

CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA

La crisis financiera que se desencadenó en agosto de 2007, y que ha dado lugar posteriormente a una grave crisis económica mundial, se ha revelado como la más importante, por su impacto cuantitativo y su globalidad, desde la Gran Depresión. Sin duda, se trata de un fenómeno que responde a múltiples causas, no necesariamente nuevas consideradas por separado pero que constituyen un entramado complejo tomadas en su conjunto. En particular, con las diferencias y dimensiones específicas que haya podido adquirir en cada país, la crisis financiera surge como consecuencia de conductas especulativas e innovaciones financieras no orientadas a la generación de valor en los sistemas financieros, pero también se ha debido a otro amplio grupo de factores económicos como el fin de un ciclo de demanda, una burbuja de precios en el sector inmobiliario y un exceso de capacidad productiva en todo el mundo. Por ello, en repetidas ocasiones se ha hecho referencia a esta crisis como la «madre de todas las crisis». Sin duda, un fenómeno de esta magnitud y relevancia social ha dado pie a un amplísimo número de análisis académicos, periodísticos y políticos.

Dado que los efectos de la crisis financiera son duraderos y la perspectiva del tiempo aun no permite abordar con suficiente distancia todos sus efectos, los principales elementos de consenso, aun lejos de la unanimidad, se han centrado en la identificación de las causas de lo acontecido. Otros elementos de relevancia, como el impacto final de la crisis y, sobre todo, los mecanismos de resolución y de prevención que pueden surgir como lecciones de la misma, están aún en pleno debate. Este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA tiene como eje la cri-

sis financiera y las propuestas de reforma de la regulación y la arquitectura financieras. Lógicamente, debido a las innumerables interacciones con la economía real, en este número también se incluyen colaboraciones que se centrarán más en aspectos de ese lado real de la economía.

Curiosamente, hace treinta años, el número 1 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedicó a la *Crisis Económica*, en un momento en el que la economía española estaba sometida a una de las crisis industriales más estudiadas internacionalmente. Por otro lado, desde estos orígenes, el estudio del sector financiero y la estabilidad financiera han constituido dos elementos de análisis habituales en esta revista y en la Fundación de las Cajas de Ahorros. En este sentido, el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ha concebido, con cierta ambición, para analizar de manera comprensiva estos fenómenos, aunando los esfuerzos de numerosos especialistas nacionales e internacionales de prestigio. En este sentido, las contribuciones de este volumen no sólo nos permiten analizar las causas de esta crisis, sino también, y fundamentalmente, las lecciones que de ella se desprenden, incluida la regulación que podría surgir para paliar y prevenir nuevos episodios de esta índole. Y lo más importante de esta tarea es que estos análisis se han realizado prácticamente de forma dinámica, en paralelo a muchos de los acontecimientos que se han producido.

El número se ha estructurado en cuatro partes. La primera se dedica a la génesis de la crisis financiera y sus implicaciones, incluidas la necesidad de reforma de la arquitectura internacional y la de atender a las lecciones de la historia. La segunda parte se ocupa de las experiencias nacionales e internacionales de las tensiones financieras, analizando, entre otros, experiencias tan relevantes como las de Estados Unidos, Reino Unido y los países emergentes. La tercera parte se centra en el papel de la supervisión y la regulación financiera antes, durante y después de la crisis. Finalmente, el número se cierra con un apartado dedicado al análisis específico de los múltiples factores explicativos de la crisis financiera, incluyendo el estudio de fenómenos como las burbujas en el mercado inmobiliario o el papel de la titulización de activos.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, al ofrecer este nuevo número a la consideración de los lectores, quiere dejar constancia de su agradecimiento al profesor de la Universidad de Granada y director del Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS **Santiago Carbó Valverde**, a quien ha correspondido la difícil tarea de diseño y coordinación del número. Quede también expreso el reconocimiento al profesor titular de la Universidad de Granada **Francisco Rodríguez Fernández**, por su asistencia y valiosa ayuda en todo el proceso de edición.

El número se abre con la colaboración de **José Manuel González-Páramo**, consejero del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Se trata del artículo «La dinámica de las tensiones financieras: Causas y consecuencias», en el que se exponen detalladamente los orígenes de la crisis. El trabajo detalla, en primer lugar, los factores microeconómicos, destacando la infravaloración del riesgo y la aparición de productos opacos y sistemas financieros alternativos, o «en la sombra» (*shadow banking systems*). Estos factores se enlazan con los macroeconómicos, en los que se destaca que gran parte de los desequilibrios globales vinieron ya gestándose durante más de una década. En todo caso, han sido las turbulencias financieras de los dos últimos años las que han llevado a los bancos centrales y a otras autoridades a adoptar medidas para estabilizar los mercados que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud, rapidez y frecuencia. En este sentido, como señala González-Páramo, un rasgo fundamental de la respuesta a la crisis, novedoso y sumamente positivo, ha sido el alto grado de coordinación, tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos de responsabilidad, como en el terreno internacional. Como señala el autor, la sostenibilidad de la recuperación pasa por aplicar con diligencia «estrategias de salida» adecuadas. Pueden distinguirse principalmente tres líneas de defensa desplegadas por las autoridades contra la crisis: la primera ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales; la segunda incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera, y, de modo coincidente en el tiempo, la tercera ha sido el ajuste de las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda agregada.

GÉNESIS E IMPLICACIONES DE LAS TENSIONES FINANCIERAS

Ante la situación descrita, conviene preguntarse qué lecciones hemos podido obtener de la evidencia empírica y cuáles son los principales retos y propuestas recientes para la reforma financiera internacional ante la crisis. De estos temas se ocupa el artículo de **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS) titulado «Crisis y regulación financiera: Lecciones de la evidencia empírica y mecanismos de acción». El autor señala cómo la perspectiva internacional de reforma de la regulación se ha orientado progresivamente a evitar la proliferación de los anteriormente mencionados *shadow banking systems*, así como la coordinación a escala nacional y la articulación de intervenciones rápidas y efectivas (*prompt corrective action*). En el marco de la Unión Europea, estos objetivos se han traducido en una combinación de supervisión basada en un doble enfoque microprudencial, con el objetivo de que los distintos comités de supervisión en los que participan los estados miembros puedan tomar decisiones de obligado cumplimiento para todos, y macroprudencial, con la creación de un órgano delegado con capacidad propia de acción para adoptar iniciativas que puedan prevenir problemas sistémicos. Desde la perspectiva nacional, se ofrece evidencia empírica que sugiere la existencia de una relación entre un cre-

cimiento excesivo del crédito en el pasado y los problemas actuales de deterioro de activos. También se observa que las mayores exigencias de supervisión prudencial y las provisiones dinámicas del Banco de España han podido paliar, hasta ahora, parte de los efectos del deterioro de activos, pero no todos. En cualquier caso, aún son precisos algunos ajustes adicionales que se acometerán en el marco de la reestructuración ordenada del sector bancario, lo que generará muy probablemente un intenso proceso de consolidación financiera.

Ante esta necesidad de reformas, parece oportuno preguntarse: ¿no se contaba con suficientes herramientas para haber prevenido la crisis? El artículo de **Guillermo de la Dehesa** (Centre for Economic Policy Research), titulado «Once fallos de mercado y de Estado en la crisis financiera», analiza los fallos del mercado y del Estado durante el transcurso de la actual crisis económica. Como indica el autor, existe, en términos generales, un fallo de mercado cuando de algún modo no se produce una asignación eficiente de los recursos. Esto supone que o bien no se han tenido en cuenta los costes y beneficios externos (eficiencia social), o bien no se han conseguido producir los bienes y servicios al coste mínimo que exigen los consumidores (eficiencia en su asignación), o bien no se ha utilizado la mínima cantidad de recursos posible en la producción de bienes y servicios (eficiencia técnica), o bien no se han podido producir los bienes y servicios a su coste de factores de producción más bajo (eficiencia productiva). Por otro lado, existe un fallo de Estado o de Gobierno cuando éstos, al intentar corregir un fallo de mercado, producen otro fallo de mercado mayor al intervenir en él, reduciendo su eficiencia, distorsionando su funcionamiento o produciendo efectos no previstos en sentido contrario al deseado. De la Dehesa señala cómo, en el contexto de la crisis, los fallos de Estado pueden provocar problemas estructurales porque sus decisiones vienen determinadas por resolver problemas puntuales a corto plazo, lo que puede empeorar el problema a largo plazo, al adoptarse medidas que cuentan con viabilidad financiera a largo plazo, y que provocan aumentos fuertes de la deuda pública y de los tipos de interés que pueden afectar negativamente a los mercados y al conjunto de los ciudadanos. También pueden producirse fallos del sector público por causas de información asimétrica, cuando saben mucho más sobre los mercados sus propios agentes que el Gobierno y, por tanto, pueden tomar medidas que terminen reduciendo la eficiencia de las medidas de éste. Finalmente, se puede llegar a producir una captura regulatoria o un arbitraje regulatorio, es decir, que las agencias regulatorias terminen siendo dominadas por aquellos a los que intentan regular o que estos últimos puedan lograr reducir su impacto, arbitrando entre unas agencias y otras.

¿A qué reformas pueden conducir estos fallos de mercado y de Estado? El artículo elaborado por **Montserrat Martínez Parera** y **Fernan-**

do Restoy Lozano, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con el título «Las implicaciones regulatorias de la crisis financiera», revisa la motivación y el contenido de las principales iniciativas de reforma regulatoria. En particular, se evalúan algunas de las reformas previstas en los requerimientos de información de las empresas financieras en general y de la regulación de las agencias de *rating* en particular. Al mismo tiempo, se enfatiza la necesidad de avanzar más decididamente en la revisión de la normativa europea que regula la transparencia en los mercados de capitales. Por otro lado, se pasa revista a la reciente propuesta de la Comisión Europea para reformar la organización de la supervisión europea, señalando algunas áreas en las que cabrían mejoras a juicio de los autores. Las reformas precisas no sólo atañen al control del riesgo, sino también a la restauración de un sistema de incentivos que favorezca que el comportamiento individual de los agentes no genere dificultades para el mantenimiento de la estabilidad financiera. No sólo se requiere reforzar los mecanismos existentes en el sistema financiero para impedir la quiebra de entidades sistémicas, sino también controlar las innovaciones espurias, tan sólo impulsadas por el arbitraje regulatorio, y sobre todo lograr que en los mercados se eliminen asimetrías de información que perturben la adecuada toma de decisiones por parte de los agentes. Por ello, muchas de las actuaciones públicas que resultan necesarias no tienen como objetivo restringir la operativa de los mercados, sino más bien establecer las condiciones para que el libre funcionamiento de éstos no perturbe su estabilidad. Con todo, el principal reto que tienen las autoridades financieras es lograr que la nueva regulación no agudice los problemas de riesgo moral que sus intervenciones han generado de modo inevitable. Ello implica buscar fórmulas para limitar las repercusiones sociales de las crisis de entidades concretas y, como mínimo, impedir que las garantías implícitas de apoyo público generen incentivos perversos en la gestión de las entidades financieras.

Las reformas de la supervisión financiera en el marco de la Unión Europea son también analizadas en la nota de **José Pérez Fernández**, presidente de Intermoney, titulada «La reforma del sistema europeo de supervisión financiera: Situación actual y cuestiones pendientes». El autor, como miembro del grupo Larosière, repasa las recomendaciones de este grupo, asumidas por la Comisión Europea y comunicadas al Consejo Europeo en la primavera de 2009. Se parte de un estudio de las interacciones entre los fallos en la regulación y los de los mecanismos de supervisión como dos realidades inseparables y mutuamente interdependientes. Con la reforma, se parte de una nueva configuración institucional, dado que, por un lado, se constituirá el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, enfocado a velar prudencialmente por la estabilidad del conjunto del sistema financiero de la UE, y por otro lado, se establecerán tres autoridades europeas de supervisión de carácter secto-

rial —banca (EBA), mercados de valores (ESMA) y seguros y pensiones (EIOPA)— que, junto a los supervisores nacionales, integrarán el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. En todo caso, José Pérez enfatiza que, para que estas instituciones recojan de forma fehaciente las recomendaciones del informe Larosière, es preciso que cumplan con los siguientes principios: eficiencia, eficacia, calidad, coherencia de la estructura de supervisión con las redes de seguridad, independencia institucional, alcance de las decisiones, inclusión del conjunto de la Unión Europea, subsidiariedad (hacer lo más efectivo y delegar el resto), neutralidad con respecto a las actuales estructuras nacionales de supervisión financiera, compatibilidad con la reforma financiera global, continuidad en el tiempo y rendición de cuentas. Asimismo, como conclusión, se destaca que es preciso que esta reforma supervisora permita prevenir crisis y evitar que el sistema de incentivos se pervierta de modo que la resolución de estos fenómenos de inestabilidad financiera recaiga sobre el erario público.

Teniendo en cuenta el desarrollo que han alcanzado los mercados y el gran número de cambios en la regulación que se han producido en las últimas décadas, parece lógico analizar si en estas reformas hemos aprendido algo de las raíces históricas de las crisis o si, como sugieren los acontecimientos recientes, es preciso revisar las lecciones de inestabilidad y turbulencia pasadas. Estas cuestiones son abordadas por **Antonio Torrero Mañas** (Universidad de Alcalá de Henares) en «La crisis financiera. Una perspectiva histórica». En este artículo se establece una comparación entre la Gran Depresión y los fenómenos recientes. Como señala el autor, la crisis actual surge, entre otras cosas, como resultado de una expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Para el autor, son diversos los factores que han inducido al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras. En un repaso de las ocurridas en los últimos treinta años, Torrero señala que la principal conclusión es que los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar los procesos de inestabilidad financiera para evitar un estallido y, sin embargo, el esfuerzo regulador ha considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual, que hubiera requerido, como viene evidenciándose desde hace ya mucho tiempo, un enfoque más macroprudencial y coordinado. Como señala el autor, nos encontramos en una situación que tiene algún parecido con la de la década de los años treinta del pasado siglo. Entonces, la poderosa construcción clásica entró en crisis debido a su incapacidad para explicar la situación; de ahí el descrédito de los economistas. Ahora, el edificio neoclásico, pleno de rigor, no sólo es incapaz de explicar y afrontar la crisis, sino que ha contribuido y respaldado los principios y el desarrollo de las ideas e instrumentos que sirven de base a los comportamientos financieros y moldean las características de las instituciones.

En este primer bloque, dedicado a la génesis y el desarrollo de la crisis y a las reformas que de ella se derivan, resulta necesario considerar un factor que, sin haber afectado a todos los países, ha tenido una incidencia importante en muchos de ellos, entre otros, en España: los desequilibrios en el mercado inmobiliario. **José García Montalvo** (Universidad Pompeu Fabra e Ivie) analiza detalladamente el origen y la transmisión de la crisis financiera, tomando como base el sistema de financiación inmobiliaria y el sistema de incentivos de los directivos de las entidades financieras, en su artículo «Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-2009». El autor realiza una interpretación de la crisis inmobiliaria y su traslación, a partir de los efectos en la financiación inmobiliaria, al sistema financiero y la economía en general. Como señala García Montalvo, algunos analistas han interpretado la crisis inmobiliaria como la consecuencia de la crisis financiera y de las nuevas condiciones crediticias, sin tener en cuenta los mecanismos que explican la crisis financiera ni considerar la velocidad y la oportunidad con que se han producido los acontecimientos. Para el autor, algunos análisis en España culpan al «enemigo exterior», la crisis financiera internacional, de los problemas de la economía española. Sin embargo, se señala que la semilla de la crisis en España se plantó mucho antes, sobre la base de un sobredimensionado sector de la construcción y con una productividad menguante. En los últimos años, hemos sido testigos de un encadenamiento de burbujas ante la dificultad de producir con rapidez el necesario desapalancamiento de la economía. La burbuja de las *puntocom* fue seguida por una burbuja inmobiliaria. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria ha creado una nueva burbuja: la burbuja de la deuda pública. Pero, llegados a este punto, no hay ningún otro lugar hacia donde empujar la burbuja. Para García Montalvo, en cada traslación de la burbuja el número de participantes ha ido creciendo, y el resultado final de este encadenamiento de burbujas dependerá de la capacidad del sector público para desapalancarse o de la posibilidad de devolver la burbuja a los mercados bursátiles y posponer el ajuste.

La segunda parte de este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedica al análisis de las experiencias nacionales e internacionales. Como se señaló anteriormente, al analizar la génesis de la crisis, la vista se vuelve hacia Estados Unidos y a la generación de un sistema financiero alternativo en la sombra: el *shadow banking system*. En su contribución «Demasiados aciertos pueden llevar al error: Definiendo el marco de la crisis financiera», **Richard J. Rosen**, investigador del Federal Reserve Bank of Chicago, explica que el periodo anterior a la crisis financiera se ha caracterizado por cambios en el sistema financiero que han dado como resultado un desplazamiento de la actividad financiera, alejándose de las actividades bancarias de préstamo tradicionales, hacia ese *shadow banking system*. La crisis financiera actual puede ser considerada como el

EXPERIENCIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

producto de un sistema en el que los inversores presentan un exceso de confianza e invierten el dinero de otros individuos, mientras los intermediarios surgen para aprovecharse de las tendencias de los inversores. Como señala Rosen, si los inversores tenían una mezcla de exceso de confianza, falta de atención y deseo de elevados rendimientos, los intermediarios que crearon el sistema financiero alternativo fuera de la regulación tenían un incentivo para crear titulizaciones con elevados rendimientos (que entonces consideraron aciertos) pero posiblemente mucho riesgo oculto (que se ha convertido en muchos errores), como finalmente se evidenció. Para el autor, no hay razón para esperar que este proceso no se repita si no se aborda una importante reforma regulatoria. Para ello, será necesario un cambio importante en los esquemas de incentivos en todo el sector bancario, en el cual cada actividad tenga su riesgo identificado y, con él, su adecuada regulación y supervisión.

Por su trascendencia para Europa, y al protagonizar algunos de los episodios de quiebra y rescate bancarios más sonados, resulta de gran relevancia el análisis particular del desarrollo de la crisis en el Reino Unido. El profesor **Phil Molyneux**, de la University of Bangor (Gales, Reino Unido), analiza estas cuestiones en su artículo «La crisis bancaria del Reino Unido». Para el autor, es suficientemente llamativo señalar que ahora los grandes bancos británicos son *de facto* de propiedad pública, dado que el Gobierno ha tenido que inyectar fondos masivos para reflotarlos. Para el autor, el colapso de los mercados inmobiliarios globales provocado por la crisis *subprime* de los Estados Unidos es generalmente considerado como la principal causa de la crisis, pero también debe considerarse la excesiva propensión al riesgo de los bancos y las inapropiadas estructuras de gobierno y gestión que han llevado a estos errores. Para Molyneux, es tiempo de revisar el proceso de desregulación a escala nacional e internacional que se ha producido en las últimas décadas. Curiosamente, las entidades bancarias del Reino Unido se encontraban antes de la crisis entre las más rentables, y eran a menudo consideradas como el paradigma del mercado. Sin embargo, muchos de estos bancos protagonizaron el colapso en 2008, precisamente porque de lo que eran un ejemplo era de los fallos de gestión del riesgo anteriormente señalados. Para el autor, la reforma financiera y las propias estrategias del sector se reconducirán hacia una «vuelta a lo básico» (*return to basics*), a los orígenes, que implicará un mayor énfasis en ratios de capitalización y liquidez simples, exigentes e inteligibles que serán requeridas como criterios básicos de funcionamiento a las entidades financieras. Asimismo, se exigirá una mayor transparencia que evite modelos de negocio opacos, complementada con el desarrollo de sistemas de alerta efectivos y otros procedimientos de intervención y prevención.

En el Reino Unido destacó, en los orígenes de la crisis, el caso particular de la caída de Northern Rock y el riesgo de pánico bancario que en-

tonces se produjo, dos cuestiones analizadas en profundidad en el artículo «La crisis de “Northern Rock”: Un caso de fallo de regulación, de negocio y de intervención», de **David T. Llewellyn** (Loughborough University). Como señala Llewellyn, si hay alguna consecuencia positiva de la crisis, es que obligó a considerar una serie de cuestiones fundamentales más importantes que los detalles del propio caso Northern Rock. La argumentación central del autor es que el episodio de Northern Rock fue un caso multidimensional, que reflejaba un complejo conjunto de problemas interrelacionados. Asimismo, este caso reveló la existencia de elementos de riesgo y debilidad sistémica en diferentes áreas, entre las cuales cabe destacar dos: no existía un régimen especial de insolvencia para los bancos y no se disponía de modelos definidos de resolución *ex ante* para bancos en dificultades. Tras esta crisis, el Gobierno británico está llevando adelante una de las mayores transformaciones históricas en la regulación financiera, aunque, a juicio del autor, no todas sus carencias fueron abordadas. En definitiva, la consecuencia positiva en este contexto es que el proceso centró la atención en estas graves líneas de fractura.

La actual crisis financiera es de carácter global; por ello afecta tanto a países desarrollados como a economías emergentes, cuya importancia es, ha sido y será determinante en el orden económico mundial en los próximos años. **Alicia García Herrero** y **Sonsoles Castillo Delgado** (Servicio de Estudios del BBVA) revisan, en su artículo «Efectos y lecciones de la crisis crediticia para las economías emergentes», las consecuencias que sobre estos países ha tenido una crisis financiera internacional sin precedentes. Una primera lección que se extrae de esta crisis es que en esta ocasión el mundo emergente, en general, ha parecido resistir mejor la crisis. Si bien es cierto que la acumulación de *shocks* y su duración en el tiempo ha terminado impactando negativamente a prácticamente todas las economías, sobre todo por la potencia del canal real; también es cierto que el impacto del canal financiero ha tenido un carácter más transitorio y menos dañino. La segunda lección es que el grado de ajuste de las economías emergentes ante la crisis está muy correlacionado con su posición de partida (desequilibrios, margen de acción de las políticas y fortalezas de los sistemas financieros). Es más, es previsible que las dinámicas de salida de la crisis también estén relacionadas con el punto de partida del que provenían estas economías en cuanto a fortaleza de sus regulaciones y sus propios sistemas financieros; por lo tanto, se puede afirmar que de esta crisis surgirán ganadores y perdedores dentro del propio mundo emergente. La tercera lección es que el mundo emergente escala posiciones en el entorno internacional frente al mundo desarrollado. La crisis está pasando factura a las economías occidentales no sólo en términos de crecimiento, sino también de credibilidad, al tiempo que algunas de las principales economías emergentes saldrían forta-

LECCIONES PARA LA SUPERVISIÓN Y LA REGULACIÓN FINANCIERA

lecidas, lo que les estaría empujando a reivindicar mayor protagonismo en la escena internacional.

Como respuesta a los desequilibrios y las necesidades regulatorias señalados en los bloques anteriores, la tercera parte de este volumen se centra en las lecciones específicas para la supervisión y la regulación. **George G. Kaufman** (Loyola University) identifica, en su artículo «La crisis financiera de 2007-0X: Pecados y pecadores», a muchos de los principales responsables que contribuyeron con su actuación al estallido y la difusión de la crisis financiera de 2007 en adelante. Para el autor, no todos los culpables deberían soportar la misma responsabilidad, aunque sin cada uno de ellos la crisis no hubiera llegado a ser tan grave. Por un lado, se señala como un error haber concedido excesivo protagonismo a los mercados hipotecarios, y sobre todo a la proliferación de sus intermediarios, sin los adecuados controles. Por otro lado, uno de los elementos más importantes es que los reguladores no exigieron a los bancos que mantuviesen un nivel de recursos propios suficiente y correctamente calculado para absorber pérdidas inesperadas. Asimismo, aun cuando autoridades como el Federal Deposit Insurance Corporation contaban con potestad para adoptar medidas de acción correctiva temprana, éstas no se pusieron en marcha. Como la toma de medidas correctivas eficaces exige una correcta identificación de las causas de la crisis, el autor señala que hay que mirar al pasado para intentar evitar que se repitan los mismos errores en el futuro, y la regulación debe tener en cuenta estas dimensiones. Sin embargo, advierte que en otras ocasiones se dio esta recomendación y, hasta ahora, parece no haberse seguido.

Siguiendo con las reformas regulatorias y de supervisión, el artículo «Saneamiento y liquidación de bancos con actividad transfronteriza en Europa», de **María Jesús Nieto Carol** (Banco de España) y **Gillian G. H. Garcia** (FMI), analiza las limitaciones del marco institucional descentralizado y la falta de coordinación de la regulación sobre gestión de crisis financieras transfronterizas en la UE. Como indican las autoras, estas deficiencias se han hecho particularmente patentes en el contexto de las turbulencias financieras que se dieron desde agosto de 2007. En otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, algunos gobiernos nacionales se apresuraron a incrementar los niveles de cobertura de sus sistemas de garantía de depósitos y a recapitalizar sus bancos en crisis. A pesar del compromiso político de los ministros de Finanzas en el ECOFIN, al comienzo de este periodo de turbulencias, de reformar el marco institucional, incluyendo las directivas comunitarias, las reformas hasta la fecha parecen limitadas particularmente al ámbito de los esquemas de seguro de depósito y el saneamiento y la liquidación de entidades bancarias transfronterizas. Estas dos importantes instituciones para la salvaguarda de la estabilidad financiera, sin embargo,

han sido bastante olvidadas en las estructuras y mecanismos de coordinación explícita entre estados miembros que se han creado en los últimos años. Más aún, la coordinación implícita mediante las directivas ha sido sólo de mínimos, resultando a todas luces insuficiente. En este análisis, Nieto y García destacan que los supervisores prudenciales de la UE tienen objetivos diferentes, arquitecturas institucionales distintas y distintas facultades para actuar en circunstancias de crisis, lo que dificulta las reformas. Es más, en algunos países los supervisores acuden con frecuencia a la persuasión moral, mientras que en otros la «carga de la prueba» en el ejercicio de sus facultades recae sobre ellos mismos, lo que contribuye a retrasar su acción correctiva.

Siguiendo esta línea de análisis, el artículo «Apuntes para una teoría post-crisis de la intervención pública en el sistema financiero», de **Gonzalo García Andrés** (Economista del Estado), muestra que la crisis financiera ha marcado el inicio de una nueva ola de cambio e intensificación de la intervención pública en el sistema financiero. Resulta necesario en este sentido, señala García Andrés, trabajar para que la gran reforma en curso tenga éxito en el difícil desafío de aprovechar el potencial para generar bienestar de un sistema financiero abierto y basado en el mercado. La reflexión en este artículo sobre el sistema financiero y su relación con la economía real comienza con la propuesta de un paradigma teórico alternativo al de la eficiencia de los mercados financieros. A su vez, se plantean los elementos fundamentales que debe tener el nuevo sistema de regulación considerando los fallos de mercado que éste debe abordar. El autor señala algunos de los desafíos de la correcta aplicación de la regulación y del tratamiento de las entidades sistémicas, destacando que el primer paso es que la regulación asimile el alcance, la complejidad y los costes de los fallos de mercado, y que se adapte para prevenirlos y corregirlos eficazmente. Asimismo, se señala que la experiencia española parece desmentir esta «imposibilidad» de alcanzar un equilibrio razonable entre mercado e intervención pública en las finanzas. Como indica el autor, a pesar de algunos problemas en algunos segmentos del sistema bancario, el modelo español de regulación y supervisión ha resistido bastante bien la crisis.

En su artículo «Reflexiones sobre la regulación bancaria a raíz de la crisis financiera internacional», **Jesús Saurina** (Banco de España) continúa el análisis de la regulación bancaria y de su contribución a la estabilidad financiera a raíz de la crisis financiera internacional. El tipo de enfoque regulatorio, el nivel de capital y su oscilación a lo largo del ciclo o la gestión del riesgo de liquidez son algunos de los elementos sobre los que se ha abierto un intenso debate, todavía inconcluso para el autor. En el artículo se sugiere que la crisis financiera internacional se va a traducir inevitablemente en un nuevo panorama bancario mundial como consecuencia de un necesario proceso de reestructu-

ración del sistema bancario, que debe adecuar su nivel de capacidad productiva a un nuevo entorno económico menos expansivo en los próximos años. Una disminución del número de entidades y un aumento de la concentración de éstas puede contribuir temporalmente a reforzar el valor de las franquicias bancarias que sobrevivan. Un mayor valor de la franquicia bancaria, como resultado de una disminución de la intensidad competitiva, tiene efectos moderadores sobre los incentivos de las entidades a asumir mayores niveles de riesgo. Sin embargo, señala Saurina, éste no puede ser el equilibrio de largo plazo de un sistema bancario. La competencia aumenta la eficiencia y el bienestar de la sociedad. Por lo tanto, los reguladores bancarios deben buscar un marco regulatorio que estimule la competencia entre entidades y, al mismo tiempo, garantice su estabilidad y solvencia, lo que requiere una regulación más estricta del riesgo asumido.

En este entorno de regulación y reforma, los mecanismos de generación y ampliación de recursos propios han sido objeto de análisis y discusión. El artículo de **José María Méndez Álvarez-Cedrón**, director general adjunto de CECA, y **Jorge Juan Pereira Rodríguez** (Confederación Española de Cajas de Ahorros), titulado «La reforma del régimen jurídico de los recursos propios de las entidades de crédito, su impacto en las cajas de ahorros», analiza estas cuestiones para las cajas de ahorros españolas. Se establece, en primer lugar, la evolución de la normativa prudencial sobre fondos propios de las entidades de crédito dentro del ordenamiento español. En segundo lugar, se pone en perspectiva la revisión del régimen de recursos propios efectuada por parte de las autoridades internacionales durante la crisis financiera. Asimismo, se examina el nuevo impulso internacional a la regulación de los recursos propios, estudiando las diferentes reformas a la Directiva de Adecuación del Capital. En tercer lugar, se evalúa la gestión de los recursos propios en las cajas de ahorros, haciendo especial referencia a sus peculiaridades institucionales y legales. Para los autores, si el endurecimiento de la normativa de capital se concreta, las cajas de ahorros deben ser plenamente conscientes de que deben reforzar en lo posible sus recursos propios. Asimismo, si se materializa la reforma proyectada en el régimen del capital, debería abordarse paralelamente un debate sobre los instrumentos con que cuentan las cajas para cubrir su capital regulatorio. En este sentido, como sugieren Méndez y Pereira, debe reflexionarse sobre la figura de las cuotas participativas.

Precisamente, la emisión de cuotas participativas se ha tornado como una de las opciones para las cajas de ahorros de incrementar su capital. En la nota de **Roberto López** (Caja de Ahorros del Mediterráneo), con el título «La emisión de cuotas participativas», se señala, a partir de la experiencia reciente, que la emisión de cuotas permite respaldar la estrategia de internacionalización de las cajas de ahorros, mejoran-

do la estructura de la base de capital y permitiendo así aprovechar el efecto multiplicador sobre el potencial de emisión de otro tipo de recursos propios, como la deuda subordinada o las participaciones preferentes.

Otro de los elementos de análisis en el marco de la reforma regulatoria señalados anteriormente es la necesidad de abordar y atajar las posibilidades de arbitraje regulatorio, como la capacidad de aprovechar las asimetrías en la regulación en distintos países o circunscripciones. Las fusiones transfronterizas de entidades financieras, en especial de aquellas en que participan las denominadas «instituciones sistémicas», tienen una elevada importancia desde este punto de vista. **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS), **Edward J. Kane** (Boston College) y **Francisco Rodríguez Fernández** (Universidad de Granada y FUNCAS) señalan, en su artículo «Fusiones transfronterizas y regulación: Lecciones en tiempos de crisis», que la falta de una política única de supervisión y regulación financiera en Europa abre la vía para que estas fusiones se conviertan en una forma de arbitraje regulatorio, en el que la integración perseguiría aprovechar las regulaciones menos exigentes y extraer, de este modo, los mayores beneficios posibles de la red de seguridad. Los autores analizan los resultados empíricos de algunas investigaciones recientes que estiman el impacto de estas prácticas. La implicación política fundamental de este estudio es que las fusiones transfronterizas pueden reducir la eficacia de los requerimientos de capitales propios y/o los seguros de depósitos en los países de la UE, un elemento de gran trascendencia en el actual contexto de reformas de los sistemas de supervisión en la Unión Europea.

El último bloque del número incluye un repaso a algunos determinantes específicos de la crisis financiera y de sus interrelaciones con la economía real. Lo acontecido en España en este contexto sirve de marco para algunos de los artículos de esta sección. El artículo «La crisis de los mercados inmobiliario e hipotecario. Factores explicativos», de **Julio Rodríguez López** (Banco de España), presenta un profundo análisis del mercado hipotecario y de vivienda como factores fundamentales para explicar la actual crisis financiera en España. Como señala el autor, el análisis del mercado de vivienda obliga a seguir la pista a las raíces del comportamiento de la demanda y de la oferta de dicho activo. Entre 1997 y 2007 se produjo en España una fuerte canalización de recursos hacia el mercado inmobiliario, en especial en materia de suelo y de crédito, lo que iba a ocasionar, con alta probabilidad, abundantes desequilibrios, así como también iba a afectar de forma negativa a la capacidad de competir de la economía española. El autor enfatiza los posteriores problemas de liquidez y de solvencia bancarios, que provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vi-

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA CRISIS FINANCIERA

vienda en 2008 y 2009. En este contexto, como señala Rodríguez López, las entidades de crédito han vuelto a considerar en gran parte a los depósitos como vía principal de financiación desde el inicio de la crisis. Está por ver, sin embargo, cuál será la evolución futura de la titulización como mecanismo de «alimentación financiera» de bancos y cajas de ahorros en España. Para el autor, será difícil que en la Unión Europea se vuelvan a repetir operaciones en las que el crédito titulado desaparece plenamente del balance de dichas entidades.

La política monetaria es un instrumento clave para paliar los efectos de la crisis financiera. En el artículo «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y el funcionamiento del mercado interbancario durante la crisis financiera», de **Juan Ayuso y Roberto Blanco** (Banco de España), se muestra que la crisis financiera que se inició durante el verano de 2007 ha afectado notablemente al funcionamiento de los mercados monetarios mundiales. Dada la importancia de éstos para la política monetaria, los bancos centrales han reaccionado modificando sus marcos operativos. En el caso del Eurosistema, la rápida reacción y la flexibilidad de su marco operativo permitieron, durante la primera fase de la crisis, enfrentarse con razonable éxito a los problemas. De la comparación con otras experiencias, una de las lecciones que se pueden extraer es que determinadas contrapartidas son atributos deseables de cualquier marco operativo de política monetaria. En particular, los autores señalan que la provisión de un cierto volumen de fondos más allá del muy corto plazo ha mostrado que puede presentar algunas ventajas para el funcionamiento de los mercados monetarios, pero también cabe plantearse si el volumen de las operaciones a más corto plazo debe superar un cierto nivel crítico mínimo para que los bancos centrales sigan pudiendo controlar la formación de los tipos de interés de mercado a esos horizontes.

En el contexto de la liquidez, la titulización, que puede ser definida como la agrupación de activos financieros para la subsecuente venta en forma de títulos valores, ha tenido un elevado protagonismo en los últimos años. La contribución de **David Marqués-Ibáñez y Antonio Matas Mir** (Banco Central Europeo), bajo el título «Titulización en la Zona Euro: Nuevas perspectivas», explica que la reciente crisis financiera ha traído vulnerabilidades de los mercados de titulización, dañando el funcionamiento de los mercados de crédito. La actividad de titulización se expandió de forma espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, en términos de actividad y en el número y la complejidad de los instrumentos empleados. Este artículo presenta hechos relacionados con los avances en titulización y su desempeño en la zona euro, resaltando las implicaciones de la política monetaria y la estabilidad financiera, las actuales iniciativas del Banco Central Europeo para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización,

e iniciativas regulatorias actualmente llevadas a cabo. Los autores prevén tanto un considerable endurecimiento de la consideración que reciben las titulaciones en el marco de la revisión de Basilea II como un incremento muy significativo de los requisitos contables y de transparencia informativa.

José Luis Peydró Alcalde (Banco Central Europeo) expone, en su artículo «El impacto macroeconómico de la integración financiera», que el aumento de la globalización internacional en las dos últimas décadas ha generado un debate sobre el impacto macroeconómico de la integración financiera. La evidencia resumida en este artículo sugiere que la integración financiera resulta positiva para la convergencia económica y la distribución del riesgo, de ahí que fomente el bienestar de los países de la zona euro. Si bien la integración financiera puede que suponga inestabilidad financiera en casos extremos, existe evidencia que sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos. Asimismo, Peydró señala que la política monetaria expansiva puesta en marcha para paliar los efectos de la crisis en Europa ha evitado que el crecimiento del PIB se haya resentido de forma aún más marcada.

El artículo que cierra este número se titula «La situación de las empresas inmobiliarias y constructoras en España», y corresponde a **Belén Gill de Albornoz Noguer** (Universitat Jaume I de Castellón e Ivie), **Luís Martínez Isach** (Universitat Jaume I de Castellón) y **Juan Fernández de Guevara Radoselovics** (Universidad de Valencia e Ivie). Este trabajo presenta evidencia sobre el comportamiento de las empresas de los sectores de la construcción e inmobiliario en España durante el periodo 1997-2007. Para ello, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias. Como muestran los autores, entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera en estos sectores, que prácticamente se desvanecieron en 2007. Los resultados del análisis realizado indican que el enorme aumento del endeudamiento de las empresas se tradujo en sustanciales incrementos de rentabilidad para los accionistas, gracias, en gran parte, al efecto que la especulación en torno a los precios de la vivienda y del suelo generó sobre los resultados. Además, el enorme déficit entre el volumen de fondos generados por las operaciones y el de fondos invertidos en el periodo considerado fue cubierto casi en su totalidad con fondos ajenos, dado que la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en estos sectores fue negativa. Como se sugiere en este artículo, ahora que se ha evidenciado que la burbuja en el sector inmobiliario ha pinchado, cabe preguntarse si la crisis del sector, que está arrastrando al resto de la economía, va a servir para detectar los errores que se cometieron y adoptar medidas para evitar que se repitan.

Junto con el nutrido grupo de artículos señalados, este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se cierra con un detallado *apéndice estadístico*, en el que el **Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS** aporta un conjunto de indicadores que permiten aproximar la evolución de la coyuntura española desde el inicio de la crisis.

En definitiva, y aun cuando muchos de los efectos y cambios que traiga esta crisis proporcionarán numerosas lecciones para el análisis durante los próximos años, la lectura de todas las contribuciones de este número puede proporcionar al lector una visión de conjunto de las causas y consecuencias de la crisis bancaria y, lo que es tanto o más importante, de los cambios y transformaciones que no sólo en la regulación, sino también en la propia forma de entender el desarrollo financiero y su sostenibilidad, han podido surgir.