

PRESENTACION

Gloria Hernández García
Directora General del Tesoro y Política Financiera

La continuación del proceso de transformación del sistema financiero internacional iniciado a finales de los años sesenta ha venido acompañada a lo largo de la última década de una creciente influencia de la actividad financiera en la economía real. La reflexión sobre las experiencias de estos años ha impulsado una adaptación del marco de regulación y supervisión para hacer frente a los nuevos desafíos.

La integración de los mercados de servicios financieros ha seguido aumentando, superando ya, según algunos indicadores como las diferencias en los precios de los activos o la correlación de sus rendimientos, el nivel alcanzado antes de la Primera Guerra Mundial (Obstfeld y Taylor, 2002). La globalización de los mercados de capitales y la consolidación de un mercado mayorista mundial para los intermediarios afecta fundamentalmente a los países desarrollados, que los utilizan sobre todo para diversificar y cubrir riesgos y, en menor medida, para canalizar flujos de financiación netos. La fuerza que está detrás de este proceso es el aprovechamiento por las empresas y los inversores de la reducción de trabas a las transacciones financieras internacionales, ayudados por los menores costes de transacción que permiten las tecnologías de la información. En los mercados domésticos, la internacionalización se ha convertido en el mejor reflejo del elevado grado de integración. Un buen ejemplo de ello es el protagonismo de los inversores no residentes en la demanda de deuda pública española, en la que mantienen ya un 45 por 100 del saldo total de bonos y obligaciones.

También se ha acentuado la tendencia a la desintermediación de la estructura financiera, gracias a la creciente institucionalización de la inversión y al desarrollo de la titulización de activos. Entre 1992 y 2001, el patrimonio de los fondos de inversión europeos se ha multiplicado por cuatro, superando ya los tres billones y medio de euros. Dentro de los productos, la novedad más importante probablemente ha sido el rápido crecimiento de los derivados de crédito, instrumentos que permiten descomponer el riesgo de una cartera de activos y negociarlo separadamente. Se crea así un nuevo mercado de riesgo puro que permite asignarlo de forma más eficiente, pero que plantea también nuevos problemas para los supervisores. Por otra parte, las tecnologías de la información han creado nuevos y menos costosos canales de prestación de los servicios, que están alterando de forma significativa la función de producción de los intermediarios financieros. Los grupos financieros se hacen cada vez más complejos, operando con estructuras multicanal en los mercados de servicios bancarios, de inversión y de seguros.

Dentro de esta dinámica, se ha reforzado la tesis que relaciona la existencia de un sistema financiero desarrollado con el crecimiento económico, a través de la calidad de la

inversión y del apoyo al progreso tecnológico. Así lo confirma no sólo la evidencia empírica (Levine, 1997), sino experiencias como la del protagonismo de los mercados financieros americanos en la eclosión de la «nueva economía». En la Unión Europea, un reciente estudio estima el aumento potencial de una profundización de la integración financiera en el crecimiento económico en un 0,5 por 100 del PIB anual.

No obstante, la constatación de la capacidad creativa de los mercados financieros ha coexistido desde principios de los años noventa con la afirmación de la capacidad destructiva de un sistema financiero mal regulado y mal supervisado. Las crisis financieras de los países emergentes, desde México hasta Argentina, pasando por el Sudeste de Asia, Rusia y Brasil, han mostrado las devastadoras consecuencias económicas que puede tener la combinación de tipos de cambio fijos y sistemas financieros frágiles con los cambios bruscos en el apetito por el riesgo de los inversores internacionales.

Pero la fragilidad financiera no ha sido una maldición exclusiva de los países emergentes. La lacerante crisis bancaria de Japón ha producido un estancamiento sin precedentes de su economía. Incluso Estados Unidos, que pasaba por disfrutar del sistema financiero más desarrollado y mejor regulado del mundo, ha experimentado episodios graves de perturbación financiera. El hundimiento del fondo de alto riesgo Long Term Capital Management, los ahora evidentes excesos de la burbuja de los mercados ligada a las empresas de la «nueva economía» o la reciente quiebra de Enron han sido ejemplos claros de mal funcionamiento del sistema financiero. En este caso, la rápida y eficaz respuesta de las autoridades monetarias y financieras americanas ha evitado que los costes económicos hayan sido mayores.

A mi juicio, estas experiencias no hacen sino confirmar la existencia de importantes fallos de mercado en el sistema financiero. El más importante de ellos se deriva de la asimetría de información, pues afecta a casi todos los tipos de relaciones: accionistas-directivos, banco de inversión-inversor, depositante-banco, etcétera. Las situaciones consiguientes de selección adversa y de azar moral tienen graves costes para la eficiencia, pues llevan a los agentes a hacer elecciones erróneas que provocan una mala asignación de los recursos, o a no realizar transacciones potencialmente beneficiosas por miedo a ser víctimas de los conflictos de intereses. Otro fallo de mercado, también fundamental, tiene que ver con la difícil apreciación y valoración del riesgo, que se traduce en fallos de coordinación. Los inversores, intermediarios y empresas se enfrentan a una gran incertidumbre a la hora de valorar el riesgo, que contrasta con la visibilidad de la rentabilidad. El resultado es la proliferación de errores en la apreciación y valoración del riesgo, y la sucesión de corrientes de optimismo y pesimismo, que generan cambios bruscos en las condiciones de financiación que perturban la actividad económica real.

La conclusión es que para explotar al máximo la contribución al crecimiento y al bienestar del sistema financiero, la libertad de mercado debe complementarse con un modelo

de regulación y supervisión pública adecuado. Este modelo debe perseguir tres objetivos básicos: la promoción de competencia efectiva; el mantenimiento de elevados niveles de solvencia y de estabilidad financiera; y la protección a las partes peor informadas del mercado, llámense consumidores, inversores o clientes. Todo ello debe hacerse, además, intentando reducir al máximo los costes de la regulación en términos de distorsión de incentivos para los participantes en el mercado.

Al carácter globalizado de la actividad financiera corresponde una organización de la regulación y de la supervisión en tres planos que abordaré de mayor a menor amplitud.

En primer lugar, se ha avanzado en estos últimos años en la construcción de una arquitectura financiera internacional que permita dar un soporte institucional a ese emergente mercado financiero global que es muy difícil de regular a través de múltiples y variadas normativas nacionales. El mejor ejemplo de la utilidad de estos estándares internacionales orientativos es sin duda el Acuerdo de Capital de 1988 sobre la solvencia de las entidades de crédito, que ha conseguido aunar igualdad de condiciones de competencia con mayor estabilidad. Este acuerdo se encuentra en la fase final de una ambiciosa reforma que va a involucrar más a las entidades y a los supervisores en el sistema de control prudencial de los bancos. Esta combinación de las normas imperativas con la utilización de los propios sistemas de control interno de las entidades, verificada por los supervisores, es una tendencia básica de la regulación financiera, derivada de la necesidad de mayor flexibilidad.

Desde el entramado institucional internacional organizado en torno al Banco de Pagos Internacionales de Basilea y a las organizaciones mundiales de supervisores de valores y de seguros, reforzado con la creación del Foro de Estabilidad Financiera en 1999, se intenta aplicar un método parecido al del Acuerdo de Capital para las obligaciones de información financiera. En efecto, se trata de crear unos estándares internacionales de información financiera, que representen un mínimo común que sea incorporado por todos los países a su legislación. Sin duda, la existencia de unas normas comunes de contabilidad o de información periódica al mercado redundaría en mayor comparabilidad, mejores asignación y control de los recursos financieros, así como mayor igualdad en las condiciones de competencia entre intermediarios financieros.

La arquitectura financiera internacional que se está construyendo incluye también la creación de mecanismos eficaces de prevención y de resolución de crisis financieras, incidiendo tanto en las políticas macroeconómicas, como en las vías para garantizar la implicación del sector privado en la gestión y superación de las crisis. Se han realizado progresos pero en este ámbito queda aún mucho por hacer para evitar que en los próximos años vuelven a estallar crisis tan costosas económicamente como las que hemos presenciado en los años noventa.

Pero, sin duda, la referencia directa del modelo de regulación y supervisión del sistema financiero español es la construcción de un Mercado Financiero Unico en la Unión Euro-

pea. Este proceso, cuyo impulso definitivo coincidió con la última etapa de reforma y liberalización del sistema financiero español a finales de los ochenta y principios de los noventa, ha entrado en una nueva etapa. Las más de cuarenta medidas contempladas en el Plan de Acción de los Servicios Financieros pretenden completar la integración de los mercados de servicios financieros europeos, aprovechando el impulso definitivo del euro. De hecho, el Consejo Europeo de Barcelona ha reconocido el carácter estratégico que tiene la reforma de los mercados financieros para la consecución del objetivo fijado en Lisboa con vistas al año 2010. Así, se ha fijado 2005 como fecha límite para el cumplimiento del Plan de Acción y 2003 para la efectiva integración de los mercados de valores.

En mi opinión son tres los aspectos fundamentales de este programa de integración. El primero es la creación de mercados de capitales paneuropeos con liquidez y amplitud suficiente para desempeñar una función semejante a la de los mercados americanos en los años noventa. Creo que la estructura financiera europea debe aprovechar más las oportunidades que ofrece la financiación a través del mercado, sobre todo por el efecto que tiene en la reasignación de recursos hacia actividades innovadoras y en el eficiente reparto de los riesgos subsiguientes. El desarrollo del capital riesgo debe desempeñar una función primordial en este proceso, para lo cual es preciso que se aplique el Plan de Acción de Capital Riesgo elaborado por la Comisión Europea antes de finales de 2003. El segundo es la reforma del propio sistema de regulación comunitaria, que adolece de rigidez, de ausencia de un nivel reglamentario eficaz y de escasez de recursos humanos en la preparación de las normas. Es preciso modificar el procedimiento de elaboración y aprobación de los textos normativos para elevar su calidad, a través de un mayor y mejor uso de la consulta y de un funcionamiento eficaz y transparente de la comitología (procedimiento por el que la Comisión puede adoptar normas que desarrollen reglamentos o directivas con la asistencia de un comité formado por representantes de los Estados miembros).

Respecto a estos dos primeros aspectos fundamentales, creo que se ha empezado a avanzar en la buena dirección, en gran medida gracias a las recomendaciones del Informe Lamfalussy sobre regulación de los mercados de valores. El acuerdo entre el Parlamento y la Comisión alcanzado el 5 de febrero de 2002 para la aplicación de estas recomendaciones supone el inicio efectivo de la reforma del procedimiento legislativo, que podrá empezar a aplicarse en directivas tan importantes como las de Abuso de Mercado y Folletos.

El otro aspecto fundamental de este proceso es producto sobrevenido de la reflexión que ha suscitado el caso Enron entre los reguladores y supervisores europeos. A mi entender, lo que se ha puesto de manifiesto ha sido la necesidad de ampliar el ámbito de la regulación y supervisión financieras para integrar a agentes y entidades que, sin desempeñar una actividad financiera pura, tienen una gran influencia en el buen funcionamiento del sistema.

Consciente de la importancia estratégica de la integración financiera, la Presidencia española de la Unión Europea trabajó intensamente en este ámbito, consiguiendo inyectar un nuevo impulso al proceso. El Consejo Europeo de Barcelona destacó la importancia de adoptar ocho medidas legislativas antes del final de 2002 para poder cumplir los calendarios fijados. El ECOFIN informal de Oviedo, partiendo también de un mandato de las Conclusiones del Consejo de Barcelona, decidió complementar el Plan de Acción con medidas destinadas a mejorar el gobierno de la empresa, la calidad e independencia de la auditoría y las garantías de objetividad de los analistas financieros y agencias de *rating*. El cariz final de las medidas a adoptar en cada ámbito dependerá del estudio previo de la situación que desarrollará la Comisión y un Grupo de Expertos en la materia.

En el ámbito nacional, una vez completada la introducción del euro, se ha puesto en marcha una reforma ambiciosa con el objeto de perfeccionar nuestro modelo de regulación y supervisión, y adaptarlo a las nuevas condiciones de prestación de los servicios. En efecto, el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero va a contribuir a que el sistema financiero español siga siendo uno de los pilares sobre los que se asienta el crecimiento de la renta y del empleo en España.

En primer lugar, se persigue fomentar la competencia efectiva entre los proveedores de servicios, asegurando que la regulación no introduce ventajas comparativas perniciosas para los intermediarios españoles. En este sentido son especialmente importantes las medidas encaminadas a permitir la adaptación de los mercados financieros españoles al proceso de consolidación que se está produciendo en Europa, empezando con la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores, así como la creación de las cédulas territoriales, instrumentos de deuda especialmente garantizada por créditos concedidos al sector público, que dará a las entidades de crédito españolas una oportunidad de refinanciación de la que ya venían gozando sus competidoras europeas. En segundo lugar, se introducen medidas destinadas a corregir los fallos de mercado en la provisión de financiación a las PYME, con el objetivo de que puedan aprovechar todo su potencial de inversión, innovación y generación de empleo. Por último, se perfecciona sustancialmente el marco legal destinado a proteger a los clientes de servicios financieros desde varias perspectivas: la integridad del mercado de valores, las obligaciones de transparencia, el funcionamiento de los órganos supervisores y el sistema de reclamaciones.

A pesar de la trascendencia de la reforma actual, creo que tenemos un enorme trabajo por delante. Tenemos que tratar de influir en el diseño de la arquitectura financiera internacional, pues de su solidez va a depender la estabilidad y el buen funcionamiento del mercado global en el que estamos insertos. Debemos seguir defendiendo en la Unión Europea que se den los pasos necesarios para completar la creación de un sistema financiero común, que se asiente en un modelo de regulación y supervisión basado en la com-

petencia, el control prudencial y la protección efectiva de los clientes. Finalmente, seguiremos tratando de elaborar normas de calidad, que respondan a las necesidades de nuestro sistema financiero y que fomenten la eficiencia en la prestación de los servicios, protejan a los clientes y garanticen la estabilidad financiera.

Contenido de este número de ICE

Este número de *Infomación Comercial Española* se inicia con las novedades legislativas que más directamente están afectando o van a afectar en breve al sistema financiero español. El proyecto de Ley de Medidas de Reforma y Modernización del Sistema Financiero, más conocido como Ley Financiera, es analizado por **José María Méndez y Gonzalo García Andrés**. Esta Ley supone uno de los avances más significativos en la regulación del sistema financiero español desde la aprobación de la Ley del Mercado de Valores en 1988. Sin perjuicio de que en la tramitación parlamentaria actualmente en curso se puedan producir modificaciones en el articulado del Proyecto de Ley, los autores avanzan las grandes líneas de la reforma. Así, entre las medidas destinadas a la mejora de la eficiencia del sistema financiero, la Ley configura el marco legal de Iberclear, sistema de compensación y liquidación de valores que resulta de la integración de los dos grandes sistemas previamente existentes en España. La Ley Financiera también regula con mayor detalle los Sistemas Organizados de Negociación, a los que se han de acoger mercados tan populares como el Latibex, el Senaf o el Euro-MTS. Se prevé igualmente la creación de una nueva categoría de valores, las cédulas territoriales, que permitirán crear títulos líquidos y negociables mediante la movilización de los préstamos concedidos a las Administraciones públicas. También se mejora la capacidad de las cajas de ahorro de emitir títulos de renta variable mediante una reforma en la regulación de las cuotas participativas. Por último, la Ley Financiera prevé importantes mejoras en el régimen de protección de inversores y clientes de instituciones financieras.

En el ámbito comunitario, las principales novedades legislativas que estudian **Juan María Arteagoitia** y **Manuel Altemir**, son el Plan de Acción de Servicios Financieros, el Sistema Lamfalussy y el Plan de Acción de Capital Riesgo. El Plan de Acción de Servicios Financieros constituye un enorme esfuerzo que desde 2000 a 2005 pretende culminar un auténtico mercado integrado de servicios financieros. En especial, se espera formar un mercado integrado de valores a finales de 2003. El sistema Lamfalussy se refiere a las reformas institucionales que se han empezado a poner en marcha para la aplicación del Informe del Comité de Sabios, presidido por Alexander Lamfalussy, que proponía en 2000 un procedimiento legislativo más flexible y rápido que permitiera culminar la integración de los mercados de valores europeos. Los autores describen las dificultades para poner en marcha dicho informe debido a los importantes cambios institucionales que requiere. Por último, se

describe el Plan de Acción de Capital Riesgo, actividad ésta de gran importancia en el desarrollo de empresas de nuevas tecnologías.

El siguiente gran bloque de artículos se centra en aspectos sectoriales de la regulación financiera internacional. Así, **Antonio Pancorbo** describe las nuevas normas de solvencia bancaria que se están negociando en el marco de la reforma del Acuerdo de Capital de Basilea de 1988. La negociación del nuevo acuerdo se prolonga ya desde hace varios años, debido a la gran variedad y cantidad de aspectos que cubre y a las dificultades para definir nuevos modelos de valoración del riesgo. El nuevo acuerdo definirá un coeficiente de solvencia para los bancos que medirá, de forma mucho más ajustada que hoy en día, los riesgos reales de la actividad bancaria, incluyendo también el riesgo de mercado y el riesgo operativo. Además, se integrarán en el acuerdo disposiciones referentes al funcionamiento de los supervisores y mayores requisitos de información.

Por su parte, **Pilar González de Frutos** y **José Carlos García de Quevedo**, analizan las principales tendencias internacionales de regulación del sector de los seguros y fondos de pensiones. Después de valorar las peculiaridades de la regulación del sector asegurador y los diferentes riesgos que cubre, analizan las principales tendencias en Europa. En España, el desarrollo del sector es muy inferior al de otros países europeos. Por ejemplo, el nivel de activos que gestiona el sector asegurador español no alcanza el 10 por 100 del PIB, mientras que en otros países pueden ascender casi al 100 por 100. Algunas de las principales iniciativas legislativas comunitarias son las que afectan a la supervisión de los fondos de pensiones de empleo, a la acumulación de derechos de pensiones entre países de la UE para favorecer la libre circulación de los trabajadores, o la eliminación de los obstáculos fiscales que afectan a la prestaciones por pensiones entre dos Estados miembros. Por último, se analiza la situación de los diferentes subsectores en España. Se hace especial hincapié en las medidas que se han adoptado para favorecer la previsión social complementaria.

Como señala **Massimo Cirasino**, la forma en que el dinero se transmite de agente en agente es una fuente de preocupación en todas las sociedades. Debido a su potencial de generar crisis sistémicas, la vigilancia del sistema de pagos ha ido configurándose como una función separada, con entidad propia y diferenciada de la supervisión bancaria. Esta labor ha sido realizada tradicionalmente por los bancos centrales, pero sólo en estos últimos años se ha tomado conciencia de su importancia. En este sentido, hay que recalcar la labor del Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación. Sus Principios Básicos están diseñados para evitar las quiebras sistémicas en cadena que podrían reproducirse a través del sistema de pagos. El autor propone un marco para llevar a cabo esta función de vigilancia consistente en un conjunto de funciones, de objetivos y de instituciones.

Mario Guadamillas plantea que se considere conjuntamente la liquidación de pagos y de valores. Frente a la noción tradicional de sistema de pagos, cabría hablar entonces de «sistemas de transferencia de valor». Un mal funcionamiento de los sistemas de compen-

sación y liquidación en los mercados de valores puede generar una situación de bloqueo en toda la cadena de operaciones del sistema financiero, ya que la compensación y liquidación de valores está sujeta a numerosos riesgos: de crédito, de liquidez, operacional, de custodia y de riesgo legal. Por todo ello, a pesar de que la liquidación de valores sea realizada por operadores privados, los bancos centrales siguen desempeñando un papel clave en la supervisión y vigilancia de los mismos.

Para completar el análisis sectorial, **Manuel Castilla** analiza una figura jurídica poco extendida hasta el momento en la legislación española, como es la del reconocimiento unilateral de la negociación de valores cotizados en terceros mercados. Este reconocimiento habría de favorecer la competencia entre los mercados de diferentes países y permitiría una mayor diversificación de las carteras de los inversores sin necesidad de operar simultáneamente en varias plazas. El autor analiza cómo se podría compatibilizar esta técnica con la protección a inversores y los requisitos de emisión previstos en la legislación española.

Los últimos dos artículos están destinados al análisis de los propios reguladores. En el primero de ellos, **José Manuel Cuenca** estudia la autorregulación, es decir la capacidad de los propios mercados financieros para fijar las normas por las que han de gobernarse. La autorregulación se basa en la presunción de que son los propios miembros quienes mejor conocen su funcionamiento y quienes están en mejor situación para crear una disciplina de grupo de la que todos los agentes salgan beneficiados. Se distinguen dos modelos: uno, el norteamericano, de larga tradición, en el que el peso de la regulación recae sobre las autoridades públicas y, otro, el británico, en el que hasta la creación de la Financial Services Authority, los propios mercados gozaban de amplias competencias en la fijación de sus normas. Finalmente, se identifican los ejemplos de autorregulación financiera que se encuentran en el sistema financiero español.

Por último, **Alberto Sanz** realiza un recorrido por los principales organismos internacionales que tienen algún tipo de competencia sobre la regulación del sistema financiero internacional. Se pregunta, en primer lugar, los motivos que pueden justificar la coordinación internacionales de los reguladores nacionales y luego ofrece un resumen de instituciones tales como el FMI, los comités del G-10 de Basilea, la IOSCO o el Foro de Estabilidad Financiera, entre otras. Para cada una de ellas se recogen su funcionamiento interno, su relación con otras instituciones y sus principales aportaciones.

Tribuna de Economía

Esta sección consta de dos artículos. El primero de ellos es un estudio de **Luis E. Vila** y **Salvador Carrasco** que relaciona el nivel educativo con la utilidad que reporta el ocio. El trabajo se enmarca en una línea de interés económico que todavía está insuficientemente explorada, como es la forma en que los individuos distribuyen su (escaso) tiempo entre sus posibles usos alternativos: trabajo de mercado, trabajo doméstico y ocio. Entre los resultados obtenidos, puede destacarse que la educación formal tiene un impacto positivo en la satisfacción con el empleo, y que dicho efecto es independiente tanto del estatus real que el trabajador ha alcanzado en el mercado laboral, como de sus condiciones personales. Por el contrario, la educación formal de los trabajadores no influye en su grado de satisfacción con la cantidad de tiempo libre de que disponen, sino que depende crucialmente del género y el estado civil. De estos resultados, los autores extraen una serie de interesantes conclusiones.

Por su parte, el artículo de **Oscar Medina**, **José Luis Méndez** y **Natalia Rubio** trata un tema de gran actualidad en el campo del marketing y presenta una interesante aportación a la discusión que surge entre las marcas de distribuidor y del fabricante. Tras analizar el desarrollo de esta forma de distribución, que apareció en nuestro país a finales de los años setenta de la mano de las grandes cadenas de distribución, incrementando fuertemente su cuota de mercado a principios de los años noventa, los autores caracterizan los diferentes tipos de consumidores sobre la base de su actitud hacia las marcas de distribuidor. Seguidamente, establecen la metodología utilizada en el análisis, así como la descripción de las fuentes utilizadas. Por último, muestran y comentan los resultados obtenidos, señalando las principales conclusiones y limitaciones que presenta este tipo de análisis y que pueden ser consideradas como futuras líneas de investigación.