

La supervisión de los mercados y la estabilidad financiera

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

“**Ha sido la crisis actual la que de forma más clara ha evidenciado el impacto contundente que un inadecuado funcionamiento del sistema financiero puede tener sobre las perspectivas de crecimiento y de creación de empleo”.**

de las cajas, representando el 98,3% de los activos del sector tras pasa su actividad financiera a un banco. A finales de octubre de 2011, sólo quedan como cajas, Caja Ontinyent, Caja Pollença y Caja3 tiene pendiente de aprobación la segregación de su negocio financiero a un banco, que ya tiene constituido.

Los próximos pasos

Gran parte de los ajustes en la estructura del sistema bancario ya han tenido lugar, pero el proceso todavía no ha finalizado. Las entidades inmersas en los distintos procesos de integración deberán seguir procediendo a adoptar las medidas acordadas, que implican mejoras en su gestión y en su eficiencia. Las reformas internacionales emprendidas en la regulación financiera y en el marco supervisor no serán ajenas a los cambios que todavía deberán observarse. La incertidumbre que todavía persiste en los mercados puede requerir nuevas modificaciones y ajustes.

En este sentido, el acuerdo de recapitalización bancaria acordado en la UE, que sitúa los requerimientos mínimos de capital en el 9% de los activos ponderados por riesgo, por encima de las exigencias derivadas de los decretos de recapitalización españoles, exigirá un esfuerzo adicional a algunas entidades españolas.

El carácter voluntario que ha predominado en este proceso de reestructuración, en el que se ha dado un papel

preponderante al mercado, permite pensar que se está avanzando hacia un sistema más estable y eficiente.

Javier Aríztegui Yáñez
Subgobernador del Banco de España

Introducción

Aunque la estabilidad financiera no es ciertamente un concepto de invención reciente, su consideración como objetivo público recibió un impulso notorio hacia mediados de la década de los noventa del siglo pasado. En aquel momento las economías avanzadas disfrutaban de una fase de expansión con escasa inflación (la llamada *gran moderación*) que se prolongó hasta el comienzo de la crisis actual en 2007. No obstante, la identificación de desequilibrios en los mercados de activos y el aumento del endeudamiento del sector privado en numerosas economías en un contexto de desregulación progresiva y globalización de la actividad financiera reforzaron el interés de las autoridades públicas -y, singularmente, de los bancos centrales- por la evaluación de la situación y perspectivas del sistema financiero y de su interacción con la economía real.

Las crisis de los mercados emergentes, la caída del fondo LTCM en 1998 y el desplome de los mercados bursátiles internacionales en 2001 produjeron una motivación suplementaria para la introducción de la estabilidad financiera entre los objetivos explícitos de las políticas públicas. Sin embargo, ha sido la crisis actual la que de forma más clara ha evidenciado el impacto contundente que un inadecuado funcionamiento del sistema financiero puede tener sobre las perspectivas de crecimiento y de creación de empleo.

La estabilidad financiera se ha mostrado siempre como un concepto elusivo, más fácil de definir en negativo (es decir, la ausencia de estabilidad financiera) que en positivo¹. Por otra parte, a diferencia de lo que ocurre con la estabilidad macroeconómica, no se dispone todavía de un marco conceptual suficientemente sólido para su análisis y, en particular, se está lejos de poder definir una función de reacción que permita ligar la información macro y micro disponible con actuaciones concretas para preservar la estabilidad financiera.

La crisis no ha alterado el papel esencial que la solvencia de las entidades de crédito desempeña en la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, ha mostrado la necesidad de completar los enfoques de supervisión habituales -basados en esquemas micro-prudenciales- con el seguimiento de los riesgos generados en el contexto económico y financiero relevante.

Al mismo tiempo, los acontecimientos recientes indican que el aumento de la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades bancarias no resulta una condición suficiente para contener los riesgos sistémicos relevantes. La actuación regulatoria debe, además, desactivar otros factores desestabilizadores que exceden del ámbito directo de actuación de la normativa prudencial. Así, en el epicentro de la crisis se encuentran, entre otros ele-

1. Ver en todo caso Schinasi (2004)

La supervisión de los mercados y la estabilidad financiera

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la CNMV

mentos: el inadecuado comportamiento de las agencias de *rating*, la ausencia de mecanismos eficaces de mitigación del riesgo de contrapartida en los mercados de derivados o la ausencia en algunos mercados de dispositivos que permitan limitar eficazmente la volatilidad de los precios. Sobre todo, la crisis responde en gran medida a una profunda crisis de confianza derivada, en parte, de las deficiencias de las normas que regulan la transparencia de la situación patrimonial de los emisores de valores -singularmente de las entidades financieras-, de la naturaleza de los productos ofertados en los mercados y de las condiciones de oferta y demanda en un gran número de mercados -como los de renta fija y derivados-.

Por ello, aunque resulta incuestionable que en la prevención y gestión de situaciones de inestabilidad financiera los bancos centrales y los reguladores prudenciales asumen posiblemente la responsabilidad central, los supervisores de mercados tienen una importante función que desempeñar. Ello conlleva la necesidad de acotar adecuadamente las responsabilidades en cada ámbito y reflexionar sobre el modelo organizativo más adecuado para lograr la coordinación requerida.

Los reguladores de valores y la estabilidad financiera

La contribución que los supervisores de mercados pueden realizar a la preservación de la estabilidad financiera se canaliza esencialmente a través de tres vías diferenciadas.

La primera responsabilidad relevante es la supervisión de agentes del mercado con una importancia sistémica. Este puede ser el caso de las empresas de servicios de inversión y de las infraestructuras que, por su dimensión o el tipo de actividad que desempeñen, podrían generar efectos adversos para el conjunto del sistema si atravesaran problemas graves de funcionamiento o de viabilidad. En concreto, las cámaras de contrapartida central, que absorben el riesgo de contrapartida de las transacciones financieras, son una fuente relevante de riesgos sistémicos.

La segunda vía es la relativa al mantenimiento de la confianza de los inversores en el adecuado comportamiento de emisores e intermediarios. La ruptura del principio de confianza resulta incompatible con el adecuado desenvolvimiento de los flujos de financiación de la economía, lo que constituye un ingrediente esencial de la estabilidad financiera. En este ámbito se encuadran las competencias de los supervisores de valores en la vigilancia de las agencias de *rating*, de las normas de transparencia -contabilidad, hechos relevantes, participaciones significativas...- de las empresas emisoras y de la conducta de las entidades de crédito y otros proveedores de servicios de inversión en su relación con los inversores.

Finalmente, la tercera vía por la que los supervisores de valores contribuyen a la estabilidad financiera es median-

La supervisión de los mercados y la estabilidad financiera

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la CNMV

te la vigilancia de las reglas, prácticas, o estrategias de los participantes en los mercados. En particular, en un contexto de crisis como el actual, es importante que el funcionamiento de los mercados no contribuya a exacerbar el impacto que sobre la estabilidad del sistema ocasiona la incertidumbre económica y financiera general. Las actuaciones en materia de limitación de la operativa en corto, la introducción y supervisión de los mecanismos de contención de la volatilidad de las cotizaciones o el control de la actividad los operadores de alta frecuencia constituyen ejemplos de acciones en este ámbito.

¿Debe incluirse la estabilidad financiera entre los objetivos de los reguladores de valores?

Habida cuenta de la contribución que los supervisores de valores pueden realizar a la estabilidad financiera parece evidente que estos deben formar parte del entramado institucional que proteja su preservación. Una cuestión distinta es si ello exige que la estabilidad financiera aparezca explícitamente entre sus objetivos prioritarios.

Para contestar a esta pregunta debe tenerse en cuenta que las acciones a través de las cuales los supervisores de valores contribuyen a la estabilidad financiera se encuentran ligadas al cumplimiento de sus objetivos estatutarios convencionales; es decir: la transparencia, la adecuada formación de los precios y la protección de los inversores. Estos objetivos tienen utilidad social en sí

mismos y no solo en función de su relación con la estabilidad sistémica.

Por otra parte, con independencia de que el término estabilidad financiera deba entenderse en sentido amplio, no todos sus componentes tienen la misma importancia relativa. Así, la solvencia de las entidades de crédito ejerce un impacto sobre la estabilidad sistémica mucho más directo que el cumplimiento de las normas de conducta. Por ejemplo, está claro que la adecuada capitalización de una entidad importante tiene un efecto más inmediato sobre la solidez del sistema financiero que la detección de defectos en la comercialización entre la clientela minorista de determinados instrumentos computables como capital regulatorio.

Por ello, con la inclusión explícita de la estabilidad financiera entre los objetivos prioritarios de los supervisores de valores podría llegar a entenderse que en aras de salvaguardar la estabilidad financiera cabría, si hiciera falta, supeditar la vigilancia de la conducta a la de los requisitos de solvencia, aunque ello implicara rebajar el grado de cumplimiento de otro objetivo social relevante: la protección de los inversores. Esta posible confusión -que afectaría a la confianza sobre la capacidad del supervisor para asegurar el adecuado funcionamiento de los mercados- debería evitarse buscando una definición de objetivos estatutarios que sea suficientemente nítida y no jerarquizable.

La supervisión de los mercados y la estabilidad financiera

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la CNMV

La organización de la supervisión: hacia el modelo *twin-peaks*

Un aspecto derivado de la discusión anterior es el relativo a la organización de la supervisión financiera. En ocasiones se ha argumentado que dada la relación de los distintos ámbitos de la actividad financiera con la estabilidad sistémica, podría tener sentido agrupar la supervisión de entidades financieras y mercados en una institución (modelo de supervisor integrado) que tuviera la preservación de la estabilidad financiera como objetivo primordial.

No obstante, es precisamente el carácter de poliedro irregular del concepto de estabilidad financiera una de las principales razones por las que el modelo de supervisor integrado no es, en general, el más adecuado. Así, una de las lecciones de la crisis ha sido que la estabilidad financiera requiere no solo la adecuada supervisión de todos los ámbitos de la actividad financiera sino también el comportamiento responsable de la política fiscal y monetaria. Las autoridades encargadas de estas tareas responden típicamente a mandatos diversos, derivados de una variedad de objetivos sociales legítimos, con independencia de que al mismo tiempo sus actuaciones tengan repercusiones sobre la evolución y la fortaleza del sistema financiero en su conjunto.

Dado que el modelo de supervisor integrado necesariamente debe atender a la preservación de la estabilidad

como objetivo prioritario y no todos los ámbitos relevantes contribuyen de la misma manera a este objetivo, una autoridad supervisora única tiende lógicamente a priorizar sus actuaciones en función de la contribución estimada de las mismas a la estabilidad del sistema financiero. En la práctica, esto implica habitualmente algún grado de infravaloración de las funciones relativas a la supervisión de las normas de conducta, la vigilancia de la transparencia o la protección de los inversores en relación con el peso otorgado al mantenimiento de la solvencia de las entidades.

Por ello, tiene más sentido buscar fórmulas organizativas que, entre otras consideraciones, impidan la postergación de objetivos sociales valiosos. Ello exige distribuir las funciones supervisoras en más de una organización, cada una encargada de velar por un objetivo o un conjunto de objetivos sociales concretos que sean plenamente complementarios. Esta condición no es ciertamente satisfecha por el modelo de supervisor integrado, aunque tampoco por el modelo sectorial que, como en el caso español, asigna a cada supervisor la vigilancia del cumplimiento, en un determinado sector, de normas prudenciales y de conducta que pueden ocasionalmente estar sometidas a relaciones de intercambio.

Desde este punto de vista, resulta superior un modelo de dos supervisores, uno encargado de la vigilancia de la

La supervisión de los mercados y la estabilidad financiera

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la CNMV

solvencia de todo tipo de entidades financieras (banca, seguros y empresas servicios de inversión) y otro encargado de vigilar las normas de conducta con objeto de preservar la transparencia, el adecuado funcionamiento de los mercados y la protección de los inversores. En la medida en que el supervisor prudencial se sitúe en el banco central este modelo permite, además, evitar los problemas de coordinación que se han evidenciado en algunos países con supervisor integrado -pero separado del banco central- entre la autoridad encargada de revisar la solidez patrimonial de las entidades bancarias y el organismo responsable de decidir si se suministran los fondos requeridos para evitar que una posible situación de falta de liquidez derive en una crisis de solvencia.

Este modelo (*twin-peaks*) es, esencialmente, el elegido por todos los países europeos que han reformado recientemente la organización de la supervisión: (Bélgica, Reino Unido y Francia) y el que se encuentra vigente en Holanda desde 2005. En nuestro país, la implantación de este modelo implicaría extraer de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones las funciones supervisoras y repartirlas entre la CNMV, que acogería las relativas a protección de los clientes, y el Banco de España, que asumiría la supervisión prudencial de las compañías de seguros. Al mismo tiempo, la CNMV traspasaría al Banco de España las funciones de supervisión prudencial -manteniendo las de naturaleza organizativa y conducta- de las

Empresas de Servicios de Inversión y, posiblemente, de las infraestructuras de pos-contratación con importancia sistémica -como entidades de contrapartida central-. Por último, el Banco de España transmitiría a la CNMV su servicio de reclamaciones y las tareas de supervisión de las normas de conducta de las entidades de crédito en relación a los productos bancarios, que se añadirían a las relativas a la prestación de servicios de inversión, que la CNMV desempeña ya en la actualidad.

En todo caso, este modelo requiere mecanismos eficaces de coordinación entre los dos supervisores, pues ambos ejercerían tareas de vigilancia sobre la misma población de entidades financieras. Al mismo tiempo, parece evidente que el control de los riesgos para la estabilidad financiera requiere su evaluación conjunta por parte de los dos supervisores financieros y, también, de la autoridad presupuestaria. Estructuras que responden a este objetivo han sido creadas recientemente en diversas jurisdicciones nacionales ² y también a nivel de la Unión Europea (Consejo Europeo de Riesgo Sistémico) y global (Consejo de Estabilidad Financiera).

En España, el actual Comité de Estabilidad Financiera, presidido por el Secretario de Estado de Economía, y del que forman parte, también, el Subgobernador del Banco

2. Mecanismos de coordinación entre supervisores también están siendo diseñados en Estados Unidos, como parte de la instrumentación de la Ley Dodd-Frank (ver Bernanke, 2011) y el Reino Unido (ver UK Government, 2011).

El sector exterior y el apoyo financiero oficial a la internacionalización

Alfredo Bonet Baiget
Secretario de Estado de Comercio Exterior



“ A nivel exportador hemos asistido a un aumento muy notable de la presencia internacional, de modo que nuestra base de empresas exportadoras se ha duplicado en la última década hasta alcanzar las 110.000 el año pasado”.

de España, el Vicepresidente de la CNMV, el Director General de Seguros y la Directora General del Tesoro, constituye un buen punto de partida. Para el futuro, una vez introducido en nuestro país el modelo *twin-peaks*, podría pensarse en subir el nivel de representación en este Comité, que pasaría a ser presidido por el Ministro de Economía y Hacienda y en el que participarían los primeros ejecutivos de ambos supervisores.

Sería útil que este Comité estuviera apoyado por un grupo técnico interinstitucional, cuya secretaría fuera ejercida por el banco central. Este grupo sería el encargado de proporcionar una evaluación detallada de la situación económica y financiera que permitiera la identificación de los riesgos relevantes y posibles medidas para su contención. Esta evaluación debería combinar el enfoque macro-prudencial intersectorial con información micro a nivel de las entidades financieras e infraestructuras de importancia sistémica.

Conclusión

La crisis actual ha mostrado con claridad la relevancia que el adecuado funcionamiento de los mercados tiene para la preservación de la estabilidad financiera. Al mismo tiempo, la experiencia reciente ilustra que la mejor manera de optimizar la contribución que la supervisión de mercados realiza a la estabilidad del sistema es en el marco de una organización de la supervisión financiera que reconozca la

diversidad de los objetivos a perseguir y evite una jerarquización innecesaria de los mismos. Por ello, el modelo de *twin-peaks* se ha revelado como más adecuado que los modelos de supervisor integrado o sectorial. En todo caso, la naturaleza poliédrica del concepto de estabilidad financiera exige el diseño de mecanismos de coordinación eficaz entre autoridades y el desarrollo de un esquema conjunto de análisis de riesgos que recoja todos los aspectos macro y microeconómicos relevantes.

Fernando Restoy Lozano
Vicepresidente de la CNMV

Referencias

Ben Bernanke (2011), *Implementing a macro-prudential approach to supervision and regulation*, <http://www.federalreserve.gov/>
Garry Schinasi (2004), *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper, 04/187
UK Government (2011), *A new approach for to financial regulation: the blue-print for reform*. www.hm-treasury.gov.uk.

El proceso de apertura de nuestra economía ha dado lugar a su rápida integración en el mercado global, y con ello ha incrementado su exposición a los avatares de la economía mundial. También ha puesto de manifiesto el gran potencial de proyección internacional de nuestras empresas, marcándonos el camino a seguir en un futuro próximo en que la economía española debe experimentar cambios profundos en su transición hacia un modelo productivo más sólido y competitivo, capaz de generar empleo y crecimiento estable y equilibrado a largo plazo. Un modelo que necesariamente deberá incorporar a un mayor número de empresas internacionalizadas.

Esa transición será larga, requerirá grandes esfuerzos y una profunda redefinición de los modelos de negocio actuales, de nuestra percepción de los mercados y de las formas de acceder a ellos en un mundo multipolar y sujeto a rápidos cambios tecnológicos, que exige horizontes de planificación más flexibles y la asunción de una gran interdependencia que se plasma en las cadenas globales de valor.

A nivel exportador hemos asistido a un aumento muy notable de la presencia internacional, de modo que nuestra base de empresas exportadoras se ha duplicado en la última década hasta alcanzar las 110.000 el año pasado, de las que unas 40.000 lo hacen de forma regu-

lar. En servicios, España es el 7º mayor exportador a nivel mundial, gracias en gran parte al turismo, pero también de forma creciente a otro tipo de servicios de elevado valor añadido.

En inversiones, hoy España es una de las diez economías del mundo que mayor stock de inversión extranjera directa acumulan ya que, según datos de la UNCTAD, en 2010 alcanzó los 660.000 millones de dólares. Contamos con un grupo de unas 2.000 empresas con actividad productiva en el exterior muy competitivas y con posiciones de liderazgo mundial en sectores como infraestructuras, energía, telecomunicaciones, banca, seguros, turismo, alimentación, distribución, maquinaria o acero.

Este intenso proceso de internacionalización ha sido protagonizado, en general, por empresas de gran tamaño. Pero no sólo por ellas, ya que un buen número de PYMES ha participado de forma creciente y llegado en ciertos casos a generar el grueso de su negocio fuera de España, o incluso dando el salto a grandes empresas gracias a la internacionalización.

Estos datos nos demuestran que las empresas españolas tienen capacidad de competir en el exterior, que nuestra economía dispone de un potencial que se desata en un contexto de apertura cuando nuestras empresas adoptan una perspectiva global y asumen el reto de