



Preservar la estabilidad financiera: la crisis *subprime* y la supervisión financiera

CARLOS ARENILLAS LORENTE, VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

Santander, 20 de junio de 2008

Introducción

Agradezco la oportunidad de volver a participar en el curso de verano de la UIMP que organiza la APIE, dirigido desde hace tiempo, con notable éxito, por Miguel A. Noceda y Ángel Boixadós y que año tras año atrae a Santander a decenas de asistentes, en su mayoría estudiantes o profesionales de la comunicación del área económica y financiera, y protagonistas de la economía y las finanzas de nuestro país.

El hilo conductor del curso este verano de 2008 es la internacionalización de las empresas españolas. Teniendo en cuenta esto y el periodo de turbulencias financieras que venimos atravesando, he optado porque el tema de mi charla se centre en la estabilidad financiera y en la arquitectura institucional de la supervisión financiera.

En primer lugar, hablaré de la importancia del concepto de estabilidad financiera en un sistema financiero globalizado. Posteriormente, expondré brevemente la conocida como crisis *subprime*, destacando los rasgos y lecciones más relevantes y, específicamente dentro de ellos, los que atañen a los supervisores y reguladores y, más en concreto, en lo que se refiere a un supervisor de mercados como es el caso de la CNMV. Concluiré que para preservar la estabilidad financiera es esencial asegurar una adecuada arquitectura de la supervisión financiera y argumentaré a favor de un modelo de supervisores gemelos (conocido como *twin peaks*), basado en la coexistencia de un supervisor de la solvencia de las entidades (también denominado prudencial) con otro supervisor que vigile su conducta en los mercados y la relación con sus clientes.

Los temas que planteo son amplios y el tiempo limitado, por lo que realizaré un ejercicio de síntesis con los riesgos de simplificación excesiva que ello conlleva. No obstante, confío en lograr que, al final de mi intervención, los aspectos fundamentales de estos temas hayan quedado expuestos con claridad.

He suministrado a los organizadores una serie de documentos relacionados con mi intervención, cuya lectura les recomiendo cuando tengan ocasión. Destaco, entre ellos, el informe del Foro de Estabilidad Financiera, un documento clave para entender el diagnóstico y las medidas que los organismos públicos multilaterales más relevantes en el mundo financiero tienen previsto impulsar en respuesta a la crisis *subprime*. La CNMV ha colaborado a lo largo de estos meses en muchos de los trabajos que se han realizado.

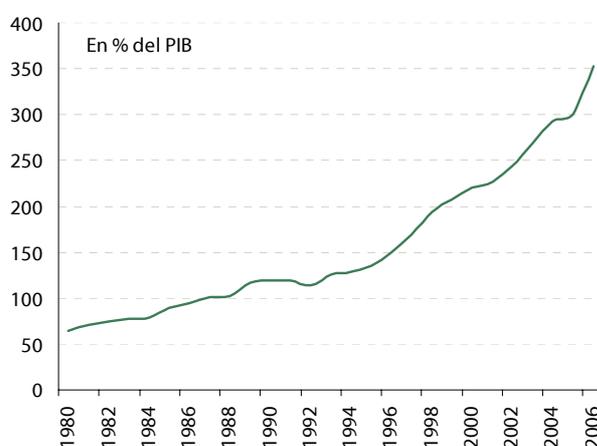
Cuando concluya, tal y como es tradición en este foro, estaré a su disposición para el coloquio.

1. Internacionalización de los mercados financieros y estabilidad financiera

En las tres últimas décadas los mercados financieros han experimentado una transformación radical y una rápida expansión gracias a la desregulación, la innovación y la globalización, así como a los avances en las tecnologías informáticas y de comunicación. Los flujos internacionales de capital se han multiplicado, se han desarrollado mercados de múltiples instrumentos financieros nuevos y sofisticados, y ha aumentado de forma pronunciada la facilidad y velocidad con la que se pueden realizar las transacciones financieras.

Un dato que ilustra este aumento de la actividad financiera en la economía mundial es el fuerte aumento de los activos y pasivos exteriores en las economías avanzadas¹, que han pasado de representar poco más del 50% del PIB en 1980 a más del 350% en la actualidad.

Indicador de globalización financiera
Activos y pasivos brutos exteriores de las economías avanzadas



Fuente: FMI

Aunque estos cambios han sido beneficiosos en su conjunto y han generado una distribución más eficiente del capital, con frecuencia han sido acompañados de perturbaciones notables en los mercados. Permítanme que ponga algunos ejemplos que no conviene olvidar: la crisis de las cajas de ahorro en EEUU y la importante crisis financiera de Japón a finales de los años 80; las acusadas variaciones de las cotizaciones en los mercados bursátiles de Estados Unidos en 1987 (el “lunes negro”); las turbulencias en los mercados de bonos de los países del G-10 en 1994; la crisis en México (1994–95); de los países del sudeste asiático (1997) y Rusia (1998); el desplome del fondo de inversiones especulativo Long-Term Capital Management en 1998; la bancarrota de Argentina (1999); las fluctuaciones cambiarias de la década de los noventa; la explosión de la burbuja tecnológica y los escándalos contables de los mercados bursátiles en 2000 y 2001. De la más reciente, que probablemente no la última, hablaré en la segunda parte de mi charla.

La volatilidad y, en ocasiones, la existencia de periodos de turbulencias o estrés son consustanciales a los mercados financieros y posiblemente necesarios, pues permiten ajustar

¹ Los activos y pasivos brutos exteriores incluyen deuda y acciones. Las economías avanzadas son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong SAR, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Korea, Luxemburgo, Malta, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Taiwan, Reino Unido y Estados Unidos.

las valoraciones a los fundamentos y favorecen que las decisiones de inversión puedan basarse en una percepción adecuada del riesgo. No obstante, algunos de los episodios mencionados supusieron una interrupción temporal del funcionamiento adecuado del conjunto del sistema financiero, lo que perturbó la financiación de la economía y, por lo tanto, generó efectos macroeconómicos muy adversos. Por ello, estos desarrollos hicieron patente la necesidad de que el mantenimiento de la estabilidad financiera sea un objetivo de política económica a título propio.

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

Entonces, en este nuevo marco, ¿qué se entiende por estabilidad financiera? La estabilidad financiera se puede considerar un bien público, por lo que su mantenimiento precisa de la intervención de los supervisores y reguladores. Los supervisores deben procurar prevenir la generación de crisis, pero sin llegar a impedir el proceso de selección natural de la economía de mercado. Es decir, deben existir mecanismos que garanticen que los agentes asumen las consecuencias, económicas y reputacionales, de sus errores o malas prácticas pero minimizando los efectos para el conjunto del sistema.

Actualmente, se ha superado la vieja concepción por la que se entendía que la estabilidad financiera dependía exclusivamente de la solvencia de las entidades bancarias. El concepto se ha ampliado para reconocer la diversidad y complejidad del sistema financiero y la importancia que las normas de conducta y la transparencia de emisores, intermediarios e inversores, así como la disciplina en los mercados financieros, tienen para preservar la estabilidad financiera. Además, la proliferación de nuevas entidades financieras -lo que algunos analistas denominan el sistema financiero paralelo: capital riesgo, *hedge funds*, etc.- aconseja que la regulación y supervisión se amplíe para abarcar este tipo de agentes, ya que su tamaño o presencia en diversos mercados financieros hace que su importancia sea equiparable a la de las entidades financieras tradicionales.

Esta ampliación del concepto de estabilidad financiera queda patente en la definición que ha acordado el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), del que forma parte la CNMV junto con la Dirección General del Tesoro, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y que preside el Secretario de Estado de Economía. Este Comité fue creado por un acuerdo de cooperación firmado en 2006 entre estas instituciones. La definición de estabilidad financiera acordada por el CESFI es, básicamente, la siguiente:

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

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

Las entidades de depósito juegan un papel central en la estabilidad de un sistema financiero dado su papel clave en el proceso de transferencia de fondos desde los depositantes a los inversores (empresas, familias y gobiernos), a través del mercado de crédito y de depósitos bancarios, en el sistema de pagos (mayoristas y minoristas) y en la gestión y transformación de riesgos (crédito, liquidez, mercado, operacional, entre otros).

También es especialmente relevante la función que desarrollan los mercados de valores que, debido al intenso proceso de desintermediación financiera de los últimos años, han alcanzado un grado notable de desarrollo y madurez y han permitido la canalización directa de recursos entre ahorradores e inversores gracias a la aparición de nuevos intermediarios financieros, la transformación de otros y la creación de múltiples instrumentos financieros”.

Esta definición resulta cercana a la sugerida por Schinasi² recogida en una publicación del Fondo Monetario Internacional. Un sistema financiero es estable si, en primer lugar, facilita la asignación eficaz de los recursos económicos; en segundo lugar, si evalúa, valora, asigna y gestiona los riesgos financieros; y, por último, si mantiene su capacidad para desempeñar estas funciones esenciales incluso cuando se enfrenta a shocks externos o a un aumento de los desequilibrios.

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

Afortunadamente, de cada crisis o periodo de inestabilidad se han sacado lecciones y se han ido reforzando los mecanismos para prevenirlas y gestionarlas desde una perspectiva global.

Así, por ejemplo, en 1999 se creó el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) con la misión de promover el intercambio de información y la cooperación internacional en materia de supervisión financiera. Entre los integrantes del Foro se encuentran, además de algunas autoridades nacionales -entre las que desgraciadamente no se hayan representadas directamente las españolas- organizaciones internacionales como el FMI, el Banco Mundial, la OCDE, el BCE, el IASB (emisor de las Normas Internacionales de Contabilidad), IOSCO (que es la asociación mundial de Comisiones de Valores) o el Comité de Basilea (su equivalente bancario). El FSF trata de coordinar los esfuerzos de todos estos organismos para promover la estabilidad financiera internacional, mejorar el funcionamiento de los mercados y reducir el riesgo sistémico. Así, el FSF ha jugado un papel central en el análisis de la crisis *subprime*, como luego comentaré.

En la línea de preservar la estabilidad financiera, durante los últimos años se han producido iniciativas normativas o de supervisión que tienen en cuenta un concepto amplio del sistema financiero o, en otras palabras, que reconocen la importancia de la homogeneización a nivel internacional. Los esfuerzos internacionales para dotar al sistema financiero de normas comunes para su desempeño eficiente en un mundo globalizado han sido múltiples. Entre ellos, caben destacar las siguientes: el desarrollo de un lenguaje contable internacional (las

² El documento del FMI al que hago referencia, y que es muy sugerente y redactado en un lenguaje no muy técnico, es parte de la documentación que se les ha entregado.

conocidas NIC), la elaboración de normas internacionales de auditoría y el nuevo acuerdo de Basilea sobre requerimientos de capital de las entidades financieras.

En el ámbito concreto de la Unión Europea han tenido lugar intensos avances en materia de convergencia de la regulación financiera como pone de manifiesto la aprobación de varias Directivas que armonizan las normas que rigen el funcionamiento de los mercados financieros europeos. Asimismo, el reforzamiento de los mecanismos de colaboración entre autoridades financieras se ha hecho patente con la firma, por parte de 118 instituciones supervisoras y reguladoras de la UE, del acuerdo de cooperación (o MoU) entre supervisores financieros (de banca, valores y seguros), bancos centrales y ministerios de finanzas en materia de estabilidad financiera transfronteriza. Este acuerdo ha entrado en vigor el día 1 de este mismo mes de junio.

Creo que podemos concluir esta primera parte de mi intervención afirmando que a lo largo de las últimas décadas, a medida que el sistema financiero se ha hecho cada vez más sofisticado en un contexto de globalización, el concepto de estabilidad financiera ha ganado relevancia al tiempo que ha adquirido complejidad. Las recientes turbulencias han puesto de manifiesto la necesidad de que los reguladores y supervisores financieros trabajen de forma coordinada para reforzar la estabilidad del sistema financiero global, reto al que las autoridades están ya haciendo frente pero que exigirá redoblados esfuerzos en el futuro.

Paso ahora a analizar la conocida como crisis *subprime*.

2. La crisis *subprime* y la respuesta de las autoridades

La denominada crisis *subprime* es un fenómeno que comenzó a principios de 2007 y se intensificó en los meses centrales del pasado año, que fueron testigos de un importante aumento de los impagos por parte de los prestatarios de las hipotecas de alto riesgo en EEUU (conocidas como *subprime*). Por lo tanto, comenzó como un fenómeno local pero, posteriormente, alcanzó una dimensión global que terminó afectando a los mercados financieros a nivel internacional y, finalmente, está afectando a la financiación de la economía.

Estas hipotecas se habían concedido en un contexto de bajos tipos de interés, que provocaron una reducción de los márgenes unitarios de las entidades financieras. Esta reducción de márgenes incentivó el aumento del número de operaciones y la búsqueda de inversiones más arriesgadas que las habituales en un periodo, 2003 - 2006, en el que el precio del riesgo estuvo en niveles históricamente bajos.

Este hecho, junto con un fácil acceso a fuentes de financiación y un modelo de regulación bancaria, en EEUU y otros países, que permitía que el originador de los riesgos crediticios se deshiciera completamente de ellos, provocó una infravaloración de los mencionados riesgos y su dispersión de forma poco transparente a través de gran parte del sistema financiero internacional mediante los productos estructurados. Las hipotecas de alto riesgo formaban parte de paquetes de activos bancarios que las entidades originadoras habían vendido a vehículos especiales que financiaban la compra emitiendo títulos respaldados por los activos adquiridos. Estos títulos fueron comprados por inversores institucionales de todo el mundo o incluso por otros vehículos que reempaquetaban los instrumentos y emitían nuevos títulos con un mejor *rating*, complicando aún más la extensión de estos productos tóxicos.

Los efectos subsiguientes fueron diversos. Entre ellos, una pérdida de valor de los instrumentos provenientes de la titulización de activos hipotecarios (con las consiguientes

pérdidas para las entidades que invertían en ellos) y un deterioro de la confianza, tanto en los instrumentos, muy complejos, como en las entidades que los emitieron o los tenían en sus balances. Además, la crisis *subprime* original afectó también a mercados de instrumentos ajenos al mercado hipotecario norteamericano de alto riesgo incidiendo así sobre la capacidad de financiación de entidades con escasa o nula exposición declarada al riesgo *subprime*. Es decir, se produjo un efecto contagio.

Quizás, el desarrollo más novedoso de esta crisis, respecto a las anteriores, es la intensa reducción observada en las transacciones realizadas y, por lo tanto, en la liquidez en diversos mercados primarios y secundarios mayoristas. Es decir, se ha producido un deterioro del adecuado funcionamiento del sistema de precios como mecanismo fundamental de discriminación entre emisores de distinta calidad. Todo ello ha perturbado el volumen de fondos obtenidos por las entidades financieras y, por lo tanto, el funcionamiento adecuado de los mecanismos de financiación de la economía. Los problemas de liquidez se manifestaron tanto en mercados habitualmente poco activos como los de productos estructurados, como en mercados que siempre habían gozado de gran liquidez, como el interbancario.

Este conjunto de efectos se agravan por un exceso de *leverage* (que podríamos traducir por apalancamiento), esto es, por una excesiva acumulación de endeudamiento del sistema financiero que se ha ido produciendo a lo largo de los últimos años.

Todo esto desembocó en una fuerte reevaluación de los riesgos y sus precios y, por ende, en una contracción del crédito a nivel mundial que hizo necesaria la respuesta de las autoridades monetarias a esta circunstancia.

Sin embargo, esta respuesta, con un alcance que abarcó desde inyecciones de liquidez en los mercados interbancarios hasta la adopción de políticas monetarias más laxas en algunos países, no ha conseguido aún en lo que llevamos de ejercicio 2008 normalizar plenamente la situación de los mercados. Diversas entidades han tenido, en este contexto, problemas agudos de liquidez que, en algunos casos, han terminado afectando a su solvencia.

Estos problemas en los mercados financieros han generado efectos macroeconómicos adversos a través, sobre todo, de su impacto sobre la oferta de crédito. En particular, se ha producido una reducción de las tasas de crecimiento del PIB y se han deteriorado las expectativas sobre la evolución futura de la actividad en los próximos dos ejercicios. Estos efectos contractivos se ven, a su vez, agudizados por las presiones inflacionistas asociadas al fuerte aumento del precio de las materias primas -especialmente el petróleo- y de los alimentos.

Como he comentado, el amplio alcance de los efectos globales de la crisis *subprime* está estrechamente ligado a una pérdida de confianza que pone de manifiesto una insuficiente transparencia en diversas áreas de funcionamiento del sistema financiero.

Este déficit de transparencia se manifiesta en tres aspectos concretos:

- la insuficiencia o falta de claridad de la información financiera disponible sobre los participantes en los mercados.
- la insuficiencia o falta de claridad de la información sobre la naturaleza de los productos intercambiados, por ejemplo, de los productos estructurados complejos.
- la insuficiencia o falta de claridad de la información sobre cómo, cuándo y a qué precio se están intercambiando estos productos en el mercado.

Los efectos del déficit de transparencia se han visto acrecentados por las dudas sobre la actuación de las agencias de *rating*, en la medida en que éstas actúan como traductores de la información financiera al lenguaje de las decisiones de inversión.

En este contexto se ha producido un debate muy rico a nivel internacional en el que numerosos organismos internacionales, públicos y privados, han emitido análisis y recomendaciones al respecto. Creo que, por su importancia, merece la pena destacar el documento que, en el pasado mes de abril, publicó el Foro de Estabilidad Financiera. Este informe responde a un encargo realizado por el G7 y en su elaboración han colaborado las organizaciones que componen el Foro pero también se ha recabado la opinión de participantes del sector privado. La CNMV ha tenido una activa participación a través de IOSCO³.

Las 67 recomendaciones publicadas por el Foro de Estabilidad Financiera el pasado abril se agrupan en cinco grandes áreas o bloques principales:

1. Fortalecer la supervisión prudencial del capital, la liquidez y la gestión del riesgo.
2. Mejorar la transparencia de los mercados y productos y las valoraciones.
3. Procurar cambios en el papel y la utilización de las calificaciones crediticias o *ratings*.
4. Reforzar el grado de sensibilidad de las autoridades a los riesgos.
5. Establecer acuerdos robustos para gestionar las tensiones en el sistema financiero.

Estas recomendaciones, cuyo desarrollo involucra a los supervisores y reguladores financieros nacionales, organismos internacionales (como IOSCO, el Comité de Basilea, el IASB, etc.) y las propias entidades financieras, constituyen un punto de partida muy útil para la corrección de las deficiencias observadas en el funcionamiento del sistema financiero global.

Quiero destacar que gran parte de las recomendaciones tienen que ver con temas de transparencia y normas de conducta y con la necesidad de reforzar la cooperación en términos de estabilidad financiera. Esto me da pie para entrar en el tercer y último bloque de mi intervención.

3. Relevancia de la arquitectura de la supervisión financiera

Anudemos ahora los dos temas que he expuesto, la importancia de la estabilidad financiera en un mundo global y las lecciones que por ahora hemos extraído de la crisis *subprime*, con el objetivo de obtener algunas reflexiones sobre la importancia de la arquitectura de la supervisión para preservar la estabilidad financiera.

Hemos concluido anteriormente que la estabilidad financiera –como objetivo de las políticas públicas- debe entenderse en un sentido amplio que incorpore no sólo la solidez de la situación patrimonial de las entidades financieras sino, también, la adecuada asignación de recursos en los distintos tipos de mercados. De hecho, tal y como hemos visto, la crisis *subprime* ha puesto en peligro la estabilidad financiera global como consecuencia, en gran medida, de deficiencias objetivas en el funcionamiento de los mercados, como son el déficit de transparencia sobre emisores, productos y términos de las transacciones o el deficiente comportamiento de las agencias de *rating*. Por lo tanto, cualquier modelo de organización de la supervisión, para ser eficaz, debe prestar la suficiente atención, no sólo a la solvencia de las entidades, sino también a la conducta de los agentes participantes en los mercados, de la que depende la eficiencia con la que estos son capaces de funcionar.

³ En la documentación que se les ha adjuntado se incluyen tanto el informe del FSF como el informe sobre la crisis *subprime* que elaboró un grupo especial de trabajo de IOSCO del que la CNMV ha sido parte, y que ha sido uno de los inputs del informe final del FSF.

En nuestro entorno puede observarse una diversidad de modelos de supervisión financiera que, esencialmente, responden a tres tipos:

En primer lugar, el tradicional modelo de supervisores sectoriales, en el que diferentes instituciones se hacen cargo de la supervisión completa de cada uno de los principales sectores financieros: entidades de crédito, seguros y valores. Normalmente, en este modelo la supervisión bancaria suele ser asignada al banco central. En mi opinión este tipo de modelo está desfasado pues en la realidad actual la separación entre los tres ámbitos de la actividad financiera es cada vez más compleja y difusa. Además, cada supervisor mantiene su propio esquema de prioridades entre los aspectos prudenciales y de conducta dentro de su sector, lo que puede conducir a una insuficiente atención a uno u otro ámbito.

Una segunda alternativa es el modelo de supervisor financiero único, como el existente en Alemania o Reino Unido. En este modelo, una sola institución -que no coincide con el banco central- se encarga de vigilar tanto la solvencia como el cumplimiento de las normas de conducta de todas las entidades financieras. Este esquema debería permitir una utilización eficiente de los recursos supervisores al aprovechar las sinergias existentes en la vigilancia de las distintas actividades de cada entidad. Ahora bien, algunos ejemplos recientes en países con supervisor único ilustran los efectos de las dificultades de coordinación que en ocasiones este modelo ocasiona entre el banco central, que gestiona la liquidez del sistema, y el supervisor. Finalmente, como en el caso de la supervisión sectorial, este modelo propicia el establecimiento de una jerarquía entre la función prudencial y la de conducta en la actuación del supervisor único que puede no siempre ajustarse a la deseable desde un punto de vista social.

El tercer modelo responde a una lógica de distribución de funciones por objetivos: es el denominado *twin peaks*, que podríamos llamar en castellano supervisores gemelos o picos gemelos, establecido en países como Holanda, Australia o Italia y al que parece caminar también Estados Unidos según los planes de la actual Administración. En este modelo todas las funciones de supervisión son asignadas a dos Instituciones distintas aunque adecuadamente coordinadas. Una de ellas se encarga del cumplimiento de las normas de conducta por parte de los participantes en todos los mercados financieros; la otra, que normalmente coincide con el banco central, vigila la solvencia de todas las entidades financieras relevantes con o sin ficha bancaria. Este modelo garantiza la adecuada coordinación entre la gestión de la liquidez del sistema y la supervisión prudencial al residir ambas funciones en el banco central. Además, y esto es quizás su principal virtud, garantiza la adecuada atención a los dos aspectos sobre los que se asienta la preservación de la estabilidad del sistema financiero: esto es, la solidez patrimonial de las entidades financieras y el adecuado funcionamiento de los mercados de productos y servicios financieros.

El modelo español es básicamente sectorial sobre la base de tres supervisores financieros: el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Por ello, constituye una buena noticia el reciente anuncio del Vicepresidente del Gobierno de abordar en esta legislatura el cambio del modelo de supervisión en España encaminándolo más claramente hacia un modelo de distribución de funciones por objetivos. Esta es la posición que la CNMV lleva tiempo defendiendo y que apoya también el Banco de España.

4. Conclusiones

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

La historia financiera de los últimos 30 años tiene, entre otros, unos rasgos muy claros: creciente globalización y sofisticación de los mercados financieros. Estos rasgos han modificado las pautas de actuación de los emisores, los intermediarios y los inversores, y alterado la oferta de los productos ofertados de manera sustancial. Al mismo tiempo, el desarrollo de los mercados ha incrementado la complejidad de la tarea de los supervisores financieros. De este modo aunque los mercados se han hecho más eficientes, en el camino se han evidenciado imperfecciones notables como han puesto de manifiesto los sucesivos episodios de turbulencias o crisis que han afectado al mundo en los últimos años. Estos episodios, aunque distintos en su naturaleza, muestran alguna pauta común: por ejemplo, la extensión de sus efectos resulta cada vez más global, impactando sobre un número creciente de regiones y mercados y, a menudo, generando daños significativos sobre el crecimiento económico y el empleo.

En este contexto, el concepto, relativamente joven, de estabilidad financiera, se ha ido modificando para recoger la complejidad creciente del sistema financiero y añadiendo al tradicional componente de solvencia de las entidades bancarias el relativo al adecuado funcionamiento de los mercados. Al mismo tiempo, el objetivo de estabilidad financiera, así definido, ha ido ganando peso en el marco de actuación de las políticas públicas.

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

En todo caso, con independencia del modelo nacional de supervisión que se elija, las turbulencias actuales en los mercados están mostrando cómo el mantenimiento de la estabilidad financiera sólo es posible desde la decidida cooperación internacional. En mi opinión, ello permitirá que los organismos multilaterales ganen peso en el futuro inmediato. Además, resulta muy conveniente que los países converjan en sus sistemas de organización de la supervisión, con objeto de alinear mejor sus objetivos y prácticas y, de este modo, favorecer una mayor coordinación.

Y concluyo, ahora sí, con una última reflexión.

El sistema financiero mundial, como hemos visto, se ha enfrentado a muchos episodios de crisis financieras. Sólo en el poco tiempo consumido de este siglo XXI se han producido dos muy significativos: la crisis o turbulencias del periodo 2000-2003 y el episodio actual. De la primera se aprendieron importantes lecciones que permitieron mejorar el funcionamiento del sistema financiero, aunque no lo suficiente para que se hayan podido evitar las turbulencias recientes, si bien conviene recordar que desde antes del 2007 múltiples organismos avisaron en diversos informes públicos de los riesgos que el sistema financiero estaba acumulando y que, lamentablemente, no fueron suficientemente escuchadas.

En todo caso, lo mismo que la primera fue superada, con relativa velocidad, cabe esperar que con esta segunda, y teniendo en cuenta lo aprendido, ocurra lo mismo y, en concreto, se eluda una recesión prolongada. Soy moderadamente optimista. Coincido con los que piensan que, en lo que se refiere al sector financiero, lo peor ha podido quedar ya atrás, si bien sus efectos macroeconómicos adversos pueden todavía dejarse sentir por algún tiempo.

Creo que puedo trasladarles mi convencimiento de que las autoridades financieras internacionales y nacionales están realizando un análisis riguroso de las causas de la crisis que ya ha dado lugar a propuestas concretas de actuación. Estoy seguro de que las medidas que se van a ir desplegando facilitarán no sólo la salida de la crisis actual sino que también reducirán la probabilidad de que se produzcan episodios similares en el futuro y, por lo tanto, contribuirán al mantenimiento de ese bien público que es la estabilidad financiera.

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