*

El sistema financiero internacional a mediados de 2007 estaba más apalancado y globalmente interconectado que nunca, y era extremadamente vulnerable, lo que se sabía sólo en parte debido a la falta de transparencia de muchas de sus transacciones e instrumentos. Lo que es peor, la financiación a corto plazo de las instituciones financieras dependía más que nunca de fuentes no pro-

tegidadas por los seguros de depósitos tradicionales como financiación mayorista bancaria a través de los mercados monetarios. Esto constituía un factor intrínseco de inestabilidad que fue completamente ignorado durante la gestación de la crisis. Finalmente, la financiación mayorista ha demostrado ser, en la práctica, más inestable que la basada en depósitos minoristas³.

Bastó una perturbación suficientemente grande para que la vulnerabilidad del sistema financiero se pusiera de manifiesto con toda virulencia. Esta perturbación fue el estallido de la crisis inmobiliaria en los Estados Unidos y las primeras pérdidas relacionadas con las hipotecas de alto riesgo.

El desarrollo de la crisis financiera y de la subsiguiente recesión económica es bien conocido:

- Comenzó con la materialización de pérdidas directas e indirectas en un número creciente de entidades bancarias.

³ La banca tradicional, la banca minorista de proximidad con capilaridad geográfica y la red tradicional de sucursales que capta depósitos han quedado reforzadas ante el público, los inversores y las autoridades monetarias. Ya es el segundo asalto que ganan en pocos años. Primero, en los años noventa, fue Internet quien iba a acabar con la oficina bancaria, e incluso con los propios bancos, que iban a ser sustituidos por operadores virtuales. Los que lo decían, y fueron mayoría unos años, nunca entendieron el negocio bancario y lo que en él significa la confianza. Hoy, en los primeros años del siglo XXI, se discuten las bondades de la banca comercial y su progresiva y conveniente sustitución por la banca de inversión, el reemplazo de la captación de depósitos por la gestión de activos. Y nuevamente se han vuelto a equivocar.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

- Se agravó y extendió globalmente con la paralización de los mercados monetarios a consecuencia del desconocimiento sobre el alcance real y la distribución de las pérdidas entre las distintas entidades financieras.
- Todo ello causó graves problemas de supervivencia a algunas entidades y generalizó las restricciones crediticias a todos los mercados y países.

Los Gobiernos intentaron atajar el problema y frenar la extensión de la crisis al conjunto de la economía con sucesivos planes de rescate de eficacia desigual y con un esfuerzo sin precedentes de coordinación internacional en un mundo global.

1.3. La gestión de la crisis: improvisación y éxitos parciales

Una vez que estalló la crisis, y a la vista de su magnitud y evolución, las autoridades internacionales se han embarcado en una vorágine política que ha combinado los siguientes elementos:

- Altas dosis de marketing para intentar derrotar la desconfianza.
- Un discurso político que promete hacer todo lo posible para evitar la depresión.

- Un discurso antiproteccionista en los foros internacionales que, sorprendentemente, se combina con medidas típicas del keynesianismo ingenuo en un solo país.
- Medidas de política monetaria que suponen bajadas agresivas de tipos de interés.
- Inyecciones extraordinarias de liquidez sin límite.
- Extensión prácticamente ilimitada de las garantías a los depósitos bancarios.
- Intervenciones de entidades financieras y nacionalizaciones sucesivas.

Algunas de estas medidas de emergencia pueden estar justificadas pero su eficacia está lastrada por un error fundamental: prometer que no se dejará caer a ninguna institución financiera. Los mercados y el público en general no pueden creerse esta afirmación porque son conscientes de que una reestructuración profunda es inevitable y temen que los gobiernos se embarquen, de hecho se están embarcando ya, en una carrera proteccionista por salvar sus instituciones nacionales o aquellas que consideren estratégicas en su país.

Sólo cuando se han empezado a arbitrar medidas de transparencia acerca del tamaño y distribución de las pérdidas mediante la publicación de ejercicios de

*stress test*⁴ en los EE.UU., parece que la actuación pública está colaborando al retorno de la confianza a los mercados financieros. Sólo así puede retornar el capital privado a las instituciones financieras.

La insuficiencia de liquidez internacional se ha paliado con la proliferación de acuerdos *swaps* de divisas entre los principales bancos centrales del mundo. Un mecanismo de mercado que parece haber funcionado bien. Los mercados de cambios, normalmente extraordinariamente volátiles en momentos de crisis, han permanecido bastante estables, con algunas excepciones en Europa Central y del Este, donde han entrado en juego otros factores y en concreto su alto endeudamiento en moneda extranjera, el euro, en una crisis similar a la latinoamericana de finales de los noventa.

Las medidas han supuesto una expansión fiscal sin precedentes, más de cinco puntos del PIB mundial en estimaciones del FMI, y sin más límites que una vaga petición de sostenibilidad a medio plazo. Tampoco ha habido acuerdo en el diseño del paquete fiscal y parece valer todo. Lo único seguro es que pese a las apelaciones de los organismos internacionales a que los paquetes de estímulo fiscal sean rápidos, intensos y reversi-

⁴ Los *stress tests* (o pruebas de tensión) son un ejercicio de valoración de la solidez patrimonial de las entidades financieras ante diversos escenarios de evolución futura de la economía y de los mercados financieros. La Reserva Federal de EE.UU. ha publicado los resultados de estas pruebas de tensión para las mayores entidades financieras de ese país.

bles, la inmensa expansión fiscal ha producido hasta el momento los siguientes efectos:

- Dudas sobre la sostenibilidad fiscal de muchos países.
- Descensos en la calidad crediticia de los Tesoros Públicos.
- Problemas para colocar la deuda pública.
- Subidas de los tipos de interés a largo plazo.
- Y expulsión del sector privado en el acceso a la financiación.

El arsenal de medidas para la gestión de crisis del que disponían las autoridades económicas a mediados de 2007 ha resultado insuficiente e inadecuado dada la magnitud y naturaleza de la actual crisis financiera.

Muchas de las intervenciones públicas en apoyo de instituciones financieras en dificultades han roto todas las prescripciones tradicionales. Según estas prescripciones, las intervenciones de los bancos centrales en su papel de prestamistas de última instancia deberían distinguir radicalmente entre entidades insolventes –a las que habría que dejar caer a través de un proceso de liquidación ordenado– y aquellas con meros problemas de liquidez. A estas últimas, habría que prestarles fondos, siempre exigiendo garantías de buena calidad y cobrando estas ayudas a tipos penalizadores.

Todas estas reglas, y alguna más –como la separación entre bancos comerciales sujetos a regulación, y por tanto a protección, y bancos de inversión, menos regulados y por tanto sin red de seguridad– se han incumplido conscientemente en la gestión de esta crisis. El motivo fue el poderoso y urgente argumento de intentar evitar un riesgo sistémico que, en cualquier caso, no ha sido conjurado completamente.

Algunas de estas rupturas con el acervo tradicional de conocimientos anticrisis han sido inevitables, otras simplemente improvisadas ante la magnitud de los acontecimientos. Pero cabe plantear serias dudas sobre si los planes públicos de rescate financiero han estado bien diseñados o han consistido, simplemente, en una fuga hacia adelante que supone:

- Una amenaza a la independencia de los bancos centrales como consecuencia de la asunción de riesgo de crédito en sus balances.
- Y una pérdida de credibilidad de las redes de seguridad del sistema financiero.

La ausencia de comportamientos públicos previsibles aumenta la incertidumbre y mina la confianza en el sistema. Ante la falta de un enfoque contingente en la actual regulación, la reacción ante la crisis ha supuesto la suspensión o, en el mejor de los casos, la flexibilización de unas normas de comportamiento que no esta-

ban preparadas para responder ante una crisis de esta naturaleza, lo que ha redundado en falta de predictibilidad y mayor desconfianza.

De ahí que se requieran unos instrumentos renovados de regulación financiera que recojan explícitamente nuevos principios y pautas de comportamiento públicos que se apliquen en el caso de crisis sistémicas.

Los planes de rescate financieros se debieran constituir como planes de contingencia expresamente contemplados en la legislación para los tiempos de crisis sistémica con el objetivo de proteger los legítimos intereses de los ciudadanos.

El bienestar a largo plazo de los ciudadanos requiere de unas pautas de comportamiento público que sean adecuadas, previsibles y que se cumplan también en época de crisis.

2

MÁS INDEPENDENCIA, CREDIBILIDAD Y RENDICIÓN DE CUENTAS PARA LOS BANCOS CENTRALES

El análisis de la política monetaria en el cambio de siglo es consustancial a los orígenes, desarrollo e implicaciones de la crisis financiera, y plantea inmediatamente los temas sobre los que es necesaria una reforma.

La política monetaria se lleva a cabo actualmente en un contexto general de pérdida de eficacia que responde a diversos y complejos factores, muchos de ellos previos a la emergencia de la crisis financiera en 2007:

- La generación autónoma de liquidez por parte del sistema financiero global en un mundo crecientemente interrelacionado.
- El auge de la desintermediación financiera y la creación consentida de entidades y mercados fuera del marco regulador, y de productos fuera de balance. Todo ello con escasa transparencia.

- El aumento de la correlación entre los distintos países tanto en los movimientos de los tipos de interés a largo plazo como en las cotizaciones bursátiles, lo que disminuye la influencia de las políticas monetarias fuera de EE.UU.

La solución a esta pérdida de eficacia no es volver a unos mercados financieros nacionales homogéneos y fuertemente intervenidos como algunos añoran, sino articular reformas adecuadas en el diseño y aplicación de la política monetaria.

Las reformas deben tener como objetivo que la política monetaria garantice de forma efectiva y en todo momento la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, lo que no siempre es sencillo pues ambos objetivos pueden aparecer como contradictorios en algún momento del ciclo. Para ello, hay que evitar que vuelva a ser innecesariamente expansiva en los periodos de auge del crédito y que vuelva a producir tipos de interés fuertemente negativos con inyecciones masivas de liquidez en épocas de crisis.

En última instancia, el problema para el diseño de la política monetaria es similar al de la política fiscal en el esquema del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y radica en cómo garantizar que es adecuada en los tiempos de bonanza, porque es entonces cuando se alimentan los desequilibrios y los comportamientos de los agentes que desembocan posteriormente en crisis. Como debe-

ría saber todo buen banquero, aunque algunos parecen haber olvidado, son las decisiones alegres en tiempos de bonanza las que provocan las crisis.

Aunque siguen existiendo serias dificultades para identificar las burbujas financieras –y más todavía para calibrar la respuesta adecuada de la política monetaria ante movimientos de las valoraciones bursátiles o del precio de la vivienda– la crisis iniciada en 2007 ha puesto de relieve el papel clave de los precios de los activos como fuente de posible inestabilidad financiera. Así, ha vuelto con fuerza el viejo debate sobre la conveniencia o no de incorporar el precio de los activos (financieros y reales) al objetivo explícito de la política monetaria.

Esta incorporación entrañaría contraindicaciones en términos de transparencia, credibilidad, rendición de cuentas e independencia de los bancos centrales, ya que:

- El peso relativo de la inflación de bienes y servicios (el actual IPC) y de la inflación de activos en la función objetivo de los bancos centrales variaría a lo largo del ciclo, lo cual introduciría un elevado grado de complejidad y discrecionalidad en las actuaciones de la política monetaria.
- La incorporación del precio de los activos a un nuevo índice de precios más amplio daría como resultado un índice que no respondería a la percepción de poder de compra de los ciudadanos. Ello restaría transparen-

cia, credibilidad y capacidad de rendición de cuentas a la actuación de los bancos centrales.

- Con la incorporación del precio de los activos los banqueros centrales estarían condenados a enfrentarse con sus gobiernos y con la industria financiera, lo que resulta particularmente delicado en el caso de un banco supranacional como el Banco Central Europeo. El BCE está obligado a actuar en defensa de la estabilidad de la Eurozona en su conjunto, un agregado que no entra en el cálculo directo de ningún político ni elector.

Dadas las contraindicaciones anteriores y que, en última instancia, una burbuja sólo es posible si las condiciones monetarias y de crecimiento del crédito son suficientemente permisivas, una alternativa más conveniente sería:

- Que el BCE restaure la importancia de los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero y que el resto de los bancos centrales mundiales avancen en la definición de un pilar monetario en sus estrategias de política monetaria.
- Definir y utilizar indicadores de alerta temprana, sencillos y transparentes, como el crecimiento del crédito, que adviertan de riesgos para la estabilidad financiera a medio plazo.

- Que los bancos centrales rindan cuentas de sus actuaciones de política monetaria mediante cláusulas explícitas de “corregir o explicar” cuando se superen valores máximos de referencia en los indicadores de alerta temprana.

Una burbuja sólo es posible si las condiciones monetarias y, en última instancia, el crecimiento del crédito, son suficientemente permisivos. El uso como indicador de alerta temprana de una tasa orientativa máxima para el crecimiento del crédito tiene la virtud de su sencillez. Esto aislaría a los bancos centrales de presiones políticas y de excesivas precisiones técnicas, normalmente ambiguas y muchas veces paralizantes de la toma de decisiones, a la hora de reconducir una política monetaria excesivamente expansiva en las épocas de auge.

Todo lo que sea garantizar la independencia de la autoridad monetaria respecto a los gobiernos y a la industria financiera, y reforzar su credibilidad y rendición de cuentas irá en la dirección correcta. Poner distancia y acotar la discrecionalidad y las posibilidades de connivencia mediante la aplicación de reglas creíbles lo más sencillas posibles es una buena lección de esta crisis.

La política monetaria tiene un doble objetivo: la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Objetivos que no son siempre fácilmente compatibles, ni siquiera a escala nacional. Hubo un tiempo en que se argumentó que esta dualidad de objetivos aconsejaba separar

ambas funciones en dos instituciones independientes, el banco central y el supervisor financiero. Pero la evidencia de esta crisis es concluyente: no parece hoy adecuado separar ambas funciones en dos entidades reguladoras diferentes.

Las autoridades monetarias que son también entidades supervisoras han funcionado mejor a la hora de afrontar las difíciles y urgentes decisiones que es necesario adoptar en los casos de resolución de crisis porque la información sensible no circula bien entre instituciones, a veces ni siquiera dentro de la misma institución, y los problemas de relación y coordinación entre agencias diferenciadas son muy complejos.

En consecuencia, proponemos que el eurosistema –con el BCE en su centro– se haga cargo de la regulación y supervisión de, al menos, aquellas entidades financieras con importancia sistémica en el área euro⁵ tanto en lo referente a su solidez individual (enfoque microprudencial) como a la solidez del sistema financiero en su conjunto (enfoque macroprudencial). Esta propuesta se desarrollará en el apartado 4 de este informe.

⁵ A diferencia de las propuestas de la Comisión Europea derivadas de las recomendaciones del informe de Larosière, en nuestra propuesta tanto la supervisión macro como microprudencial quedarían a cargo de la misma institución.

3

LA REFORMA DE LA REGULACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La regulación financiera debe mejorar en su calidad para incorporar las lecciones de la crisis financiera iniciada en 2007. El riesgo que se corre actualmente es acabar en un proceso de re-regulación excesivamente intervencionista que acabe lastrando el potencial de crecimiento de las economías a través de la erosión de la naturaleza misma del negocio bancario. Preservar el binomio rentabilidad-riesgo es esencial para que el sistema financiero cumpla su función de intermediación con eficacia y posibilite el desarrollo económico y social.

Se corre el peligro de que un proceso de re-regulación intervencionista acabe “matando al mensajero”, es decir, invalide la eficacia de los indicadores de alerta temprana sobre la solidez del sistema financiero que se afirma querer construir.

Si se hubiera diseñado y aplicado, con mayor celeridad y diligencia, la regulación actualmente existente

sobre requerimientos mínimos de capital⁶ –como el tratamiento de Basilea II para los riesgos de fuera de balance o las normas contables referidas a la consolidación de los fondos de titulización– se habrían evitado algunas de las oportunidades de arbitraje regulatorio y muchos de los excesos que llevaron a la crisis.

Una inapropiada sobrereacción regulatoria desembocaría necesariamente en la creación de nuevas oportunidades de arbitraje regulatorio y alicientes para una nueva oleada de innovaciones financieras encaminadas a eludir las nuevas normas. La regulación financiera debe adoptar enfoques más modernos y adecuados que eviten promover de nuevo una ‘carrera regulatoria’ con los mercados.

A la hora de propiciar reformas regulatorias resulta más conveniente tener en cuenta los objetivos de futuro que se pretenden alcanzar más que mirar al pasado. Las

⁶ Imponer un requisito de capital a una entidad financiera –obligándola a disponer de un mínimo de recursos propios por unidad de activos– no es, en sustancia, distinto de imponer un límite a su apalancamiento, esto es, establecer un máximo nivel de deuda por unidad de recursos propios. En cualquiera de los casos, la clave de la eficacia de ambos instrumentos –con vistas a la cobertura o penalización del riesgo de insolvencia asumido– reside en la correcta definición de los activos, o “exposiciones al riesgo”, y de los “recursos propios”. La laxitud de las nociones de “exposición al riesgo” y “recursos propios” manejadas en el periodo previo a la crisis explica gran parte del escepticismo actual respecto a la eficacia de los requisitos de capital. Ni los requisitos de capital, ni los límites al apalancamiento funcionarán bien si (i) las “exposiciones al riesgo” no incluyen posiciones “de fuera de balance” susceptibles de ocasionar pérdidas y (ii) los “recursos propios” no descuentan adecuadamente pérdidas inminentes o esperadas, debidas, por ejemplo, a pasivos contingentes o al deterioro previsible de la situación macroeconómica.

reformas de la regulación financiera deben procurar incentivos para que se produzca en los mercados un necesario proceso de autocorrección con los siguientes objetivos:

- Que las entidades financieras mejoren la calidad de sus modelos de gestión del riesgo.
- Que las entidades financieras desarrollen sus actividades bajo una supervisión eficaz, con independencia de su naturaleza jurídica y de la jurisdicción en la que se encuentren. Este objetivo implica una mejora en la calidad de la regulación y de la supervisión financiera para que su valor añadido se perciba con mayor nitidez por todos los participantes en los mercados.
- Que las entidades financieras adopten estrategias y modelos de negocio que promuevan una mayor estabilidad financiera al internalizar la contribución de sus actividades al riesgo sistémico.

El gran reto de la reforma regulatoria es proporcionar incentivos para un comportamiento prudente de los diversos partícipes en los mercados financieros no sólo desde la óptica de la solidez individual (enfoque microprudencial) sino, sobre todo, desde la óptica de la solidez del sistema financiero en su conjunto (enfoque macroprudencial). El objetivo último debe ser que el riesgo sistémico se mantenga en cotas aceptables, proporcionales a los rendimientos esperados obteni-

dos en términos de bienestar y crecimiento económico sostenible.

3.1. El control del riesgo sistémico: un nuevo pilar macroprudencial en los requerimientos mínimos de capital

Los elementos precursores y de transmisión de la crisis durante 2007 y 2008 han puesto de manifiesto la existencia de estrategias, productos y actividades financieras que comportan riesgos sobre el conjunto del sistema que van más allá de su impacto potencial sobre la situación patrimonial de quien las realice.

La actual regulación prudencial está centrada casi en exclusiva en la situación particular de solvencia de cada una de las entidades financieras. No atiende adecuadamente ni a sus interrelaciones ni a la generación de externalidades sobre el conjunto del sistema financiero, lo que provoca la acumulación de excesiva de riesgo sistémico.

Uno de los mayores retos a los que se enfrenta actualmente la regulación financiera es trasladar los análisis sobre la acumulación de riesgo sistémico a instrumentos de regulación microprudencial. Para ello proponemos que todas las instituciones financieras que desarrollen actividades que contribuyan significativamente al aumento del riesgo sistémico estén sometidas a un nuevo pilar macroprudencial dentro de la normativa de solvencia.

Este pilar adicional se superpondría a los actuales tres pilares de los estándares internacionales de regulación sobre requisitos mínimos de capital⁷.

Los requisitos de capital exigidos en este nuevo cuarto pilar macroprudencial serían proporcionales a la contribución marginal de cada actividad o producto financiero al riesgo sistémico global.

Un mayor requerimiento de capital sobre aquellas estrategias bancarias que contribuyan a la acumulación de un mayor riesgo sistémico actuaría como un potente elemento disuasorio para su realización⁸. Resultaría disuasorio porque las entidades financieras consideran que la financiación mediante capital resulta más costosa o difícil de lograr que la financiación con instrumentos de deuda.

El uso de los requisitos de capital con este propósito disuasorio resulta mucho menos problemático que la introducción de un sistema de impuestos, ya que no

⁷ Pilar 1: requisitos mínimos de capital. Pilar 2: evaluación supervisora microprudencial. Pilar 3: disciplina de mercado. Proponemos por tanto la creación de un cuarto pilar: requisitos macroprudenciales.

⁸ Nótese que la introducción de un cuarto pilar macroprudencial en la regulación no implica necesariamente una elevación de los requisitos mínimos de capital totales resultantes para el conjunto del sistema ya que opera como un factor de modificación de las cargas relativas de capital para las diferentes actividades y productos financieros. No obstante, la evidencia de esta crisis sugiere la conveniencia de que en los momentos de auge cíclico el sector financiero en su conjunto opere con niveles mayores de capitalización.

tiene implicaciones recaudatorias y, por tanto, hace menos probable que acabe alejado de su finalidad. Resulta también más fácil de delegar a las autoridades financieras y, sin duda, facilita su coordinación entre distintas jurisdicciones nacionales.

La especificación y calibración de este cuarto pilar en la normativa prudencial debiera ser una de las prioridades en la agenda de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*) surgido a raíz de la reunión de líderes del G-20 de abril de 2009 en Londres.

El reto técnico más importante al que se enfrentaría el Consejo de Estabilidad Financiera en este ámbito consistiría en el perfeccionamiento de la regulación prudencial –bajo un sistema de inspección y sanción de coste razonable– que permita cubrir de manera adecuada los riesgos microprudenciales y desincentive la acumulación de un riesgo sistémico excesivo.

Una vez establecida la aportación de las actividades de cada entidad financiera al riesgo sistémico global, la catalogación de las entidades como sistémicamente importantes –lo que resulta relevante a la hora de articular planes de rescate contingentes y asignar de forma óptima los recursos inspectores– quedaría en gran parte resuelta.

Recuadro 1. Desarrollos técnicos de un cuarto pilar macroprudencial en la normativa sobre recursos propios mínimos de las entidades financieras

El desarrollo de esta propuesta requiere ciertos desarrollos analíticos para medir de forma objetiva la contribución marginal de las decisiones y productos financieros al riesgo sistémico. Sin ánimo de ser exhaustivos, consideramos que la agenda de trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera debería centrarse en los siguientes aspectos:

- **Los desajustes de plazo entre activo y pasivo y la dependencia de la financiación mayorista**

Los desajustes de plazo pueden tener consecuencias sistémicas no bien internalizadas por las entidades financieras. El desajuste entre los plazos del activo y el pasivo en los bancos de EE.UU. que practicaban el modelo “originar para distribuir”, así como el de los bancos tradicionales globalizados no era mucho mayor que en los bancos tradicionales de hace décadas. Se trataba, eso sí, de un desajuste peor medido, por la falta de transparencia; más descuidado, por la creencia unánime de que al menos en los países desarrollados los mercados monetarios nunca fallarían, y, seguramente, mucho más peligroso.

Habría que desarrollar métodos para evaluar los riesgos asociados a los riesgos de refinanciación y de liquidez. Los costes esperados de mantener la red de seguridad que protege al sistema de los pánicos podrían rebajarse sustancialmente. Sería necesario para ello realizar reducciones relativamente pequeñas (i) de los desajustes de plazos acumulados por el sistema y (ii) de la dependencia de la financiación mayorista de corto plazo.

Una solución práctica sería imponer a las entidades financieras requerimientos de capital proporcionales a los pasivos mayoristas de corto plazo ponderados por el desajuste de plazos entre

Pasa a la página siguiente

Viene de la página anterior

el activo y el pasivo. Esta solución proporcionaría un esquema más flexible y menos distorsionador que un crudo límite cuantitativo a los desajustes de plazos o al volumen de financiación mayorista.

- **Normas de comercialización y negociación de activos de titulación, derivados de riesgo de crédito y otros productos no estandarizados OTC**

Para evitar caer en excesos regulatorios que limitasen la innovación, habría que incentivar la estandarización y la creación de mercados organizados pero sin aspirar a prohibir o eliminar la operativa *over the counter* OTC⁹. Esto podría lograrse imponiendo mayores requisitos de capital a las posiciones en activos no estandarizados o considerados sistémicamente más arriesgados. Es un procedimiento sencillo, con escasos costes de aplicación y verificación. Es un ejemplo de regulación inteligente, no prohibitiva, que persigue hacer atractivos y rentables los comportamientos socialmente responsables ante la presencia de externalidades. No prohíbe conductas –que pueden ser incluso racionales individualmente– ni impone aprobaciones regulatorias previas a la innovación, sino que incentiva las mejores prácticas.

⁹ La estandarización, emisión o negociación en mercados organizados, la vigilancia de las posiciones cruzadas y las actividades de una cámara de compensación no son gratis. Además de costes organizativos obvios, cabe mencionar posibles costes en términos de flexibilidad, incentivos a la innovación financiera, incentivos a la generación de información, trabas a la competencia, problemas asociados a una posible centralización de operaciones en un mercado bajo la jurisdicción de un país concreto e inaccesible al control de los restantes supervisores nacionales. También existe el riesgo de que, tras asumirse estos costes, el resultado sean unos productos o mercados tan encorsetados que se fomente implícitamente una nueva oleada de innovaciones financieras basadas, otra vez, en operaciones ‘*over-the-counter*’ (OTC) e instituciones paralelas que buscan escapar a la regulación.

3.2. El control del riesgo sistémico: un mecanismo de garantía para los mercados monetarios contra las crisis sistémicas

Una de las lecciones de esta crisis es la mayor inestabilidad de la financiación mayorista en los mercados monetarios en comparación con los depósitos tradicionales. La evolución de la crisis sirve muy bien para ilustrar este punto. Las noticias negativas durante el verano de 2007 y las dudas y falta de transparencia con respecto a la distribución por entidades de las pérdidas ocasionadas por los activos tóxicos iniciaron un neo-pánico bancario a escala global. Este pánico se concretó en la paralización de los mercados monetarios, que son parte fundamental del nexo de unión entre unas entidades bancarias más globalizadas e interconectadas que nunca.

A través de la iliquidez de los mercados monetarios se hizo patente el elevado nivel de riesgo sistémico acumulado. El riesgo de sufrir pánico en las entidades que se financian con pasivos líquidos para invertir en activos ilíquidos se debe a la naturaleza auto-confirmable de esos pánicos y a su poder destructivo. La pérdida súbita de la confianza de los financiadores puede llevar a retiradas de depósitos y a dificultar la renovación de la financiación mayorista de corto plazo, lo que finalmente desemboca en problemas de solvencia.

Los mercados monetarios se han mostrado hoy imprescindibles para asegurar la liquidez internacional y

el eficiente funcionamiento internacional de los sistemas de pagos. Así, uno de los retos planteados por la crisis es el de proporcionar un mecanismo estabilizador para los mercados monetarios mayoristas que los inmune frente a los pánicos con el objetivo de mantener su funcionamiento en caso de crisis sistémica y evitar que se conviertan en mecanismos de contagio masivo.

El objetivo es de alguna manera análogo al que se pretendía alcanzar con los fondos de garantía de depósitos con respecto a la financiación minorista¹⁰. Evidentemente la naturaleza institucional de los inversores en los mercados mayoristas hace imprescindible que el mecanismo de garantía sea de naturaleza diferente. No se trata de asegurar el valor de los activos y mucho menos de garantizar que los inversores no pierdan dinero, pero sí de evitar el contagio y la propagación de los problemas bancarios a instituciones solventes.

El mecanismo de garantía tendría una naturaleza contingente, es decir, sólo podría activarse ante una crisis sistémica y en ningún caso por problemas de liquidez en entidades individuales.

¹⁰ Históricamente, los problemas potenciales de liquidez de las entidades financieras se intentaban corregir obligándolas a mantener un porcentaje abultado de reservas. Con el desarrollo del sistema financiero y la modernización de la regulación, este tosco mecanismo fue sustituido por instrumentos más sofisticados como (i) la suspensión de la convertibilidad, (ii) la provisión de liquidez por parte del prestamista de última instancia, y (iii) el seguro de depósitos. Gradualmente, casi todos los países desarrollados adoptaron un sistema explícito de garantía de los depósitos minoristas, aunque de naturaleza muy diferente entre ellos.

Para la activación del mecanismo de garantía sería preceptivo un informe del Consejo de Estabilidad Financiera en el que, sobre la base de unos indicadores objetivos preestablecidos¹¹, se determinase la situación de crisis sistémica en alguno de los mercados monetarios de las principales divisas mundiales. La definición de estos indicadores y el protocolo de realización de los informes deberían incluirse en la agenda de trabajo de los organismos financieros internacionales.

La activación del mecanismo de garantía establecería automáticamente la cobertura pública temporal de todos los pasivos bancarios mayoristas de corto plazo y el acceso a liquidez de emergencia. Estas coberturas estarían disponibles exclusivamente para aquellas entidades financieras que se encuentren sometidas a los requerimientos adicionales de capital resultantes de la aplicación del cuarto pilar macroprudencial propuesto en el apartado anterior.

El coste adicional de los requerimientos de capital del cuarto pilar macroprudencial no sólo actuaría como mecanismo desincentivador de la acumulación excesiva de riesgos, sino de forma similar a una prima de seguro, esto es, anticipando parte del coste de las crisis bancarias. Se generan así incentivos para evitar arbitrajes

¹¹ El uso de los diferenciales de rentabilidad en los mercados monetarios, como el LIBOR-OIS *spread*, como indicadores de tensión en los mercados monetarios ha sido recurrente durante esta crisis, y podría ser útil a estos efectos.

regulatorios e intentos de escapar del paraguas regulatorio en los tiempos de bonanza.

La activación de la garantía sólo en casos de crisis sistémica y nunca por problemas de liquidez individual prácticamente elimina los costes de pérdida de disciplina de mercado y de generación de ‘riesgo moral’ que implican en general los mecanismos públicos de garantía.

La eficacia del mecanismo para la prevención de pánicos en los mercados monetarios recae, en última instancia, en el conocimiento previo y en la credibilidad del compromiso público de extensión de garantías a los pasivos bancarios.

Hay que tener siempre presente que, en el caso de crisis sistémicas, los prestamistas de última instancia son los contribuyentes. No hay balance ni cuenta de resultados de un banco central que aguante las magnitudes de intervención necesarias para afrontar una crisis sistémica sin que se comprometa seriamente su futuro.

En el caso de la Unión Europea es una obviedad que no existe un contribuyente europeo, sino contribuyentes nacionales. Pero una lección de esta crisis es que en un área económicamente tan integrada como la UE la solvencia del sistema financiero en su conjunto es, en gran medida, un bien público.

Para asegurar una óptima asignación de responsabilidades y cargas, el reparto del volumen total de garantías públicas entre los gobiernos participantes en el mecanismo debería estar en proporción a la contribución de las entidades financieras de sus países al riesgo sistémico. En términos prácticos, estas proporciones se podrían calcular sobre la base de los requerimientos de capital exigidos por el cuarto pilar macroprudencial.

Aunque sería deseable una implantación internacional coordinada de un mecanismo de este tipo, consideramos que este mecanismo de garantía sería especialmente importante para avanzar decididamente en Europa en la construcción de un mercado financiero único que potencie los beneficios derivados de la moneda única.

Este mecanismo de garantía incorpora, en forma de reglas conocidas a priori, gran parte de la actuación que de forma descoordinada, improvisada, atrasada y no anticipada llevaron a cabo las autoridades financieras en otoño de 2008 para evitar el colapso de los mercados monetarios. Además, contribuiría a crear un nuevo sistema de regulación y gestión de crisis basado en reglas creíbles y conocidas, lo que permitiría restaurar la predictibilidad de las actuaciones públicas y generar confianza.

Mitigar la probabilidad e impacto de futuras crisis financieras exige que las actuaciones públicas sean pre-visibles, generen confianza y, precisamente por ello, resulten eficaces.

3.3. Mejor gobierno corporativo e incentivos a largo plazo en la remuneración de los directivos

El problema con las remuneraciones de los directivos de algunas entidades financieras no es su magnitud, por escandalosos que puedan parecer algunos episodios ocurridos en entidades que han tenido que recurrir al apoyo financiero público. Intentar reabrir ahora debates superados décadas atrás sobre retribuciones pretendidamente justas o injustas del trabajo o del ahorro con criterios morales no resulta de mucha utilidad. El problema ha estado en un sistema de incentivos que hacía recaer el foco de la gestión excesivamente en el corto plazo. Un sistema que permitía obtener beneficios personales a través de la remuneración variable, antes de que el resultado completo de las operaciones se hubiera materializado.

Los sistemas de retribución de los ejecutivos habrán de revisarse para incentivar unos comportamientos más prudentes que atiendan a las implicaciones de largo plazo de sus decisiones de gestión. Las propuestas en este ámbito son:

- Alentar el buen gobierno de las entidades financieras para conseguir una mayor participación de los accionistas en la determinación de las condiciones salariales de los gestores.

- Y promover la más absoluta transparencia en las decisiones que afectan a la retribución completa, salarial y no salarial, de los gestores.

Las reglas intervencionistas rígidas o los límites cuantitativos, además de generar incentivos para esquivarlas, desconocen la realidad del funcionamiento del mercado internacional de ejecutivos y corren el riesgo de provocar la fuga del talento hacia sectores más opacos en sus remuneraciones, todo lo cual va en contra del principio de aumentar la transparencia.

Debería promoverse un estándar voluntario de buen gobierno corporativo consistente en ampliar en los contratos el límite efectivo de responsabilidad pecuniaria de la alta dirección mediante el establecimiento de un desfase de algunos años para la liquidación de las remuneraciones variables que superen un cierto porcentaje de la retribución fija.

Las remuneraciones pendientes de cobro acumuladas en esa ventana temporal deberían depositarse en otra entidad financiera y servirían para hacer frente a las pérdidas en caso de insolvencia en la entidad administrada o de manifestación de problemas financieros graves.

La potencial reversión de estos fondos a la propia entidad financiera constituye un aspecto cuantitativamente poco relevante, pero de gran valor simbólico y

didáctico en estos momentos en que el populismo utiliza estos episodios para minar la credibilidad de la economía de mercado ante la opinión pública.

3.4. Mejorar la calidad y el uso regulatorio de las calificaciones crediticias

Las agencias de calificación han aparecido ante la opinión pública como las grandes culpables de la crisis. A esta imagen ha contribuido que el mercado está dominado por sólo tres grandes agencias anglosajonas y que el precio del servicio lo pagan los propios emisores de los activos a calificar.

Han sido acusadas de no haber avisado con prontitud de los riesgos y haber permitido la burbuja. Pero al mismo tiempo se les ha criticado por haber cambiado rápidamente de opinión y haber precipitado la crisis, al provocar una cadena evitable de ventas desordenadas.

La realidad es que sus metodologías de calificación –al igual que los modelos de gestión y seguimiento del riesgo de las entidades financieras o de los supervisores públicos– no estaban diseñadas para capturar el incremento en el riesgo sistémico. Existe, por tanto, un amplio margen para la mejora de la calidad de las calificaciones de estas agencias sin necesidad de un excesivo intervencionismo.

Un reto metodológico para las propias agencias de calificación consiste en enriquecer el sistema de calificaciones para contar con *ratings* bidimensionales que, además de informar sobre la probabilidad de impago de cada activo, informaran de la correlación entre los impagos individuales y una medida agregada del riesgo de impago global. Esto, además, sería una contribución útil al desarrollo de una nueva orientación macroprudencial de la regulación.

Los organismos reguladores podrían impulsar estas mejoras en la calidad de las metodologías de calificación permitiendo su uso para calcular los requerimientos mínimos de capital del cuarto pilar macroprudencial propuesto con anterioridad.

Dos propuestas adicionales para mejorar la calidad de las calificaciones serían:

- Promover una mayor transparencia en las metodologías de estas agencias de calificación a través del proceso de aprobación del uso regulatorio de sus calificaciones.
- Evitar los potenciales conflictos de interés garantizando una mayor separación entre las actividades de calificación y asesoría que desarrollan estas agencias.

3.5. Una regulación más transparente y menos procíclica

Para reforzar la transparencia en el mercado y el valor informativo de las cifras contables proponemos mantener unas normas de valoración de activos homogéneas a lo largo del ciclo, y dejar que sean las normas sobre requerimientos mínimos de capital las encargadas de la tarea de acomodar los efectos cíclicos.

Resulta incoherente defender el abandono temporal de la contabilidad a valor de mercado de algunos activos o la adaptación cíclica de sus normas de valoración, y exigir a la vez la plena transparencia y la total revelación de las pérdidas.

El cambio de normas de valoración a lo largo del ciclo produce sensación de favoritismo y genera desconfianza entre los agentes y el público. Si las normas cambian con las circunstancias, se incentiva que los agentes económicos se dediquen en tiempos de crisis a provocar cambios legales que les sean favorables más que a resolver los problemas reales de fondo.

El impacto amortiguador de la provisión anticíclica –implantada con éxito y de forma pionera en España desde el año 2000– ha demostrado a nivel internacional la necesidad de reformas regulatorias que endurezcan los requerimientos mínimos de capital durante las expansiones y se relajen durante las contracciones.

En la medida en que la acumulación de los riesgos sistémicos se realiza durante los largos periodos de bonanza resulta esperable que la incorporación de un cuarto pilar macroprudencial colabore también a la reducción de la actual prociclicidad de la normativa sobre requerimientos de capital.

Todo ello permitiría una menor expansión del crédito en épocas de auge y una menor contracción del mismo durante las crisis, mitigando así la generación de burbujas y el impacto de las crisis.

4

LA REFORMA DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA

4.1. Una supervisión con mecanismos de alerta temprana y con mayor capacidad anticipatoria

El objetivo de la supervisión financiera es garantizar la salud del sistema, evitar la aparición de problemas de liquidez y solvencia en las instituciones y, cuando éstos se produzcan, evitar su contagio y la propagación del riesgo sistémico.

El sistema de supervisión financiera se concibe y se justifica para detectar preventivamente problemas en las entidades y poder exigir a tiempo comportamientos correctivos. El gran reto consiste en generar instrumentos para facilitar una gestión temprana y eficaz de las crisis financieras. Toda la evidencia disponible subraya que el coste fiscal y económico es menor cuanto antes se pongan en marcha medidas correctoras o de saneamiento.

Garantizar una actuación supervisora preventiva eficaz requiere un sistema de alerta temprana que proporcione información en tiempo real sobre la situación financiera de las entidades supervisadas y sobre su evolución previsible. Para ello se necesita:

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

- Un adecuado sistema de inspección y de obtención de información periódica.
- Un sistema de supervisión in situ, con presencia física regular y/o continuada de los supervisores en las instalaciones de los supervisados. Esto, lejos de ser una intromisión excesiva, constituye un valor añadido de prudencia y de solvencia. Esta lección debería ser recogida en los principios internacionales de supervisión que surjan de la presente crisis.
- Un análisis permanente de la evolución previsible de la solvencia de las entidades supervisadas ante distintos escenarios futuros macroeconómicos y de los mercados financieros. Proponemos que lo que se ha dado en llamar ejercicios de *stress test* dejen de ser una imposición extraordinaria para tiempos de crisis para pasar a formar parte habitual de una actividad supervisora más moderna.

La clave del éxito de una supervisión más preventiva está en diseñar planes de respuesta que:

- Sean graduales en sus penalizaciones.
- No contemplen sólo la sanción de cierre del negocio y remoción de los administradores.
- Establezcan un sistema de incentivos a actuar prudentemente en la gestión, sobre todo en tiempos de

bonanza que es cuando suele realizarse una excesiva asunción de riesgos.

Pero las intervenciones seguirán inevitablemente siendo necesarias. Por ello hay que facilitar que puedan adoptarse con suficiente celeridad y seguridad jurídica para todas las partes, incluido el supervisor, sus colaboradores y, por supuesto, los propios supervisados.

La independencia del supervisor, su imparcialidad, la igualdad de trato y, sobre todo, la aplicación de criterios técnicos que sean conocidos de antemano, deben actuar como garantía de los derechos de los supervisados en una decisión tan importante como la intervención de una entidad financiera.

Construir un sistema eficaz de supervisión implica siempre un equilibrio delicado entre:

- Los derechos de control de las entidades financieras a cargo de sus dueños cuando la solvencia de la entidad no está en peligro, esto es, cuando hay ausencia de fallido.
- Y los principios de intervención pública para salvaguardar los legítimos intereses de los ciudadanos cuando los ahorros de los depositantes están en peligro por la eventual insolvencia de la entidad.

Una lección de esta crisis es que *ex ante* la propia definición de fallido –tradicionalmente un valor patrimonial negativo– debería precisarse más y ampliarse para incluir aquellas circunstancias objetivas que justifican una actuación anticipatoria del supervisor, como aquellas que constituyen una amenaza patente, aunque quizás no inmediata, a la solvencia de la entidad o a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Este planteamiento exigiría aumentar aún más las obligaciones de transparencia de los supervisores. La contrapartida de una inevitable discrecionalidad sólo puede ser la plena transparencia y la rendición de cuentas *ex post*, no tanto jurídica como, sobre todo, política.

4.2. Mejorar la eficacia y los incentivos en los planes públicos de rescate

Pese a todos los planteamientos y propuestas anteriores para mejorar la calidad de la regulación y de la supervisión, por mucho éxito que tengan, seguirá siendo necesario poner en marcha planes de rescate si una crisis futura –por poco probable que sea– constituye una amenaza suficientemente grave para el sistema.

Para evitar márgenes de incertidumbre sobre la actuación de los poderes públicos sería conveniente que sus acciones en el rescate de entidades financieras se constituyeran como planes de contingencia expresamente contemplados en la legislación financiera.

Los planes de recapitalización han de ser parte explícita de los planes de contingencia que, llegado el caso, pudieran activarse de manera temporal para garantizar la estabilidad del sistema financiero. El hecho de que se conozca de antemano su existencia y la perspectiva de su activación temprana pueden incluso mitigar la gravedad de muchas crisis potenciales.

También es cierto que la preexistencia de estos planes, si no están bien diseñados, puede generar problemas de pérdida en la disciplina de mercado y de ‘riesgo moral’ (en este caso, la adopción de riesgos excesivos por culpa de las propias expectativas de salvamento).

Siempre habrá márgenes de discrecionalidad inevitables, pero el conocimiento de las consecuencias personales e institucionales derivadas de la asunción excesiva de riesgos debería ser un buen desincentivador de comportamientos irresponsables. Consecuencias que habrán de precisarse con respecto a las posibilidades y modalidades de intervención, a las responsabilidades de los gestores, y al coste que deben asumir los accionistas y tenedores de bonos.

Las intervenciones en tiempos de crisis han de seguir el principio básico de premiar al prudente, de beneficiar –o, cuando menos, de no perjudicar en su posición competitiva– a aquellas entidades que no han cometido excesos ni requieren apoyo con fondos públicos.

Hay serias dudas de que éste haya sido el caso en la crisis actual. Es más que posible que las recapitalizaciones generalizadas que han puesto en marcha muchos países puedan haber perjudicado a los bancos solventes en los siguientes sentidos:

- Primero, al dificultar su acceso a nuevos capitales privados, en la medida en que los inversores en momentos de incertidumbre prefieren invertir en fondos públicos o en títulos con garantía estatal.
- Segundo, al inducir al mercado a demandar a todas las entidades financieras mayores coeficientes de solvencia para cubrir los problemas previsibles en la calidad de los activos en las entidades recapitalizadas, en lugar de responder a las necesidades de desapalancamiento del conjunto del sistema financiero.
- Y tercero, al permitir mayores crecimientos del crédito a entidades recapitalizadas con fondos públicos en detrimento de la cuota de mercado de las entidades bien gestionadas.

En los planes de rescate de entidades insolventes surge una excelente oportunidad para premiar al prudente mediante la subasta de depósitos, de activos financieros o de redes de sucursales de las entidades fallidas. Poner parte de los activos de las entidades fallidas en manos de las entidades financieras supervivientes a un precio competitivo puede constituir un justificado premio

a la prudencia. Este es un argumento adicional para huir de los incentivos indiscriminados a la fusiones entre instituciones o a las recapitalizaciones generalizadas, instrumentos favoritos de muchos gobiernos porque evitan dar explicaciones y sirven para esconder la verdadera magnitud del problema.

Habría sido deseable que las reuniones del G-20 hubieran entrado a fondo en el diseño de una estrategia coordinada de rescate de entidades financieras. Sería conveniente un amplio acuerdo internacional en este tema, pues hay que evitar las externalidades negativas que para el conjunto del sistema tienen las medidas nacionales descoordinadas y mal diseñadas.

Habría sido también deseable que, al menos en el ámbito de la Unión Europea –y sin duda en la Unión Monetaria–, este tema se hubiera abordado más allá de vagas declaraciones de principios sobre la necesidad de evitar el proteccionismo financiero y de compatibilizar el apoyo al sector financiero con la doctrina europea de ayudas públicas.

Los episodios de nacionalismo financiero que han inducido los planes nacionales de rescate son especialmente preocupantes en una Unión Monetaria, y deberían mover a la Unión Europea a convenir con urgencia unas reglas claras sobre las ayudas estatales al sector financiero en momentos de crisis y hacerlas cumplir.

Las crisis bancarias requieren siempre la recapitalización de las entidades afectadas para evitar que sus pérdidas sean asumidas por los ciudadanos que han depositado allí sus ahorros.

Los fondos para la recapitalización pueden provenir de:

- Otros inversores locales. Lo que sólo ocurre en el caso de episodios aislados de problemas en alguna institución por mala gestión de sus directivos.
- Inversores internacionales. Lo que suele ser habitual en crisis nacionales producidas por problemas macroeconómicos.
- Dinero público. Cuando ninguna de las dos fuentes anteriores está disponible en magnitud suficiente por problemas de información e incentivos.

Las entidades financieras no han sido capaces en esta crisis de cubrir plenamente sus necesidades de nuevo capital a través de los mercados debido a:

- La extensión internacional de la crisis y su concurrencia en el tiempo en prácticamente todos los países desarrollados.
- La falta de transparencia sobre la distribución por entidades de las pérdidas derivadas de los ‘activos tóxicos’ y su impacto a medio plazo sobre su solidez financiera.

En crisis de esta naturaleza el prestamista de última instancia es el contribuyente. Esto ha desembocado en la necesidad de orquestar planes de rescate públicos.

Evitar futuros colapsos de los mercados monetarios como los que se produjeron en otoño de 2008 exige clarificar con prontitud la situación de solvencia de las diferentes entidades financieras y asegurar la solidez del sistema en su conjunto.

Las garantías públicas otorgadas a las emisiones de nuevos pasivos bancarios que actualmente apuntalan el sistema tienen un carácter temporal. Su prolongación en el tiempo supondría un riesgo para la confianza ciudadana en la solidez intrínseca del sistema financiero.

Resulta imprescindible abordar en todos los países, con transparencia y decisión, la recapitalización definitiva del sistema financiero. Mientras el sistema financiero no esté adecuadamente capitalizado no podrá restaurarse la confianza y un flujo crediticio que alimente una recuperación económica pujante y sostenible.

Las estrategias de recapitalización deben tener un triple objetivo:

- Restaurar la solidez y confianza en las entidades financieras.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

- Proteger los legítimos intereses de los depositantes y contribuyentes.
- Proveer al mercado de información creíble sobre la viabilidad a medio plazo de los modelos de negocio de las distintas entidades financieras.

La carencia de esta información creíble ante los primeros episodios de pérdidas en las entidades financieras como consecuencia de las hipotecas *subprime* fue uno de los elementos que propiciaron la rápida propagación de la crisis a través de un mecanismo de selección adversa que colapsó los mercados de financiación mayorista.

Recuperar un funcionamiento normal de los mercados exige la revelación plena de esta información, que debe complementar a la que procede de la publicación de los ejercicios de *stress test* a cargo de los supervisores.

Por todo ello proponemos la elaboración por parte del Consejo de Estabilidad Financiera de unas recomendaciones para la inmediata aplicación de un plan coordinado de restauración de la solvencia en el sistema financiero internacional que atienda a los siguientes principios:

- Total transparencia en el uso de los fondos públicos: tanto en los criterios y modalidades de aportación de fondos públicos como en el volumen de fondos públicos necesarios y su distribución por entidades.

- Utilización de valoraciones transparentes mediante procesos competitivos. Se debe evitar, en los procesos de recapitalización de entidades, la aplicación de criterios de valoración poco transparentes o arbitrarios que provoquen una transferencia de recursos públicos hacia los gestores o accionistas responsables del deterioro de la solvencia.
- Eficiencia en el uso de fondos públicos. La ingente tarea de restaurar la solvencia del sistema financiero internacional con las mermadas fuerzas de unas cuentas públicas tensionadas exige focalizar las ayudas, buscar el máximo impacto de cada actuación y evitar las actuaciones indiscriminadas.
- Máxima protección de los contribuyentes. Implica la exigencia de responsabilidades a los antiguos gestores, su eventual sustitución y una asunción de las pérdidas por los propietarios. Además, el sector público debe gozar de prelación en la retribución de su participación en las entidades recapitalizadas.
- Mínima intromisión política en la gestión de las entidades. Mantener la gestión de las entidades financieras alejada de las presiones políticas es una garantía de eficiencia en el uso de los recursos y minimiza las tentaciones de proteccionismo financiero.
- Necesidad de una clara estrategia de salida. Sólo con una estrategia predefinida, clara y conocida de

salida del sector público de las entidades financieras podrá restaurarse la confianza ciudadana en el sistema.

A la luz de estos principios proponemos que en los programas de recapitalización se utilicen esquemas de colaboración público-privada. En ellos, los fondos públicos se destinarían a suplementar la recapitalización de aquellas entidades que –a pesar de sus actuales problemas de solvencia– consigan demostrar en el mercado que poseen un modelo de negocio y una estrategia viable y rentable a medio plazo.

La mejor señal disponible sobre la viabilidad futura de una entidad es que nuevos inversores privados estén dispuestos a arriesgar su dinero tras el preceptivo proceso de revisión de su situación financiera.

Los capitales privados, que en las actuales circunstancias de incertidumbre no están disponibles en magnitud suficiente para abordar este proceso de recapitalización, serían atraídos al mismo a través de un compromiso explícito del sector público de apalancar o suplementar las aportaciones privadas a las entidades recapitalizadas. Si ningún inversor privado está dispuesto a invertir su dinero en una entidad con problemas, el Estado debería proceder a su liquidación ordenada, transparente, aplicando mecanismos de mercado y garantizando, en todo caso, los legítimos intereses de sus depositantes.

La entrada del sector público en las entidades recapitalizadas, que debería realizarse siempre en compañía de inversores privados, podría instrumentarse a través de la compra de participaciones preferentes. El mecanismo se cerraría con el compromiso del sector público de vender estas participaciones preferentes en condiciones de mercado a favor de inversores privados cuando las circunstancias lo permitan. Esto actuaría como vía de salida y de restitución al sector público de sus fondos.

La aplicación de estos mecanismos eficientes de colaboración público-privada exige la remoción de los actuales obstáculos que limitan o impiden la entrada de los inversores privados en el capital de algunas entidades financieras. En particular, en el caso de las Cajas de Ahorros españolas, se hace imprescindible dotar a las cuotas participativas de derechos políticos y reformar la configuración de sus Órganos Rectores para asegurar un gobierno corporativo que responda a criterios de eficiencia económica sin injerencias políticas.

La aplicación del principio de eficiencia en el uso de los fondos públicos implica, en particular, que éstos no deban destinarse a:

- Mantener operativas entidades financieras con problemas de solvencia e incapaces de demostrar en el mercado su viabilidad futura. Se trata de los conocidos como bancos *zombies*, que lastrarían el proceso de recuperación económica. Para éstos sería necesario

poner en marcha un mecanismo ordenado de liquidación que proteja los intereses de los depositantes y que –a través de la subasta de sus activos, pasivos y red de sucursales– sirva además para premiar la prudencia de las entidades supervivientes.

- Mejorar la situación de entidades financieras viables que carezcan de problemas actuales de solvencia. Estas entidades, en un esquema de saneamiento de ‘activos tóxicos’, tendrían también incentivos a usar el dinero público para mejorar su situación. Los fondos públicos, que son escasos, deben destinarse allí donde su uso tenga mayor impacto dadas las importantes necesidades de recapitalización en partes del sistema financiero.

La aplicación del principio de eficiencia en el uso de los fondos públicos descarta también las recapitalizaciones generalizadas y los incentivos públicos indiscriminados a las fusiones entre entidades financieras, ya que suponen una innecesaria transferencia de fondos públicos allí donde no son necesarios para asegurar la solidez del sistema. El incumplimiento de este principio puede poner en riesgo el éxito final de los planes de rescate al distraer recursos de donde realmente son imprescindibles.

Mientras no se focalicen los esfuerzos y se permita una necesaria discriminación en el mercado sobre la situación y viabilidad de las diferentes entidades, el sis-

tema financiero no podrá ejercer eficientemente su función de canalización del ahorro que resulta imprescindible para una recuperación económica vigorosa y sostenida.

No tiene sentido afirmar que no se liquidará ninguna entidad financiera. Tendrán que liquidarse todas aquellas que no sean viables.

En el esquema de colaboración público-privada propuesto, las entidades financieras solventes se erigirían como potenciales inversores privados que –con la ayuda suplementaria de los fondos públicos– recapitalizarían aquellas entidades que presentan problemas de solvencia pero que resultan viables a medio plazo. Esta actuación garantizaría que la necesaria reordenación y reestructuración del sistema financiero se haga atendiendo a criterios de eficiencia económica, sin injerencias políticas y premiando a aquellas entidades que han desarrollado una gestión más prudente y adecuada.

4.3. El reto de las entidades financieras “demasiado grandes para ser rescatadas”

Durante la presente crisis se han puesto de manifiesto los problemas relacionados con el salvamento de grandes instituciones financieras internacionales que operan a nivel internacional. El caso más extremo es el de las instituciones que son “demasiado grandes para ser rescatadas” por razón de su excesivo tamaño con respecto al PIB de la economía del supervisor de origen.

En concreto, y pese a lo que puedan establecer los vigentes acuerdos internacionales, en esta crisis ya ha habido casos de países que han renegado a posteriori de sus obligaciones para con los depositantes de otros países. La renegociación entre los gobiernos afectados puede generar retrasos e incertidumbres con consecuencias fatales para el rescate. Suponen, en cualquier caso, una inseguridad alarmante sobre el reparto de los costes del salvamento. Todo ello no hace sino ahondar en la crisis de confianza subyacente a la crisis financiera.

La reciente experiencia de la banca europea occidental en los países de Europa Central y del Este es una buena muestra de la creciente interdependencia macroeconómica que surge de la expansión transnacional de las entidades financieras.

Una respuesta inadecuada ante estos retos puede presionar para que la expansión internacional de las entidades financieras se realice a través de filiales (separadamente capitalizadas y supervisadas, y segregables de la matriz en caso de crisis) en lugar de a través de sucursales.

Aunque para algunas entidades financieras –en particular, los grandes bancos españoles– el cambio no tendría grandes consecuencias, para otras entidades financieras transnacionales podría significar la salida de ciertos mercados. En todo caso, el coste en términos de segmentación del mercado bancario europeo puede ser

muy alto, y la ganancia en cuanto a disminución del contagio financiero mínima.

La Unión Europea, y ciertamente la zona euro, debe avanzar de forma decidida hacia un verdadero mercado financiero sin barreras regulatorias entre los Estados miembros para:

- Minimizar los riesgos de fragmentación del mercado.
- Evitar el proteccionismo financiero.
- Dar un soporte más sólido a la moneda única e incrementar sus beneficios para todos los ciudadanos.

Para ello proponemos la elaboración de un ambicioso plan de acción que tenga como objetivo final que el euro-sistema –conformado por los bancos centrales nacionales de los países del euro con el BCE en su centro– se haga cargo de la regulación y supervisión de, al menos, aquellas entidades financieras con importancia sistémica en el área euro¹², tanto en lo referente a su solidez individual (enfoque microprudencial) como a la solidez del sistema financiero en su conjunto (enfoque macroprudencial).

¹² A diferencia de las propuestas de la Comisión Europea derivadas de las recomendaciones del informe de Larosière, proponemos que tanto la supervisión macro como la microprudencial de las entidades sistémicamente importantes queden a cargo del eurosistema de bancos centrales. En el mismo sentido que las propuestas contenidas en este informe, las propuestas del Gobierno de los EE.UU. para unas nuevas bases de la regulación financiera apuntan al fortalecimiento de los poderes de regulación y supervisión de la Reserva Federal de aquellas entidades financieras catalogadas como sistémicamente importantes.

A efectos de regulación y supervisión de entidades sistémicamente importantes, se podrán incorporar voluntariamente al eurosistema aquellos bancos centrales nacionales de los países de la UE que no formen parte del euro y que tengan encargadas labores de supervisión prudencial.

La contrapartida a esta acumulación de funciones en instituciones independientes es un marco reforzado de transparencia y rendición de cuentas, a lo que colabora un sistema de supervisión e intervención basado en reglas contingentes como las que se han propuesto a lo largo de este informe.

El eurosistema delegaría en los bancos centrales nacionales las tareas de inspección bancaria tradicional a nivel de cada entidad sistémicamente importante, pero siguiendo criterios, sistemas y procedimientos supervisores armonizados. Es decir, con un funcionamiento análogo a cómo se desarrolla la política monetaria en la zona euro.

Una precondition es que el propio eurosistema armonice a nivel normativo la regulación bancaria aplicable a todos los bancos sistémicamente importantes en la UE.

Las entidades financieras sin relevancia sistémica podrían quedar al margen de la supervisión del eurosistema y seguir bajo la supervisión de los actuales supervisores nacionales.

En esta propuesta se condensan algunas de las lecciones de esta crisis como la necesidad, por razones de estabilidad financiera, de que los bancos centrales se hagan cargo de la supervisión macroprudencial y de la vigilancia de la solidez individual de las entidades con importancia sistémica.

Una medida no arbitraria de la importancia sistémica de una entidad sería la magnitud de los requerimientos de recursos propios derivados de la aplicación de un cuarto pilar macroprudencial como el propuesto con anterioridad en este informe.

Asumir los costes y las tareas de la gestión de crisis no resulta posible si no va aparejada a tener capacidad reguladora y supervisora. El gran obstáculo para una supervisión integrada de las instituciones financieras sistémicamente importantes en el ámbito europeo es que el eurosistema tendría que contar con acceso a cantidades potencialmente elevadas de fondos públicos de los Estados miembros. Ello sería posible a través de un sistema pre acordado y vinculante de aportaciones que permitiera al eurosistema disponer de una capacidad de rescate no inflacionaria que sea creíble *ex ante*.

Para la definición del sistema de determinación de tales aportaciones –especialmente en el caso de crisis sistémicas– se pueden aplicar las soluciones propuestas para el mecanismo de garantía para los mercados monetarios.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

El objetivo final es muy ambicioso y supone un gran reto técnico y político. Por ello debe ser explicitado en un plan de acción que concite el necesario acuerdo político y en el que se concreten plazos y etapas intermedias.

5

UNA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL CON MAYOR CAPACIDAD DE RESPUESTA

Evitar guerras comerciales o carreras proteccionistas que dañarían el potencial de crecimiento de la economía mundial exige cierta coordinación internacional económica, monetaria y financiera. Esta coordinación es necesaria por la acumulación de desequilibrios macroeconómicos durante el largo periodo de bonanza previo a la crisis y por la no existencia en todos los países de un régimen de flexibilidad perfecta para los tipos de cambio.

Esta coordinación, en un mundo global, requiere instituciones sólidas, independientes y profesionalizadas que supervisen el sistema, den señales de alerta temprana cuando algún miembro no cumpla con sus obligaciones básicas y establezca recomendaciones de política económica.

A propuesta de Estados Unidos, el G-20 ha tomado un especial protagonismo en el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. La incorporación

de los grandes países emergentes a este debate se debe al reconocimiento de su importancia en la definición de soluciones que puedan ser implementadas de forma coordinada y, sobre todo, a la cuantía de las reservas internacionales que acumulan.

Desde el punto de vista de la arquitectura financiera internacional, y así lo han parecido entender los líderes del G-20, no resulta necesario crear nuevas instituciones financieras internacionales sino aprovechar mejor las capacidades y conocimientos de las ya existentes. Los cambios deberán dirigirse a:

- Mejorar su funcionamiento, gobernanza, legitimidad, efectividad y representatividad.
- Acotar y definir claramente sus funciones.
- Fortalecer la coordinación entre los organismos existentes.

De una manera no planificada está emergiendo una cierta especialización funcional de instituciones en el ámbito financiero como la que han recogido los miembros del G-20 en su reunión de abril de 2009 en Londres. El Consejo de Estabilidad Financiera asumiría el papel de forjar un cierto consenso internacional con sólidas bases técnicas sobre proyectos de reforma en la regulación y supervisión. Mientras, el FMI sería el encargado de velar por la puesta en práctica y el cum-

plimiento de estos acuerdos por la vía de las mejores prácticas y la emulación.

Aunque los problemas institucionales y organizativos de las actuales instituciones financieras internacionales son importantes, éstos resultan secundarios respecto a los problemas de fondo manifestados en la crisis, y que son:

- Una mala conducción de la política monetaria.
- Y la existencia de una regulación financiera inadecuada o mal aplicada, como consecuencia de una mala supervisión, en unos mercados financieros con una elevada interconexión.

Para superar la crisis y reducir el impacto y probabilidad de futuras crisis resulta recomendable alcanzar amplios acuerdos internacionales sobre estos temas de fondo. No obstante, sería suficiente con que los principales países y organismos sacaran las lecciones oportunas de la crisis y pusieran en marcha las medidas necesarias de reforma.

En las dos reuniones de líderes del G-20 celebradas hasta el momento se ha insistido en la necesidad de coordinación y consenso internacional, y no ha habido pronunciamientos relevantes sobre los aspectos de fondo, quizá para que no se hicieran patentes los desacuerdos.

5.1. Reforzar las capacidades del Fondo Monetario Internacional

Durante los años previos al estallido de la crisis financiera, el FMI estaba perdiendo relevancia política y financiera ante la exuberancia de los mercados privados que parecían desdeñar su papel disciplinador. Pareció encontrar acomodo en tareas menores, para las que no tenía especial preparación ni mandato internacional definido.

La crisis le ha devuelto el protagonismo perdido, y no sólo en los países emergentes. Ha servido incluso para superar debates que llevaban paralizados décadas en el Directorio¹³.

El FMI ha vuelto a cobrar protagonismo pero su adaptación a la nueva situación exige cambios en una serie de cuestiones como:

- Aumentar y redistribuir las cuotas y derechos de voto entre países.
- Revisar sus fuentes de financiación.

¹³ Este es el caso, por ejemplo, del desarrollo de nuevos instrumentos para hacer frente a las crisis como es la *Flexible Credit Line* para los países con necesidades de liquidez temporales pero que tienen políticas sólidas. A éstos se les ofrece una especie de línea abierta de crédito de utilización inmediata, sin limitaciones de cuantía y a devolver de 3 a 5 años. Esta facilidad de crédito se venía discutiendo desde 1999. Los directores del FMI se oponían a préstamos automáticos pero la crisis ha alterado su perspectiva. Tras haber sido finalmente aprobada, ha sido utilizada por México, Colombia y Polonia.

- Precisar y ampliar sus responsabilidades en tareas como la supervisión de la estabilidad macroeconómica, con el objetivo de incluir la supervisión financiera, la prevención de crisis y la elaboración de un sistema de alerta temprana.
- Ampliar el instrumental de préstamos a países con dificultades de balanza de pagos.
- Mejorar la asistencia técnica a los países que la requieran.
- Reforzar algunas de sus funciones tradicionales, como su papel de evaluación pública de las políticas de los países de importancia sistémica.
- Adaptar la estructura de la institución a sus nuevas tareas.

La evolución de la crisis y el proceso de desapalancamiento subsiguiente han dejado patente la necesidad de prestar atención creciente a la evolución de la liquidez internacional.

Las necesidades de liquidez actuales son más elevadas que en cualquier momento del pasado, y superiores a las que el FMI puede proporcionar en calidad de prestamista de última instancia, incluso tras haber triplicado su capacidad de préstamo como consecuencia de los acuerdos alcanzados en la reunión de líderes del G-20 en Londres.

En cualquier caso, la ampliación de la capacidad financiera del FMI no es la única alternativa disponible para suministrar liquidez a los mercados internacionales. Ni siquiera la más demandada. Los principales bancos centrales del mundo –la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, entre otros– han puesto en marcha un sistema de *swaps* de divisas que busca garantizar la liquidez y convertibilidad en los mercados interbancarios¹⁴.

Este mecanismo de coordinación institucional especializada, que no requiere nuevas cesiones de soberanía ni grandes reformas institucionales, ha funcionado razonablemente bien a juzgar por la ausencia durante esta crisis de graves tensiones en los mercados de cambios –tradicionalmente el mercado financiero más volátil– y por los indicios de un cierto retorno a la normalidad en los mercados interbancarios.

Con el objetivo de que el FMI pudiera disponer de recursos para operaciones de emergencia en países sin posibilidades de acceso a los mercados de capitales, proponemos realizar una reforma limitada del Convenio Constitutivo¹⁵ del FMI que le permitiera realizar *swaps* de

¹⁴ La Reserva Federal ha adelantado más de 600.000 millones de dólares en créditos a corto plazo destinados a catorce bancos centrales. El BCE y el Banco Nacional de Suiza, por su parte, han avanzado cantidades menores en Europa y están abocados a seguir haciéndolo.

¹⁵ El Convenio Constitutivo del FMI (*Articles of Agreement*) está disponible en español en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/spa/aa.pdf>

Derechos Especiales de Giro¹⁶ por divisas de aquellos países miembros del Fondo que son centrales en el funcionamiento de los mercados financieros.

También proponemos permitir que el Fondo pueda captar recursos en el mercado privado como aporte suplementario a los recursos procedentes de las cuotas¹⁷, como hace ya el Banco Mundial. Esta reforma permitiría además tener una valoración de mercado acerca de la probabilidad de éxito de los distintos programas de préstamo que desarrolla el FMI, lo que añadiría cierta disciplina del mercado a sus operaciones.

La distribución por países de las cuotas y, por tanto, de los derechos de voto en el FMI, responde fundamentalmente a razones históricas y no a su peso económico o político actual. Esto supone una fuente de problemas de legitimidad para la institución. Consciente de esta limitación, en marzo de 2008 el Consejo Ejecutivo del FMI aprobó una nueva fórmula para calcular las cuotas¹⁸. Además,

¹⁶ El Derecho Especial de Giro (DEG) es la unidad de cuenta del FMI. Es una cesta de monedas compuesta en la actualidad por 63 centavos de dólar, 41 céntimos de euro y nueve peniques.

¹⁷ El Fondo ha aprobado la emisión de bonos que puedan ser suscritos por los bancos centrales de los países miembros, lo que a diferencia de lo que sucede con las contribuciones al Acuerdo General de Préstamos, les permite seguir contabilizando las aportaciones como reservas. China y Rusia ya han anunciado que los suscribirán. Nuestra propuesta va más allá pues implicaría que el FMI emitiese títulos que pudiesen ser suscritos por inversores privados, normalmente institucionales, y que cotizarían en mercados organizados.

¹⁸ La fórmula nueva para el cálculo de las cuotas resulta de una combinación lineal del PIB a precios de mercado (con una ponderación del 30%), el PIB en paridad del poder adquisitivo (con una ponderación del 20%), la apertura comercial (30%), la variabilidad de ingresos corrientes y flujos netos de capital (15%) y las reservas internacionales (5%).

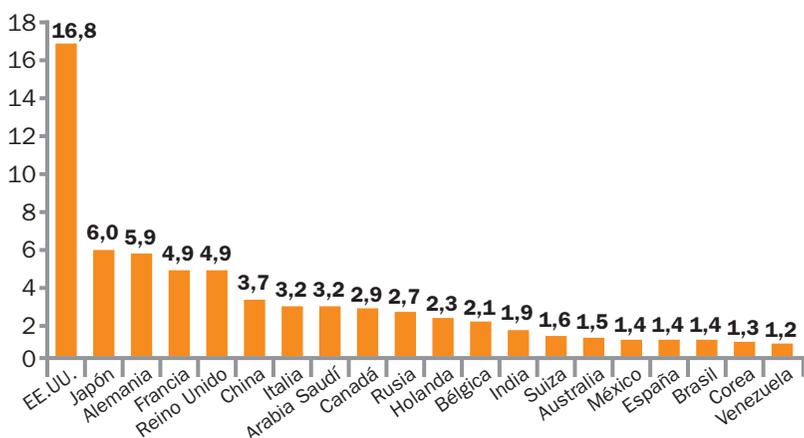
LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

se aprobó triplicar los votos básicos de cada país (que no dependen de la cuota).

Con estas reformas, los Estados Unidos mantienen el derecho de veto sobre algunas decisiones que requieren el 85% de los votos para ser aprobadas. Los cambios propuestos hasta el momento reducen el poder de voto de los países europeos del 32,5% al 30,9% pero mantienen su amplia representación en el Directorio Ejecutivo, entre 7 y 10 sillas de las 24 existentes.

El acuerdo también prevé que el proceso de asignación de cuotas sea en el futuro más dinámico mediante el recálculo de las cuotas cada 5 años. Recientemente se ha añadido el compromiso de tener cerrada una propuesta integral de renovación para enero de 2011.

Gráfico 1: Porcentaje de votos por país en el Fondo Monetario Internacional



De cara a la negociación sobre la renovación de la distribución de cuotas prevista para 2011, España debería adoptar una política clara y sostenida en defensa de sus intereses. España, a diferencia del resto de las grandes economías europeas, tiene un poder de voto en el FMI sustancialmente inferior al que le correspondería por su peso actual en la economía internacional.

Los grandes países emergentes –como China, la India, Brasil, Turquía y México– intentarán forzar una redistribución de cuotas para que sus derechos de voto reflejen en mayor medida su peso económico actual.

España debería apoyar esta redistribución de cuotas, que también mejoraría su propia representación en el FMI, ahora infravalorada. Esta posición nos permitiría ganar posiciones como aliado de los grandes países emergentes.

La pérdida de peso del resto de los grandes países europeos podría ser compensada mediante un sistema de voz única europea. Esto exige a España tener liderazgo dentro de Europa para que la posición española esté adecuadamente representada en la posición común. Un sistema de voz única conferiría a Europa un peso similar al que ahora tienen los Estados Unidos.

Lo que no parece una solución de futuro para España es aceptar resignadamente el statu quo a cambio de ser invitado de vez en cuando al grupo de los países que deciden.

En los últimos años, el Fondo ha perdido la capacidad de hacer cumplir el Convenio Constitutivo entre los propios países firmantes, en particular sus obligaciones en materia de política cambiaria. La causa es que los países infractores ya no son pequeños y periféricos, sino nucleares, como Estados Unidos, China o Brasil. No es un tema menor porque afecta a uno de los compromisos más publicitados de las reuniones del G-20: evitar el proteccionismo.

Hacer cumplir las obligaciones del artículo IV es esencial para asegurar que no se desencadene una secuencia de devaluaciones competitivas en respuesta a la crisis. La reforma del año 2007 (que introdujo en el informe anual de los países miembros conceptos como “estabilidad externa” y “desalineamiento fundamental” de los tipos de cambio) no ha sido especialmente útil. Se obviaron entonces, y retornan con fuerza ahora, cuestiones de fondo como la supervisión multilateral de los tipos de cambio. No es una discusión retórica. El desajuste entre los tipos de cambio del dólar, yuan y euro ha estado detrás del exceso de liquidez mundial y de la correspondiente burbuja financiera.

La supervisión de los distintos regímenes cambiarios y de la adecuación de sus tipos de cambio a los fundamentales económicos sólo puede desempeñarse satisfactoriamente por el Fondo Monetario Internacional si se le dota de los instrumentos adecuados. Para ello, proponemos garantizar:

- La igualdad de trato entre los distintos países.
- La capacidad del FMI para –si bien no imponer sanciones– hacer oír su voz con la energía e independencia necesarias para que los agentes privados puedan actuar en consecuencia.
- El acceso del FMI a la información relevante de los diferentes países.
- La capacidad del FMI para hacer públicas recomendaciones sin condicionamientos políticos.

Proponemos una revisión del Convenio Constitutivo del FMI para aclarar su competencia respecto a la liberalización de las cuentas de capital de los países miembros. El objetivo sería establecer que, una vez puesta en marcha la libre circulación de capitales por un país, no se pueda retroceder en este proceso aun en un contexto de crisis (de forma análoga al compromiso del G-20 con respecto a la libre circulación de mercancías).

También resulta necesario reforzar las capacidades del FMI en su función de vigilancia de la solidez de los sistemas financieros nacionales. Desde finales de los años noventa, está en vigor un programa muy ambicioso, omnicompreensivo, de chequeo y evaluación de los sistemas financieros nacionales a la luz de los estándares y mejores prácticas internacionales, conocido por sus siglas en inglés FSAP (*Financial Sector Assessment*

Program). Analiza tanto la situación de las entidades financieras privadas –liquidez, rentabilidad y solvencia– como el sistema en su conjunto –profundidad, competencia– y la calidad formal y material de la regulación y de la supervisión.

El problema es que se trata de un programa voluntario en una doble dimensión. Voluntario en cuanto a los países que participan en él, y curiosamente ninguna de las principales plazas financieras afectadas inicialmente por la crisis habían participado, y voluntario también en cuanto a la publicación de sus resultados, que queda a juicio de cada país.

Con esas limitaciones autoimpuestas, el FMI ve seriamente limitado su papel como proveedor de información estratégica relevante para la toma de decisiones por parte de inversores y ahorradores.

De ahí que para incrementar la solidez y transparencia de los sistemas financieros propongamos que:

- El FMI pueda definir su propio programa de trabajo en función de la importancia sistémica de los distintos países miembros, y de sus respectivos sistemas financieros.
- Los países miembros del FMI no puedan negarse a ser evaluados.

- Sea obligatoria la publicación de los resultados de las evaluaciones.

Esta propuesta comportaría también la necesidad de dotar al FMI de los medios humanos y materiales para cumplir esta función con solvencia, puntualidad y precisión, lo que supone abordar la cuestión de la cobertura de los gastos operativos de la institución.

El FMI es una organización que, al no poder generar recursos propios en los tiempos de bonanza económica internacional, está condicionada en su independencia por las decisiones presupuestarias de los países miembros.

Con el aumento –derivado de la crisis– de la demanda de fondos del FMI, de las peticiones de ayuda y el creciente número de programas, se resuelve transitoriamente el problema estructural de financiación del FMI, al incrementarse los ingresos procedentes de los préstamos que concede a los países. De hecho, ahora el problema urgente es la falta de personal cualificado para hacer frente a tanto programa.

Pero la debilidad estructural permanece, salvo que pensemos en una organización sólo necesaria en tiempos de crisis, lo cual sería un error. Es precisamente en los momentos de bonanza cuando debe extremarse la vigilancia para la detección de un aumento del riesgo sistémico y debe garantizarse un análisis independiente. Tareas en las que el FMI no tiene fácil sustituto.

5.2. Mayor efectividad en la fijación de estándares regulatorios y supervisores

Más que por su papel como banco de bancos centrales, la importancia del Banco de Pagos Internacionales (BIS) en la arquitectura financiera internacional viene dada por la relevancia que tienen los estándares que se establecen en los comités que auspicia¹⁹ y que se aplican luego voluntariamente por los distintos países.

El mejor ejemplo es el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y los Acuerdos sobre la regulación de capitales mínimos conocidos como Basilea I y su reforma, Basilea II. Estos estándares no tienen poder vinculante, pero se han convertido en la normativa internacional que de facto ha de ser cumplida por los bancos internacionalmente activos. Tanto la Unión Europea, los Estados Unidos como la gran mayoría de los países, incluida China, han aprobado legislación interna para hacer efectivas estas recomendaciones.

Los Acuerdos de Basilea, al margen de su mayor o menor acierto técnico, son un buen ejemplo de auténtica cooperación internacional efectiva y voluntaria sobre la base de ir creando consensos técnicos que acaban trasladándose a las legislaciones nacionales.

¹⁹ El BIS auspicia el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité de los Sistemas Financieros Globales y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación. Los tres comités participan en el Consejo de Estabilidad Financiera.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el FMI son dos organizaciones antitéticas. La primera no tiene capacidad normativa alguna y sus funciones no implican ninguna cesión de soberanía nacional, pero se ha ido labrando su espacio en el concierto internacional por su eficacia y especialización. El FMI siempre ha pensado que las funciones del BIS y de los Comités que auspicia son de su competencia, pero la complejidad técnica y el impacto a largo plazo de algunas de las cuestiones planteadas por la actual crisis recomienda mantenerlas a un nivel técnico y alejado del debate político coyuntural.

Con todas sus limitaciones, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es, sin duda, la referencia internacional en materia de regulación bancaria. Le ha ayudado mucho que las discusiones tengan lugar entre funcionarios especializados de las autoridades monetarias y supervisoras nacionales. Es un perfecto desconocido para el gran público y ha permanecido al margen de las críticas a la globalización. La relevancia de sus estándares proviene de su utilidad y calidad técnica.

Para garantizar la relevancia y alto nivel técnico de sus estándares, el ingreso de nuevos países suponía tradicionalmente que éstos contasen con excelentes capacidades técnicas y analíticas en sus organismos supervisores nacionales, de modo que el incremento del número de miembros en las discusiones no minase su capacidad operativa.

La creciente atención política sobre las tareas de los comités técnicos y la decisión propiciada por el G-20 para que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea amplíe sustancialmente su composición pueden hacerle perder su carácter especializado y deteriorar su capacidad de respuesta técnica.

Incluso antes de la decisión del G-20, esa capacidad de respuesta técnica ya era criticada por la tardanza en el diseño y aprobación del acuerdo de Basilea II. Un retraso que, de forma efectiva, dejó la puerta abierta durante demasiado tiempo a muchos de los arbitrajes regulatorios que se encuentran en el origen de algunos mecanismos de transmisión de la crisis como el abuso de la titulización.

Resultan necesarias reformas en la organización interna del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para restaurar su efectividad y capacidad de respuesta. En este sentido, y en línea con el proceso de armonización de la regulación financiera interna en la UE, proponemos que la Unión Europea hable con una única voz en el Comité. Además, sugerimos la creación de una Comisión Ejecutiva, dentro de ese Comité, compuesto por un número limitado de representantes encargado de la elaboración de propuestas y que se reúna al menos con frecuencia mensual.

El nuevo Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), surgido tras la redenominación del antiguo Foro para la

Estabilidad Financiera y ampliada su composición para incluir a todos los países miembros del G-20 más España, es el organismo que seguirá encargado de coordinar la elaboración de regulaciones, estándares y mejores prácticas para el sector financiero como las que, para el sector bancario, elabora el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Para la adecuada implementación de estas regulaciones, estándares y buenas prácticas en todos los países miembros de la comunidad internacional, y para el efectivo cumplimiento de los mismos de forma coordinada y rápida, resulta conveniente una estrecha colaboración con el FMI como organismo encargado de supervisar su efectiva implantación.

En el ámbito de la supervisión macroprudencial, el CEF viene desarrollando tareas en el diseño de “sistemas de alerta temprana” y de evaluación de vulnerabilidades financieras. Paralelamente, el FMI ha empezado a desarrollar metodologías para evaluar los riesgos macrofinancieros y las vulnerabilidades sistémicas.

La experiencia del antiguo Foro de Estabilidad Financiera en todos estos temas no tiene sustituto y parece conveniente que siga encargándose de ellos ahora como Consejo de Estabilidad Financiera. Son temas técnicos, muy complejos que requieren tiempo y atención profesional, muy alejada de la presión política y mediática que rodea el trabajo del FMI. La regulación y

supervisión macroprudencial no puede ser parcelada en compartimentos estancos por lo que proponemos la plena responsabilidad del CEF en estas materias.

De acuerdo con esta propuesta de asignación de responsabilidades es por lo que, en apartados anteriores, hemos propuesto que el CEF se haga cargo de las siguientes tareas:

- Coordinar el desarrollo de un nuevo pilar macroprudencial en las normativas sectoriales de requerimientos mínimos de capital para que las entidades financieras internalicen su contribución al riesgo sistémico global.
- Realizar el informe que activaría el mecanismo de garantía de los mercados monetarios en caso de crisis sistémica.
- Elaborar recomendaciones para un plan coordinado internacionalmente de recapitalización del sistema financiero.

EPÍLOGO PARA ESPAÑOLES

El sistema financiero español encaró el inicio de la crisis financiera desde una posición relativamente sólida. Sus indudables fortalezas han sido:

- La banca española ha optado mayoritariamente por un modelo de banca universal, en la que la red comercial y la captación de depósitos del público han constituido su principal fuente de financiación. La banca española ha sido, básicamente, una banca minorista y no una banca de inversión.
- El sistema financiero español ha tenido una regulación financiera pionera que se tradujo en la implantación en el año 2000 de las conocidas como “provisiones anticíclicas”, y en un tratamiento contable y prudencial de los riesgos fuera de balance que ha demostrado ser incentivador de buenas prácticas. Estos enfoques están sirviendo de modelo en las actuales discusiones internacionales para la reforma de la regulación del sistema financiero internacional.
- El modelo de supervisión in situ, es decir, la presencia física continuada de los inspectores del Banco de España en las entidades supervisadas, y unos requeri-

mientos de información periódica que han permitido un conocimiento en tiempo real de los problemas de liquidez y solvencia a medida que se iban produciendo.

- La experiencia en gestión de crisis bancarias, tanto por parte del supervisor como por parte de los propios gestores bancarios.
- Un pujante mercado doméstico que ofrecía abundantes posibilidades de negocio sin tener que recurrir a la adquisición de productos financieros sofisticados y poco transparentes, que constituyen una parte importante de los denominados ‘activos tóxicos’.

Sin embargo, como era previsible, un crecimiento del crédito tan desorbitado como el que se ha producido en la economía española durante los últimos años y una concentración del riesgo tan abultada en el negocio inmobiliario han producido importantes daños en el sistema financiero.

La historia de las crisis bancarias en el mundo presenta dos regularidades empíricas incontestables:

- Un crecimiento excesivo y prolongado en el tiempo del crédito conduce inexorablemente a una crisis bancaria.
- El estallido de toda burbuja inmobiliaria conduce inexorablemente a una crisis bancaria.

La economía española presentaba importantes debilidades que la hacían especialmente vulnerable a una crisis financiera, y a que sus efectos fuesen excepcionalmente intensos.

- El excesivo crecimiento del endeudamiento de familias y empresas hasta alcanzar unos niveles difícilmente sostenibles.
- El recurrente y creciente déficit exterior, que además de ser una muestra de pérdida de competitividad, es la manifestación de un ahorro nacional insuficiente, que hace depender a la economía española de fuentes de financiación exterior.

Una peculiaridad del sistema financiero español es que las Cajas de Ahorros representan aproximadamente la mitad del sistema bancario. Los informes de la OCDE y del FMI avisan del riesgo diferencial que supone la peculiar naturaleza jurídica de la Cajas de Ahorros y las deficiencias de su gobierno corporativo. Este riesgo diferencial responde a que:

- Su gestión ha exhibido una evidente politización que se ha traducido en una política de inversiones que no estaba guiada por criterios de rentabilidad económica.
- Su política de expansión fuera de su lugar de origen se ha intensificado en los últimos años del ciclo inmo-

biliario, lo que les ha llevado a trabajar con clientes con un mayor perfil de riesgo.

- Además, las cajas de ahorro presentan dificultades técnicas y políticas para su recapitalización y reestructuración eficiente.

La política financiera en España ha pecado de complacencia desde el inicio de la crisis. Es difícil de justificar el tiempo perdido en tomar decisiones para abordar esta crisis, debido a las debilidades que hacen a la economía española especialmente vulnerable a una crisis financiera y a que sus efectos sean especialmente intensos.

El sistema financiero español necesita abordar con inmediatez un proceso de reestructuración y un reforzamiento de los mecanismos regulatorios que garanticen su solidez y eficiencia. En España tenemos que abordar este proceso de forma urgente y adecuada para recuperar el precioso tiempo perdido en una estrategia política negociacionista que amenaza con abortar la recuperación económica.

Otros países nos llevan muchos meses de ventaja en la recapitalización de sus sistemas financieros. Debemos ser conscientes de que los fondos nacionales o internacionales disponibles para la recapitalización son escasos, la capacidad de endeudamiento pública limitada y de que las extraordinarias condiciones de bajísimos tipos de interés no durarán siempre para ayudar en el proceso de saneamiento financiero español.

Sin un sistema financiero saneado que permita recuperar la confianza no será posible una recuperación económica sostenida y pujante en España. El anunciado proceso de recapitalización del sistema financiero español debería de cumplir los principios establecidos en el apartado 4.2 de este informe. La aplicación de estos principios al caso concreto español exige, entre otras cosas, que:

- La recapitalización debe hacerse con el mínimo coste posible para el contribuyente.
- Las ayudas públicas deben ser focalizadas y proporcionar información e incentivos al mercado. Deben evitarse los procesos de recapitalización con tomas de participación generalizadas por parte del sector público y los incentivos públicos indiscriminados a las fusiones entre entidades financieras.
- La participación del sector público en la recapitalización de las entidades financieras debe evitar el riesgo de politización en su gestión, lo que se garantiza a través del uso de participaciones preferentes y de un compromiso explícito para su posterior venta en condiciones de mercado a inversores privados.
- La aplicación de mecanismos eficientes de colaboración público-privada en los procesos de recapitalización de las Cajas de Ahorros hace imprescindible dotar a las cuotas participativas de derechos políticos

no restringidos y reformar la configuración de sus Órganos Rectores para permitir la imprescindible entrada y disciplina del capital privado que avale la viabilidad del modelo de negocio.

- La eventual privatización de las Cajas de Ahorros a la que puede conducir este mecanismo ayudaría a reducir las vulnerabilidades del sistema financiero español y a mitigar su riesgo diferencial.
- Debe contemplarse explícitamente la liquidación de aquellas entidades que no consigan demostrar en el mercado la viabilidad de su modelo de negocio.
- La eventual liquidación de entidades inviables debe hacerse a través de una subasta en condiciones de mercado –como en experiencias anteriores– de tal forma que no se perjudique la posición competitiva de aquellas entidades que han tenido una gestión prudente y adecuada.
- Las intervenciones públicas en aquellas entidades financieras con problemas de solvencia que no sean capaces de demostrar en el mercado su viabilidad futura deben implicar la remoción de sus gestores.

España debe hacer valer su experiencia regulatoria y supervisora así como la importancia internacional de su sistema financiero para ganar un mayor peso en la nueva arquitectura financiera internacional.

España debe aprovechar su presencia en el nuevo Consejo de Estabilidad Financiera para participar e influir de manera activa en la configuración del nuevo marco regulatorio financiero.

- España debe apoyar una revisión decidida de las cuotas en el Fondo Monetario Internacional para tener una representación que refleje su actual peso económico internacional. Esta revisión implicaría que aumentase a su vez el peso de los países emergentes.
- España debería aprovechar la oportunidad de la revisión de cuotas para impulsar una voz única de la Unión Europea en el Fondo Monetario Internacional. En la configuración de esa voz única, España debe tener un papel relevante.

PRINCIPALES CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

La crisis es producto de los **excesos de todos** los participantes en el sistema y el resultado de años de **exceso de liquidez en épocas de bonanza**, consecuencia de una política monetaria innecesariamente laxa. La crisis es también el fruto de un gran error colectivo: la **infraestimación del riesgo sistémico**, que es aquel que afecta al conjunto de la economía y del sistema financiero. Una vez que estalló la crisis, y a la vista de su magnitud y evolución, las autoridades internacionales se han embarcado en una **vorágine política** a menudo **improvisada** y sin más criterio que **evitar el colapso**. Cabe sin embargo un enfoque diferente.

En este resumen se enumeran las 30 principales conclusiones y propuestas de este informe:

1. Hacen falta unos **instrumentos renovados de regulación financiera** que se apliquen en el caso de **crisis sistémicas**. Los planes de rescate financieros se deben constituir como **planes de contingencia** expresamente contemplados en la legislación para los **tiempos**

de crisis sistémica con el objetivo de proteger los legítimos intereses de los ciudadanos.

2. La **política monetaria** se lleva a cabo actualmente en un contexto general de **pérdida de eficacia** que responde a diversos y complejos factores. La solución a esta pérdida de eficacia no es volver a unos mercados bancarios nacionales homogéneos y fuertemente intervenidos. El problema para el diseño de la política monetaria es similar al de la política fiscal y radica en garantizar que sea **adecuada en los tiempos de bonanza**, porque es entonces cuando se **alimentan los desequilibrios** y los comportamientos de los agentes que desembocan posteriormente en crisis.

3. Dado que, en última instancia, una **burbuja** sólo es posible si las **condiciones monetarias** y de crecimiento del **crédito** son suficientemente **permisivas**, se propone:

- Que **el BCE** restaure la importancia de los objetivos de **crecimiento de la cantidad de dinero** y que el resto de los bancos centrales mundiales avancen en la definición de **un pilar monetario** en sus estrategias de política monetaria.
- Definir y utilizar **indicadores de alerta temprana, sencillos y transparentes, como el crecimiento del crédito**, que adviertan de riesgos para la estabilidad financiera a medio plazo.

- Que los **bancos centrales** rindan cuentas de sus actuaciones de política monetaria mediante **cláusulas explícitas de “corregir o explicar”** cuando se superen valores máximos de referencia en los **indicadores de alerta temprana**.

4. La **política monetaria** tiene un **doble objetivo**: la **estabilidad de precios** y la **estabilidad financiera**. Objetivos que no son siempre fácilmente compatibles, ni siquiera a escala nacional. Hubo un tiempo en el que se argumentó que esta dualidad de objetivos aconsejaba separar ambas funciones en dos instituciones independientes, el banco central y el supervisor financiero. Pero la evidencia de esta crisis es concluyente: no parece hoy adecuado separar ambas funciones en dos entidades reguladoras diferentes. **Las autoridades monetarias que son también entidades supervisoras han funcionado mejor**. En consecuencia, proponemos que el eurosistema –con el BCE en su centro– se haga cargo de la **regulación y supervisión** de, al menos, **aquellas entidades financieras con importancia sistémica en el área euro**.

5. La **regulación financiera** debe mejorar su calidad para incorporar las lecciones de la crisis, pero hay que **evitar el peligro de que un proceso de re-regulación intervencionista acabe “matando al mensajero”**, es decir, invalide la eficacia de los indicadores de alerta temprana sobre la solidez del sistema financiero. Una aplicación decidida y a tiempo de la regulación actualmente existente –como el tratamiento de **Basilea II** para los riesgos de

fuera de balance o las normas contables referidas a la consolidación de los fondos de titulización— habría evitado algunas de las oportunidades de arbitraje regulatorio y muchos de los excesos que llevaron a la crisis.

6 Las **reformas** de la regulación financiera deben **procurar incentivos** para que se produzca en los mercados un necesario **proceso de autocorrección** con el objetivo de que las entidades financieras:

- Mejoren la **calidad** de sus modelos de **gestión del riesgo**.
- Desarrollen sus actividades bajo una **supervisión eficaz**, con independencia de su naturaleza jurídica y de la jurisdicción en la que se encuentren.
- Y adopten **estrategias y modelos de negocio** que promuevan una mayor **estabilidad financiera** al internalizar la contribución de sus actividades al riesgo sistémico.

7 Uno de los mayores retos a los que se enfrenta actualmente la regulación financiera es **trasladar los análisis sobre la acumulación de riesgo sistémico a los instrumentos de regulación microprudencial**. Para ello proponemos que todas las instituciones financieras que desarrollen actividades que contribuyan significativamente al aumento del riesgo sistémico estén sometidas a **un nuevo pilar macroprudencial** dentro de la normati-

va de solvencia. Este pilar adicional **se superpondría a los actuales tres pilares de los estándares internacionales de regulación sobre requisitos mínimos de capital**. Los requisitos de capital exigidos en este nuevo cuarto pilar macroprudencial serían proporcionales a la contribución marginal de cada actividad o producto financiero al riesgo sistémico global.

8 Otra importante lección de esta crisis es la **mayor inestabilidad de la financiación mayorista** en los mercados monetarios en comparación con los depósitos tradicionales. Así, es urgente proporcionar **un mecanismo estabilizador para los mercados monetarios mayoristas** que los inmunice frente a los pánicos con el objetivo de mantener su funcionamiento en caso de crisis sistémica y evitar que se conviertan en mecanismos de contagio masivo.

- El **mecanismo de garantía** tendría una naturaleza **contingente**, es decir, sólo podría activarse ante una **crisis sistémica** y en ningún caso por problemas de liquidez en entidades individuales.
- La activación del mecanismo de garantía establecería automáticamente la **cobertura pública temporal** de todos los pasivos bancarios mayoristas de corto plazo y el **acceso a liquidez de emergencia**.
- Estas coberturas estarían disponibles exclusivamente para aquellas entidades financieras que se encuen-

tren sometidas a los **requerimientos adicionales de capital resultantes de la aplicación del cuarto pilar macroprudencial**.

- Aunque sería deseable una implantación internacional coordinada de un mecanismo de este tipo, consideramos que en **Europa** sería especialmente importante avanzar decididamente en la construcción de **un mercado financiero único que potencie los beneficios derivados de la moneda única**.

9 El problema con las remuneraciones de los directivos de algunas entidades financieras no es su magnitud. El problema ha estado en un sistema de incentivos que hacía recaer el foco de la gestión excesivamente en el corto plazo. Los sistemas de **retribución de los ejecutivos** habrán de **revisarse** para:

- Conseguir una **mayor participación de los accionistas** en la determinación de las condiciones salariales de los gestores.
- Promover **la más absoluta transparencia** en las decisiones que afectan a la **retribución completa**, salarial y no salarial, de los gestores.
- Promover la **ampliación contractual del límite efectivo de responsabilidad pecuniaria** de la alta dirección mediante el establecimiento de un desfase de algunos años para la liquidación de las remuneraciones

variables que superen un cierto porcentaje de la retribución fija.

10. Las **agencias de calificación** han aparecido ante la opinión pública como las grandes culpables de la crisis. La realidad es que sus metodologías de calificación no estaban diseñadas para capturar el incremento en el riesgo sistémico. Un reto metodológico para las propias agencias consiste en **enriquecer el sistema de calificaciones** para contar con **ratings bidimensionales** que, además de informar sobre la probabilidad de impago de cada activo, reflejaran la correlación entre los impagos individuales y una medida agregada del riesgo de impago global. Los organismos reguladores podrían impulsar estas mejoras.

11. Para **reforzar la transparencia en el mercado** y el valor informativo de las cifras contables proponemos mantener unas **normas de valoración de activos homogéneas a lo largo del ciclo**, y dejar que sean las normas sobre requerimientos mínimos de capital las encargadas de la tarea de acomodar los efectos cíclicos. Es completamente incoherente defender el abandono temporal de la contabilidad a valor de mercado de algunos activos o la adaptación cíclica de sus normas de valoración con la reclamación de mayor transparencia.

12. El impacto amortiguador de la **provisión anticíclica** –implantada con éxito y de forma **pionera** en **España** desde el año **2000**– ha demostrado a nivel inter-

nacional la **necesidad de reformas regulatorias que endu-
rezcan los requerimientos mínimos de capital durante las
expansiones y se relajen durante las contracciones.**

13. Un gran reto de la supervisión financiera con-
siste en generar instrumentos para facilitar una
gestión temprana y eficaz de las crisis financieras. Para
ello se necesita:

- Un adecuado sistema de **inspección** y de obtención de información periódica.
- Un sistema de **supervisión in situ**, con **presencia física regular y/o continuada de los supervisores** en las instalaciones de los supervisados, que ha de convertirse en un estándar de mejor práctica internacional.
- Un **análisis permanente de la evolución previsible de la solvencia** de las entidades supervisadas ante distintos escenarios futuros macroeconómicos y de los mercados financieros. Los **ejercicios de stress test** han de pasar a formar parte habitual de la **actividad supervisora regular.**

14. Pero las **intervenciones** seguirán inevitablemen-
te siendo necesarias. Por ello hay que facilitar
que puedan adoptarse con suficiente **celeridad y seguri-
dad jurídica** para todas las partes, incluido el supervisor.
Debería precisarse la propia **definición de fallido** –tradi-
cionalmente un valor patrimonial negativo– y ampliarse

para incluir aquellas circunstancias objetivas que justifican una **actuación anticipatoria del supervisor**, como aquellas que constituyen una amenaza patente, aunque quizás no inmediata, a la **solvencia de la entidad** o a la **estabilidad del sistema financiero en su conjunto**. Este planteamiento, al aumentar el margen de discrecionalidad del supervisor, exigiría aumentar aún más sus obligaciones de transparencia y rendición de cuentas.

15. Los **planes de recapitalización** han de ser parte explícita de los **planes de contingencia** que, llegado el caso, pudieran activarse de manera temporal para garantizar la estabilidad del sistema financiero.

- Planes que habrán de **precisar** las posibilidades y modalidades de **intervención**, las **responsabilidades** de los gestores y el **coste** que deben asumir los accionistas y tenedores de bonos
- Planes que han de seguir el principio básico de **premiar al prudente**, de **beneficiar** a aquellas entidades que **no han cometido excesos** ni requieren apoyo con fondos públicos. Hay serias dudas de que éste haya sido el caso en la crisis actual.
- Cuando se rescata a entidades insolventes surge una excelente oportunidad para **premiar al prudente** mediante la **subasta de depósitos**, de **activos financieros** o de **redes de sucursales** de las entidades **fallidas**.

- Habría sido deseable que las reuniones del **G-20** hubieran entrado a fondo en el diseño de una **estrategia coordinada de rescate de entidades financieras**.
- Habría sido también deseable que, al menos en el ámbito de la Unión Europea –y sin duda en la **Unión Monetaria**–, este tema se hubiera abordado más allá de **vagas declaraciones de principios**.

16. Resulta imprescindible abordar en todos los países, con transparencia y decisión, la **recapitalización definitiva del sistema financiero**. Por ello proponemos la elaboración por parte del Consejo de Estabilidad Financiera de unas recomendaciones para la inmediata aplicación de un **plan coordinado de restauración de la solvencia** en el sistema financiero internacional que atienda a los siguientes principios:

- **Total transparencia** en el uso de los **fondos públicos**.
- Valoraciones plenamente transparentes mediante **procesos competitivos**.
- **Eficiencia** en el uso de **fondos públicos**.
- **Máxima protección de los contribuyentes**.
- **Mínima interferencia política** en la gestión de las entidades.
- Necesidad de una **clara estrategia de salida**.

17. En los **programas de rescate** se propone diseñar un **mecanismo de colaboración público-privada** que atraiga **capital privado** a la **recapitalización** de las entidades financieras con problemas mediante el **apalancamiento de estas aportaciones por parte del Estado**. El mecanismo consistiría en la emisión de participaciones preferentes que complementen la imprescindible inversión privada, que es la que garantizaría la viabilidad de la entidad sin una subvención pública permanente. Si **ningún inversor privado** está **dispuesto a invertir** su dinero en una entidad con problemas, el Estado debería proceder a su **liquidación ordenada**, transparente, aplicando mecanismos de mercado y garantizando, en todo caso, los **legítimos intereses de sus depositantes**.

18. Para **minimizar el coste para el contribuyente y maximizar la eficiencia en el uso de los fondos públicos** éstos no deben destinarse a:

- Mantener operativas entidades financieras con problemas de solvencia e **incapaces** de demostrar en el mercado su **viabilidad futura**.
- Mejorar la situación de entidades financieras viables que **carezcan** de problemas actuales de **solvencia**.

19. La **Unión Europea**, y ciertamente la **zona euro**, debe avanzar de forma decidida hacia un verdadero **mercado financiero sin barreras regulatorias** entre los Estados miembros. Para ello proponemos la elabora-

ción de un ambicioso plan de acción que tenga como objetivo final que **el eurosistema** –conformado por los bancos centrales nacionales de los países del euro con el BCE en su centro– se haga cargo de la **regulación y supervisión** de, al menos, aquellas **entidades financieras con importancia sistémica en el área euro**, tanto en lo referente a su solidez individual (enfoque microprudencial) como a la solidez del sistema financiero en su conjunto (enfoque macroprudencial).

20. La **armonización normativa** de la regulación bancaria aplicable a todos los bancos sistémicamente importantes en la UE es una precondition para que **el eurosistema** pueda asumir **funciones inspectoras**. El gran obstáculo para una supervisión integrada de las instituciones financieras sistémicamente importantes en el ámbito europeo es que el eurosistema tendría que contar con acceso a cantidades potencialmente elevadas de fondos públicos de los Estados miembros. Ello sólo sería posible a través de un sistema pre acordado y vinculante de aportaciones que permitiera al eurosistema disponer de una **capacidad de rescate no inflacionaria** que sea **creíble ex ante**.

21. Desde el punto de vista de la arquitectura financiera internacional, y así lo han parecido entender los líderes del G-20, **no resulta necesario crear nuevas instituciones financieras internacionales** sino aprovechar mejor las capacidades y conocimientos de las ya existentes.

22. La crisis ha devuelto al **FMI** gran parte del protagonismo perdido. Pero su adaptación a la nueva situación exige **cambios** en una serie de cuestiones como:

- **Aumentar y redistribuir las cuotas y derechos de voto entre países**, donde España debería adoptar una política firme en defensa de sus intereses y en alianza con los países emergentes claramente infrarrepresentados.
- **Revisar sus fuentes de financiación** permitiendo que pueda captar recursos directamente en el **mercado privado**.
- Precisar y ampliar sus **responsabilidades de supervisión** con el objetivo explícito de incluir la supervisión financiera, la **prevención de crisis** y la elaboración de un sistema de **alerta temprana**.
- Reforzar algunas de sus **funciones tradicionales**, como su papel de evaluación pública de las políticas de los países con importancia sistémica, incluyendo la obligatoriedad y publicidad de los Informes de Estabilidad Financiera, FSAP.
- Y adaptar la estructura de la institución a sus nuevas tareas, lo que exige una **revisión del Convenio Constitutivo**.

23. Con todas sus limitaciones, el **Comité de Supervisión Bancaria de Basilea** es, sin duda, la referencia internacional en materia de regulación bancaria. Función que es obligado mantener. Para ello resultan necesarias reformas en su organización interna. En este sentido, y en línea con el proceso de armonización de la regulación financiera interna de la UE, proponemos que la **Unión Europea** hable con **una única voz en el Comité**. Además, sugerimos la **creación de una Comisión Ejecutiva** compuesta por un número limitado de representantes encargado de la **elaboración de propuestas**.

24. El renombrado **Consejo de Estabilidad Financiera** es el organismo que seguirá encargado de coordinar la elaboración de regulaciones, estándares y mejores prácticas para el sector financiero. De acuerdo con ello, proponemos que se haga cargo de:

- Coordinar el desarrollo de un **nuevo pilar macroprudencial** en las normativas sectoriales de **requerimientos mínimos de capital**.
- Realizar el **informe** que activaría el **mecanismo de garantía** de los **mercados monetarios** en caso de **crisis sistémica**.
- Elaborar **recomendaciones** para un plan coordinado internacionalmente de **recapitalización del sistema financiero**.

25. El **sistema financiero español** encaró el inicio de la crisis financiera desde una posición relativamente sólida. Sin embargo, como era previsible, un **crecimiento desorbitado del crédito** en los últimos años y una muy abultada concentración del riesgo en el negocio inmobiliario han producido importantes **daños** en el sistema financiero español.

26. La política financiera en España ha pecado de **complacencia** desde el inicio de la crisis financiera. Es difícil justificar el tiempo perdido en tomar decisiones para abordar esta crisis, debido a las **debilidades** que hacen a la **economía española especialmente vulnerable** a una crisis financiera y a que sus efectos sean especialmente intensos.

27. La peculiar **naturaleza jurídica** y las deficiencias en el **gobierno corporativo** de las **Cajas de Ahorros** suponen un **riesgo diferencial** para el sistema financiero español debido a que han supuesto una **politización en su gestión** e imponen **restricciones técnicas y políticas** a su **recapitalización y reestructuración eficiente**.

28. Hay que abordar el proceso de **reestructuración y recapitalización del sistema financiero español** de forma urgente y adecuada para recuperar el precioso tiempo perdido en una **estrategia política negacionista** que amenaza con abortar la recuperación económica.

29. Sin un sistema financiero saneado que permita recuperar la confianza no será posible una **recuperación económica sostenida y pujante en España**. El anunciado proceso de **recapitalización** de las entidades financieras españolas debería cumplir con los principios establecidos en el apartado 4.2 de este informe, lo que exige, entre otras cosas, que:

- La **recapitalización** debe hacerse con el **mínimo coste** posible para el **contribuyente**.
- Las **ayudas** deben ser **focalizadas** y deben proporcionar información e incentivos al mercado. Deben **evitarse procesos de recapitalización generalizados** con incentivos y tomas de participación públicos indiscriminados.
- La participación del sector público en la recapitalización de las entidades financieras debe **evitar el riesgo de politización en la gestión** y debe existir un **compromiso explícito de salida** en condiciones de mercado.
- La aplicación de mecanismos eficientes de **colaboración público-privada** en los procesos de **recapitalización de las Cajas de Ahorros** implica dotar a las **cuotas participativas** de **derechos políticos no restringidos** y reformar la configuración de sus Órganos Rectores para permitir la imprescindible entrada y disciplina del **capital privado** que avale la **viabilidad** del modelo de negocio.

- La eventual privatización de las Cajas de Ahorros a la que puede conducir este mecanismo ayudaría a **reducir las vulnerabilidades** del sistema financiero español y a **mitigar su riesgo diferencial**.
- Debe contemplarse explícitamente la **liquidación** de aquellas entidades que **no consigan demostrar en el mercado la viabilidad** de su modelo de negocio. La eventual liquidación de entidades inviables debe hacerse a través de **subastas en condiciones de mercado**.
- Las **intervenciones públicas** en aquellas entidades financieras con **problemas de solvencia** que **no sean capaces de demostrar** en el mercado su **viabilidad futura** deben implicar la **remoción de sus gestores**.

30. España debe hacer valer su **experiencia** regulatoria y supervisora así como la **importancia internacional** de su sistema financiero para **ganar un mayor peso en la nueva arquitectura financiera internacional**.

AGRADECIMIENTOS, CONTRIBUCIONES RECIBIDAS Y PERSONAS E INSTITUCIONES CONSULTADAS

Para la elaboración de este documento se han celebrado múltiples seminarios, reuniones y encuentros. Se han solicitado colaboraciones y formulado consultas que han resultado de gran valía para la elaboración del informe.

Sólo FAES, sin embargo, es responsable del texto final publicado.

La Fundación quiere agradecer la participación, las opiniones, reflexiones y aportaciones de las personas e instituciones que se citan a continuación.

Raquel Barras Tejado

Asesora Área de Economía del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso de los Diputados

Francisco Cabrillo Rodríguez

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Complutense de Madrid. Presidente del Consejo Económico y Social de la Comunidad de Madrid

Juan E. Castañeda Fernández

Profesor de Economía Aplicada, UNED

Miguel Crespo Rodríguez

Abogado del Estado excedente. Equipo Económico

José Carlos Díez Gangas

Profesor de Economía, Universidad de Alcalá

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Román Escolano Olivares

Técnico comercial y economista del Estado

José Luis Escrivá Belmonte

Economista jefe del Grupo BBVA

José Luis Feito Higuera

Presidente de la Asociación de Autopistas de Peaje (ASETA). Técnico Comercial y Economista del Estado

Santiago Fernández de Lis

Director del Departamento Internacional, Analistas Financieros Internacionales (AFI)

Federico Ferrer Delso

Ex director del Banco Mundial

Juan E. Irazo Martín

Catedrático de Economía Aplicada. Director general del Instituto de Estudios Económicos

Gregorio Izquierdo Llanes

Director del Servicio de Estudios del Instituto de Estudios Económicos

Luis María Linde de Castro

Técnico comercial y economista del Estado

Ángel Luis López Roa

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Complutense de Madrid

José María Marín Quemada

Catedrático de Economía Aplicada

Luis Martí Espluga

Economista

Pedro Antonio Merino García

Director de Estudios y de Análisis del Entorno, REPSOL

Blanca Moreno-Dodson

Economista senior del Banco Mundial en Washington DC

Álvaro Nadal Belda

Diputado por Albacete. Secretario de Economía y Empleo del Partido Popular. Técnico comercial y economista del Estado

María Jesús Nieto Carol

Banco de España

Marta Pérez-Cameselle García

Doctora en Economía y licenciada en Derecho

Manuel Pizarro Moreno

Diputado por Madrid. Del Patronato de la Fundación

Luis Ravina Bohórquez

Catedrático de Economía Internacional. Ex decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Navarra

Stefano Riela

Director científico, Fondazione Res Publica

AGRADECIMIENTOS, CONTRIBUCIONES RECIBIDAS
Y PERSONAS E INSTITUCIONES CONSULTADAS

Guillermo Rodríguez García

Jefe de la División de Análisis y Asesoramiento, Banco de España

José María Romero Vera

Asociado. Economía y Negocios Internacionales. Equipo Económico

José María Rotellar García

Profesor de Teoría Económica, Universidad Autónoma de Madrid. Director general de Economía, Estadística e Innovación de la Comunidad de Madrid

Pedro Schwartz Girón

De la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Catedrático de Economía, Universidad San Pablo-CEU. Del Patronato de la Fundación

Rudolf Strohmeier

Comisión Europea. Jefe de Gabinete de la Comisaria Viviane Reding

Javier Suárez

Profesor de finanzas, Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)

Baudilio Tomé Muguruza

Diputado por Zaragoza. Portavoz de Hacienda del Grupo Parlamentario Popular. Del Patronato de la Fundación

Juan José Toribio Dávila

Profesor de Economía y Director en Madrid del Instituto de Estudios Superiores de Empresa (IESE)

Mariana Valeva-Hristcheva

Representación Permanente de Bulgaria en la Unión Europea. Ministro plenipotenciario y jefe de unidad de ECOFIN, Comité Económico y Financiero

Alejo Vidal-Quadras

Vicepresidente del Parlamento Europeo. Del Patronato de la Fundación

En la realización de este informe ha colaborado toda la Fundación FAES, especialmente las Áreas de Economía y Políticas Públicas y de Publicaciones.

ANEJO

CRONOLOGÍA DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

MARZO 2007



Una de las mayores empresas constructoras de EE.UU., D.R. Horton, advirtió de que sufriría grandes pérdidas y de que las ventas de nuevas viviendas se habían reducido un 28% durante su primer trimestre fiscal.



La crisis hipotecaria en EE.UU. se cobró su primera víctima: New Century, suspendida en Bolsa tras caer un 56% en la preapertura.



La Asociación de Bancos Hipotecarios de EE.UU. reveló que el número de impagos en el sector hipotecario había alcanzado su punto más alto en siete años.



Los precios de la vivienda registraron su primera caída interanual desde 1996.

ABRIL 2007



Citigroup reconoció pérdidas de más de 5.000 millones de dólares en el primer trimestre.

JULIO 2007



Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más importantes en EE.UU., reconoció la falta de liquidez en dos de sus *hedge funds*. El banco de inversión había rescatado en junio a estos fondos que habían apostado con fuerza en el mercado hipotecario de alto riesgo.



El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, advirtió de que la crisis en el mercado de hipotecas *subprime* podría hacer descarrilar la economía estadounidense.



Un tercer *hedge fund* gestionado por Bear Stearns solicitó la protección de bancarrota.

Debido a su exposición al mercado inmobiliario norteamericano, varios bancos alemanes como el Mittelstandsbank, IKB, Sachsen LB, WestLB y BayernLB sufrieron importantes pérdidas.

AGOSTO 2007



El secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson,

trató de calmar el miedo de los mercados y dijo que los problemas del sector hipotecario de alto riesgo en EE.UU. estaban bastante contenidos.

Bancos estadounidenses como Wells Fargo y Wachovia endurecieron los requisitos para conceder préstamos tras comprobar que unas 70 empresas hipotecarias estaban en quiebra.



American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de EE.UU., declaró suspensión de pagos.



El Banco Central Europeo hizo su mayor intervención en el mercado monetario desde los ataques del 11 de septiembre de 2001. El BCE inyectó en el mercado 94.841 millones de euros y la Reserva Federal 24.000 millones de dólares.



La Comisión del Mercado de Valores de EE.UU. anunció la investigación de las cuentas de Goldman Sachs, Merrill Lynch y Bear Stearns.

HomeBanc se declaró en bancarota.



La Reserva Federal de Estados Unidos inyectó 2.000 millones de dólares, poco después de que el Banco Central Europeo (BCE) hubiera desembolsado 65.000 millones adicionales y el Banco Central de Japón otros 5.000 millones a su mercado.



El presidente de los EE.UU., George W. Bush, intentó tranquilizar a inversores y entidades financieras.

El Euribor alcanzó en Europa el 4,661%, su mayor nivel en siete años.

SEPTIEMBRE 2007



El Banco de Industria Alemán (IKB), uno de los primeros afectados en Europa por la crisis *subprime*, advirtió de su previsión de unas pérdidas de 1.000 millones de euros debido a su exposición a las hipotecas de alto riesgo de EE.UU..



El banco británico Northern Rock, el quinto del país por hipotecas concedidas, se desplomó

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

en la Bolsa de Londres. El Banco de Inglaterra anunció que, por primera vez desde la década de los 70, brindaría apoyo financiero a un banco.



En el Reino Unido los clientes de Northern Rock abarrotaron las sucursales de la entidad bancaria para retirar sus ahorros después de que el banco pidiera un préstamo de emergencia al Banco de Inglaterra por la falta de liquidez.

Merrill Lynch recortó la plantilla de su filial hipotecaria de alto riesgo.



Por primera vez en cuatro años, la Reserva Federal de Estados Unidos redujo los tipos de interés en medio punto porcentual hasta el 4,75% y los mercados reaccionaron con alzas en los principales índices bursátiles.



El presidente de la Reserva Federal estadounidense, Ben Bernanke, aseguró que las pérdidas desatadas por la crisis del sector hipotecario en EE.UU. habían excedido hasta los cálculos más pesimistas.

OCTUBRE 2007



El banco suizo UBS realizó una depreciación de sus activos por valor de 3.400 millones de dólares como consecuencia de los malos resultados en inversiones hechas en créditos hipotecarios en EE.UU. Al mismo tiempo, anunció la decisión de reemplazar a algunos de sus ejecutivos y de recortar 1.500 puestos de trabajo.



El banco de inversiones Merrill Lynch anunció que tendrá que asumir una pérdida de 5.500 millones de dólares por malas inversiones relacionadas con hipotecas de alto riesgo.



El Fondo Monetario Internacional (FMI) advirtió de que el próximo año la economía mundial podría ver reducido su crecimiento de manera importante debido a las turbulencias en los mercados financieros.



La cotización del dólar volvió a desplomarse hasta sus mínimos históricos contra el euro. El desplome se produjo después de

que el Bank of America anunciara malos resultados en su tercer trimestre, atribuidos en gran parte a las crecientes pérdidas en los segmentos de crédito.



El presidente del banco de inversiones estadounidense Merrill Lynch, Stan O'Neal, renunció a su cargo después de que la compañía reconociera que su nivel de activos de dudoso cobro alcanzaba los 7.900 millones de dólares.



La Reserva Federal rebajó la tasa de interés un cuarto de punto porcentual, quedando en 4,5%.

NOVIEMBRE 2007



Citigroup anunció una caída del 57% en sus beneficios trimestrales, propiciada por las pérdidas en el mercado de los préstamos de alto riesgo. El director de esta institución, Charles Prince, renunció a su cargo.



Wachovia, la cuarta institución financiera en importancia de EE.UU., anunció

pérdidas por unos 1.100 millones de dólares en octubre.



Los tres mayores bancos de EE.UU., Citigroup, Bank of America y JP Morgan Chase, se pusieron de acuerdo en un plan para reactivar el mercado crediticio local, golpeado por la crisis en el sector hipotecario.



El Banco de Inglaterra admitió que la crisis hipotecaria en EE.UU. afectaría al crecimiento en el Reino Unido.



Adam Applegarth, presidente ejecutivo del Northern Rock, dimitió por la crisis de la entidad. El valor en Bolsa del banco cayó en dos meses de 3.000 a 500 millones de libras.



El precio de las viviendas en EE.UU. bajó drásticamente en el tercer trimestre, y se ubicó en el menor nivel en 21 años.

DICIEMBRE 2007



El presidente George W. Bush anunció un plan para congelar los intereses de algunas hipotecas de alto riesgo durante los siguientes cinco años para evitar más ejecuciones hipotecarias. El plan preveía cubrir a 1,2 millones de personas.



UBS anunció nuevas pérdidas por valor de 10.000 millones de dólares en sus activos financieros expuestos al sector inmobiliario.



La Reserva Federal decidió bajar los tipos de interés en un cuarto de punto porcentual para quedar en el 4,25%.



Los bancos centrales de EE.UU., la Unión Europea y el Reino Unido anunciaron medidas para ayudar al sector bancario a hacer frente a la crisis crediticia mundial y a la subida del coste de los préstamos. Estas tres instituciones financieras, junto con el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá, hicieron público un plan

para inyectar 100.000 millones de dólares en fondos de emergencia.



El banco de inversión Morgan Stanley reveló pérdidas por valor de 9.000 millones de dólares asociadas a los problemas del mercado inmobiliario estadounidense y anunció la venta de un 10% de sus acciones a un fondo soberano chino.

ENERO 2008



Citigroup anunció una pérdida neta de más de 9.800 millones de dólares durante el último trimestre de 2007. La institución financiera también anunció que reclasificaría activos por más de 18.000 millones a la categoría de dudoso cobro, como consecuencia de haber estado altamente expuesto a las hipotecas *subprime*.



El banco de inversión estadounidense Merrill Lynch anunció pérdidas por valor de 9.830 millones de dólares en el cuarto trimestre.



El presidente George W. Bush propuso un plan de 145.000

millones de dólares para reactivar la economía.



Las Bolsas en el mundo entero registraron sus peores pérdidas desde el 11 de septiembre de 2001.



La Reserva Federal de EE.UU. recortó los tipos de interés en medio punto porcentual para dejarlas al 3,5%.



El FBI anunció que estaba investigando a 14 compañías involucradas en la crisis de las hipotecas *subprime*.



La Reserva Federal recortó el tipo de interés del 3,5% al 3%.

FEBRERO 2008



Las cotizaciones en Wall Street sufrieron sus peores pérdidas en casi un año, después de que se diera a conocer que la actividad en el sector servicios EE.UU. había disminuido inesperadamente en enero.



Los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales del G7, advirtieron sobre el empeoramiento de la economía. Valoraron que las pérdidas ocasionadas por la crisis hipotecaria en EE.UU. podían llegar a los 400.000 millones de dólares.



La FSA, agencia que se encarga de vigilar el sistema bancario en Japón, anunció que las pérdidas sufridas por las empresas financieras japonesas debido a la crisis hipotecaria en EE.UU. se habían duplicado en los últimos tres meses de 2007.



El Gobierno británico nacionalizó el banco Northern Rock.



Freddie Mac, principal institución para la financiación hipotecaria auspiciada por el gobierno de los EE.UU. junto a Fannie Mae, anunció unas pérdidas de 2.500 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2007.

MARZO 2008



La Reserva Federal de los EE.UU. inyectó 100.000 millones de dólares en el mercado.



La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y los bancos centrales del Reino Unido, Canadá y Suiza realizaron otro intento coordinado para aliviar las condiciones en los mercados de crédito, con una inyección de 200.000 millones de dólares.



Carlyle Capital cayó víctima de la crisis crediticia. Dejó 16.600 millones de dólares de deuda.



Bear Stearns fue comprado por su rival JP Morgan por 236 millones de dólares (a 2 dólares por acción) para salvarlo del colapso.



Los bancos de inversión Goldman Sachs y Lehman Brothers revelaron que sus beneficios se habían reducido a la mitad por la

escasez de crédito durante el primer trimestre.

La Reserva Federal redujo un 0,75% los tipos hasta el 2,25% y la tasa de descuento a los bancos al 2,5% para atajar la crisis.

ABRIL 2008



UBS anunció pérdidas cercanas a los 7.740 millones de euros.

Deutsche Bank anunció pérdidas de 141 millones de euros en el primer trimestre de 2008.



El FMI calculó que las pérdidas derivadas de la crisis ascendían a 600.000 millones de euros.

El BCE y la Reserva Federal inyectaron otros 65.000 millones de dólares en una nueva operación conjunta.



El Banco de Inglaterra recortó los tipos de interés en un cuarto de punto hasta el 5% y en Alemania cerró el banco WeserBank.

MAYO 2008



Barclays, el tercer banco del Reino Unido, anunció una caída de su beneficio tras sufrir una depreciación de sus activos por valor de 1.006 millones de libras.



El banco suizo UBS lanzó una emisión de derechos preferentes de 15.500 millones de dólares.



Merrill Lynch anunció pérdidas de 6.603 millones de dólares en el primer semestre.



El banco Washington Mutual de los EE.UU. anunció pérdidas de 4.466 millones de dólares en el primer trimestre.



El Congreso de EE.UU. aprobó ayudas al sector hipotecario por valor de 3.900 millones de dólares.

JUNIO 2008



El FBI arrestó a 406 personas, incluidos corredores de Bolsa y promotores inmobiliarios, supuestamente involucrados, en un fraude hipotecario de 1.000 millones de dólares.

AGOSTO 2008



La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés en el 2%.

JULIO 2008



IndyMac, uno de los principales bancos hipotecarios de EE.UU., fue intervenido por el Gobierno. Se trató de la segunda mayor quiebra bancaria hasta ese momento en la historia de los EE.UU. En los once días previos, los depositantes habían retirado 1.000 millones de dólares de sus depósitos.



Freddie Mac anunció pérdidas por valor de 972 millones de dólares en el primer semestre.

SEPTIEMBRE 2008



Los gigantes estadounidenses del crédito hipotecario Freddie Mac y Fannie Mae fueron puestos bajo tutela del Gobierno de EE.UU.



El banco estadounidense Washington Mutual perdió en una semana más de la mitad de su valor en Bolsa.



Lehman Brothers, uno de los bancos de inversión más importante de los EE.UU., fue declarado oficialmente en quiebra.



‘Lunes negro’ en Wall Street. La Bolsa de Nueva York sufrió la mayor caída desde los atentados del 11-S, un 4,42%, tras la quiebra de Lehman Brothers y la venta de Merrill Lynch.



La Reserva Federal de Estados Unidos anunció un paquete de rescate para salvar de la bancarrota al gigante de los seguros American International

Group (AIG) con un crédito de 85.000 millones de dólares, lo que significó que el Gobierno asumió casi el 80% de la empresa.



El banco británico Lloyds TSB anunció la compra de su rival Halifax Bank of Scotland (HBOS) por 21.800 millones de dólares para salvarlo de la quiebra.

La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo informaron de una intervención coordinada por valor de 180.000 millones de dólares.



El Departamento del Tesoro y la Reserva Federal de EE.UU. plantearon al Congreso un paquete de medidas legislativas para paliar “los riesgos sistémicos” en los mercados de capitales y para hacer frente al desmoronamiento de los precios de los activos financieros. El presidente Bush abogó por la intervención gubernamental en los mercados. Las Bolsas de todo el mundo reaccionaron con importantes subidas.



Goldman Sachs y Morgan Stanley renunciaron a su estatus de banca de inversión y se convirtieron en bancos comerciales.



El secretario del Tesoro de EE.UU., Henry Paulson, y el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, instaron al Congreso a aprobar rápidamente una serie de medidas de rescate financiero para evitar un agravamiento de la crisis o una recesión.



Miembros del Congreso de EE.UU. expresaron su escepticismo sobre el plan de rescate del sistema bancario del país impulsado por la administración Bush.

El secretario del Tesoro, Henry Paulson, aseguró ante los congresistas que retrasar la aprobación del paquete de 700.000 millones de dólares podría poner en riesgo toda la economía del país.



Los activos del Washington Mutual fueron subastados.

Irlanda fue el primer país de la zona euro en entrar en recesión.



Demócratas y republicanos de EE.UU. llegaron a un acuerdo de principios para aprobar el plan para frenar la crisis financiera. Sin embargo, apenas unas horas después, el acuerdo quedó bloqueado.



El Congreso rechazó el plan de rescate durante la primera votación con 228 votos en contra y 205 a favor. La Bolsa de Nueva York bajó un 6,71% al cierre, la mayor caída hasta ese momento de la historia del mercado.

El Grupo Santander adquirió, a través de su filial Abbey, la red de sucursales y los depósitos de la británica Bradford & Bingley.

En un acuerdo respaldado por el Gobierno de EE.UU., Wachovia pasó a manos de Citigroup.

Hypo Real Estate fue socorrido con un plan de ayuda del Gobierno alemán por valor de 35.000 millones de euros.



El Senado de EE.UU. aprobó el plan de rescate

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

financiero de 700.000 millones de dólares.

Bélgica, Francia y Luxemburgo inyectaron 6.400 millones de euros en el banco Dexia.

El Gobierno de Irlanda decidió garantizar durante dos años todos los depósitos de los seis mayores bancos del país.

OCTUBRE 2008



Después de que la Cámara de Representantes aprobara una nueva versión del plan de ayuda al sector financiero, el presidente de Estados Unidos, George W. Bush, promulgó finalmente la ley.

El Reino Unido amplió la garantía a los depósitos bancarios.



Cumbre de alto nivel en París para afrontar la crisis financiera a la que asistieron cumbre los jefes de Estado y de Gobierno de Alemania, Italia, Reino Unido y Francia, así como el presidente del Eurogrupo, el presidente de la Comisión Europea y el del Banco Central Europeo.



El Gobierno alemán anunció una garantía total para los depósitos.



El Ministerio de Finanzas de Alemania informó de que el Gobierno y un grupo de bancos habían alcanzado un acuerdo sobre un plan de 70.000 millones de dólares para rescatar al Hypo Real Estate.

El banco francés BNP Paribas acordó comprar el 75% de las operaciones en Bélgica y Luxemburgo del grupo financiero europeo Fortis.



Los ministros de Economía y Finanzas de la UE (Ecofin) aseguraron que no permitirían la quiebra de ninguna entidad financiera que pudiera arrastrar al resto del sistema. Los ministros acordaron elevar la garantía de los depósitos hasta un mínimo 50.000 euros. España, por su parte, la aumentó hasta 100.000 euros.

El primer ministro de Islandia, Geir Haarde, advirtió de una “bancarrota estatal” y asumió el control sobre el sistema bancario.



La Bolsa de Tokio bajó un 9,38%, su mayor descenso hasta entonces desde 1987.

El Gobierno británico anunció un plan de rescate de 50.000 millones de libras para estabilizar el sistema financiero del Reino Unido.

La Reserva Federal, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Inglaterra, Suiza, Suecia y Canadá acordaron una bajada simultánea en los tipos de interés para hacer frente a la crisis. A la medida se sumaron otros bancos emisores como el de China.

En los Estados Unidos, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, advirtió de que algunos se bancos podrían colapsar a pesar del plan de rescate aprobado por el Congreso para el sector financiero.



Jornada de caída libre en las Bolsas en Asia y Europa. Terminó la peor semana bursátil hasta esa fecha de la crisis financiera.



El Eurogrupo alcanzó un acuerdo sobre un plan de acción

que preveía garantías a los préstamos interbancarios y la recapitalización de las entidades financieras.



El Gobierno alemán presentó un plan de rescate bancario por valor de 500.000 millones de euros.

Francia presentó otro plan por valor de 360.000 millones de euros.

El Gobierno británico anunció inyecciones públicas de capital para controlar un 60% del Royal Bank of Scotland y un 40% de la fusión entre Lloyds TSB y HBOS.

Otros países de la Unión Europea también anunciaron planes de rescate, que incorporaban garantías a los pasivos bancarios y la nacionalización parcial de las entidades.



EE.UU. anunció un déficit presupuestario récord de 450.000 millones de dólares. La cifra correspondía al 3,2% de su PIB, casi el triple del que se registró el año anterior.

J.P Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, Wells

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Fargo, Merrill Lynch, State Street y Goldman Sachs aceptaron la intervención de la Reserva Federal.



El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, ofreció acoger en su país una cumbre internacional sobre la crisis financiera.



El presidente de Caisse d'Epargne renunció al cargo tras anunciar que la entidad había registrado 800 millones de dólares de pérdidas.

El Gobierno de Holanda anunció la inyección de 13.000 millones de dólares en el banco ING.



La producción industrial de China cayó por tercer trimestre consecutivo.



El presidente en ejercicio de la UE, Nicolás Sarkozy, abogó por la creación de fondos soberanos europeos.



Las Bolsas de las principales economías latinoamericanas vivieron un 'miércoles nefasto'. El índice Merval de la Bolsa de Buenos Aires cayó un 10,1%. El índice IPS de México retrocedió un 7%.

La Casa Blanca convocó una cumbre de líderes del G-20 para el 15 de noviembre.



Un comité de la Cámara de Representantes de Estados Unidos acusó a las agencias calificadoras de riesgo de ese país de haber abusado de la confianza que se tenía en ellas y de haber ignorado las señales que anticipaban la crisis.



En Dinamarca, el banco central elevó 0,5 puntos porcentuales el tipo oficial del dinero para situarlo en el 5,5%.



La Bolsa de Tokio alcanzó su nivel más bajo de los últimos 26 años.



El euro cotizó a su nivel más bajo desde abril de 2006.



La Reserva Federal estadounidense redujo el tipo de interés del 1,5% al 1%.

NOVIEMBRE 2008



Commerzbank y los bancos regionales HSH Nordbank y WestLB acudieron al plan de rescate del Gobierno alemán.



El Gobierno alemán aprobó un plan de ayuda económica por valor de 35.000 millones de euros.



El BCE bajó nuevamente los tipos de interés al 3,25%. El FMI estimó que en el 2009 habría una recesión mundial.



American Express se transformó en un banco comercial.



El gobierno estadounidense renunció a la estrategia de compra de 'activos tóxicos' de los bancos para invertir directamente en el capital de estas entidades.



Italia entró en recesión.



Los líderes del G-20 celebraron su primera cumbre en Washington, donde se comprometieron a reactivar la economía mundial, impulsar el libre comercio y poner en marcha una reforma del sistema financiero internacional.



Japón entró en recesión.



Islandia obtuvo un préstamo del FMI y una ayuda de sus vecinos nórdicos.



La Reserva Federal anunció la inyección de 800.000 millones de dólares en los mercados de

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

titulización de préstamos hipotecarios y de consumo.

DICIEMBRE 2008



El BCE bajó los tipos de interés en 75 puntos básicos, hasta el 2,5%. El Banco de Inglaterra y el Banco de Suecia rebajaron también sus tipos de interés.

El presidente de Francia, Nicolás Sarkozy, anunció un paquete de ayudas de 26.000 millones de euros para estimular la economía.



Bank of America anunció un recorte de 35.000 empleos para los tres años siguientes.



La Reserva Federal de Estados Unidos redujo su tipo de interés del 1% a 0,25%.



La agencia de calificación Standard and Poor's rebaja su calificación para las aseguradoras *monoline*, especializadas en asegurar bonos.

ENERO 2009



El Banco de Inglaterra redujo nuevamente su tipo de interés oficial al 1,5%, el más bajo hasta ese momento en sus 315 años de historia.



El Banco Central Europeo redujo la tasa de interés hasta el 2%.



El Gobierno de Estados Unidos llegó a un acuerdo para inyectar 20.000 millones de dólares a Bank of America.

Citigroup anunció planes para dividir la empresa en dos y reveló pérdidas por valor de 8.290 millones de dólares.



Reino Unido entró en recesión, con una caída de 1,5% del PIB en el último trimestre de 2008.



El Banco de España anunció que España había entrado en recesión por primera vez desde 1993.

FEBRERO 2009



UBS registró pérdidas de más de 13.000 millones de euros en 2008.

Estados Unidos anunció un nuevo plan de rescate financiero por valor de 789.000 millones de dólares



Los países miembros de G7 acordaron una reforma del FMI.



EL PIB japonés se contrajo un 12,7% el último trimestre de 2008.



El presidente de Estados Unidos, Barack Obama, destinó 60.000 millones de dólares para reducir las ejecuciones hipotecarias.

El FMI advirtió de un segundo *shock* bancario y alertó de que el crecimiento mundial podría acercarse a cero en 2009.



El Gobierno alemán aprobó su segundo paquete de

reactivación económica por importe de 50.000 millones de euros.



La economía de EE.UU. cayó un 6,2% en el cuarto trimestre de 2008.

MARZO 2009



El presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet, no descartó más descensos del tipo de interés tras dejarlos en el 1,5%.

China presentó un paquete de estímulo económico por valor de 600.000 millones de euros.



El nuevo secretario del Tesoro de los EE.UU., Timothy Geithner, anunció un programa de colaboración público-privada para la compra de 'activos tóxicos' en el que el Gobierno de los EE.UU. comprometió 500.000 millones de dólares ampliables hasta un billón de dólares.



El Banco de España intervino Caja Castilla la Mancha. El Gobierno aprobó garantías por valor de 9.000 millones de euros para su financiación.

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

ABRIL 2009



Se celebró la segunda reunión de líderes del G-20 en Londres. Acordaron reforzar la capacidad de préstamo del Fondo Monetario Internacional y avanzar en la reforma de la regulación financiera.



El FMI elevó hasta los 4,1 billones de dólares su estimación de pérdidas en el sector bancario, y reclamó más inyecciones de dinero público en el sistema financiero.



El FMI acordó el reparto de 250.000 millones de dólares entre los países miembros para fortalecer las economías de los socios con necesidades de financiación externa.

MAYO 2009



EL BCE bajó los tipos de interés al 1%, y anunció que compraría cédulas hipotecarias por valor de 60.000 millones de euros. Jean Claude Trichet no descartó nuevas bajadas.



El FMI situó el inicio de la recuperación económica en Europa en el segundo semestre de 2010. Para salir del crecimiento negativo, el FMI pidió nuevas medidas, especialmente en el sector financiero.



Francia entró en recesión.



El Banco de España anunció que la morosidad en las entidades de crédito en España llegó al 4,17% en marzo, su nivel más alto desde 1996.

JUNIO 2009



General Motors se declaró en quiebra.



El presidente de los EE.UU., Barack Obama, presentó las nuevas bases para la reforma de la regulación financiera en los Estados Unidos.

INFORMES FAES

- Europa: propuestas de libertad. (Director: Alberto Carnero. Coordinador: Manuel Herrera)
- OTAN: Una Alianza por la Libertad. Adenda: “Consideraciones en torno al 60º aniversario de la Alianza”
- América Latina: Una agenda de Libertad. (Director: Miguel Ángel Cortés. Coordinador: Guillermo Hirschfeld.)
- Por un Área Atlántica de Prosperidad (Francisco Cabrillo, Jaime García-Legaz, Pedro Schwartz)

REPORTS IN ENGLISH

- NATO: An Alliance for Freedom. Addendum: “Considerations on the Occasion of the 60th Anniversary of the Alliance.
- A case for an open Atlantic Prosperity Area (Francisco Cabrillo, Jaime García-Legaz, Pedro Schwartz)
- Latin America: An Agenda for Freedom. (Editor: Miguel Ángel Cortés. Coordinador: Guillermo Hirschfeld.)

FAES FUNDACIÓN PARA EL ANÁLISIS Y LOS ESTUDIOS SOCIALES

PATRONATO

PRESIDENTE: José María Aznar

VICEPRESIDENTA: María Dolores de Cospedal

VOCALES

Ángel Acebes, Esperanza Aguirre, Francisco Álvarez-Cascos, Carlos Aragonés,
Javier Arenas, Rafael Arias-Salgado, José Antonio Bermúdez de Castro,
Miguel Boyer, Jaime Ignacio del Burgo, Pío Cabanillas, Pilar del Castillo,
Miguel Ángel Cortés, Gabriel Elorriaga, Javier Fernández-Lasquetty, Antonio Fontán,
Manuel Fraga, Gerardo Galeote, Jaime García-Legaz, Luis de Grandes,
Juan José Lucas, José María Marco, Rodolfo Martín Villa, Jaume Matas,
Ana Mato, Abel Matutes, Pedro Antonio Martín, Jaime Mayor Oreja,
Mercedes de la Merced, Jorge Moragas, Alejandro Muñoz-Alonso,
Eugenio Nasarre, Marcelino Oreja Aguirre, Ana Palacio, Ana Pastor,
José Pedro Pérez-Llorca, Manuel Pizarro, Mariano Rajoy, Alberto Recarte,
Carlos Robles Piquer, José Manuel Romay Becarías, Luisa Fernanda Rudí,
Javier Rupérez, Soraya Sáenz de Santamaría, Pedro Schwartz, Daniel Sirera, Alfre-
do Tímermans, Isabel Tocino, Mauricio Toledano, Baudilio Tomé,
Federico Trillo-Figueroa, Juan Velarde, Alejo Vidal-Quadras, Celia Villalobos, Eduardo
Zaplana, Javier Zarzalejos

SECRETARIO GENERAL: Jaime García-Legaz

FAES Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales

c/ María de Molina 40, 6ª Planta. 28006 Madrid

Teléfono: 91 576 68 57 Fax: 91 575 46 95

www.fundacionfaes.org

e-mail: fundacionfaes@fundacionfaes.org

