

## **Una regulación comunitaria de los Mercados Financieros**

**Unión Monetaria: ¿política monetaria y financiera en común?**

**Consejo Federal Español del Movimiento Europeo.**

**Madrid, 28 de enero de 2009**

***Antolín Sánchez Presedo, eurodiputado***

*Holderlin: "Allí donde crece el peligro crece también lo que nos salva".*

Quisiera agradecer la amables palabras de introducción de Carlos Bru, a quien admiro por su impecable trayectoria europeísta de la que es muestra su excelente trabajo como Presidente del Movimiento Europeo, por la buena reputación de que goza por la labor realizada durante su etapa como eurodiputado y por ser el autor de un libro clave para entender la génesis de una de las aportaciones mayores de España al proyecto comunitario, la ciudadanía europea. Felicito al Consejo Federal Español del Movimiento Europeo por organizar este ciclo y agradezco su invitación para hablar junto a tan ilustres participantes en este coloquio, gracias a todos ustedes por su presencia.

¿Qué ocurre en los mercados financieros? Alguien aludió antes a la imagen que ilustró la teoría del caos en el mundo físico, el aleteo de la mariposa que desencadena grandes catástrofes en otra parte. El actual fenómeno de interdependencia en el ámbito económico yo lo denominaría globalización, la cuestión es si puede seguir discurriendo de forma caótica o va a hacerlo de modo más pautado.

La regulación de los mercados financieros es un debate fundamental por su importancia estratégica en la economía, por la condición de la UE como principal actor financiero mundial y por la necesidad de reflexionar en la presente encrucijada, cuando celebramos la primera década del euro, nos encontramos a las puertas de la ratificación del Tratado de Lisboa y atravesamos una crisis financiera sin precedentes.

Las finanzas son un sector clave para el futuro, trabajan con expectativas y riesgos, la base de la economía del conocimiento. La misión de los mercados financieros, servir de puente entre ahorro e inversión y proporcionar una asignación del capital más eficiente, servicios más variados e innovadores y una mejor diversificación del riesgo, es vital para la sociedad. Alguien las definió como el cerebro de la economía, el problema actual es que una parte está afectada por productos financieros tóxicos de diseño y otra funciona de modo irregular porque depende de operadores que se han salido de las carreteras convencionales y circulan, sin mapas ni GPS, siguiendo la aguja de una vieja brújula que se ha detenido sobre una leyenda que dice "maximizar beneficios" que no apunta a ninguna parte. Con todo, no caigamos en el error de tirar el niño con el agua sucia de la bañera.

Si durante las últimas décadas la economía mundial ha experimentado grandes cambios, las transformaciones más profundas y vertiginosas se han producido en las finanzas. Nuevos actores, productos y mercados han irrumpido en unas finanzas cada vez más

complejas que funcionan ininterrumpidamente (veinticuatro horas, siete días a la semana) a la velocidad de la luz y con numerosas áreas en la sombra o desreguladas a escala planetaria. Es el ámbito donde los nuevos factores –globalización, nuevas tecnologías, innovación y cambios regulatorios- han interactuado con mayor intensidad acelerando su movilidad y produciendo una enorme expansión<sup>1</sup>. En este proceso se ha acrecentado su inestabilidad y fragilidad. Un reciente estudio del Fondo Monetario Internacional<sup>2</sup>, FMI, ha identificado ciento veinticuatro crisis sistémicas bancarias, doscientas ocho crisis monetarias y sesenta y tres episodios de incumplimiento de compromisos de deuda soberana en el mundo durante el período 1970-2007. En un reciente artículo, Michel Rocard<sup>3</sup> constataba que *"durante 25 años, el mundo ha experimentado una enorme crisis financiera cada cinco años, cada una de ellas con su propia causa, aparentemente"*. ¿Son diferentes crisis o es una crisis que tiende a hacerse crónica?

Los servicios financieros de la Unión Europea tienen una importancia cuantitativa y cualitativa sobresaliente en la economía europea y mundial. Según el Informe sobre Integración Financiera Europea presentado por la Comisión a finales de 2007, la intermediación financiera generó seiscientos sesenta y tres mil millones de euros, lo que supone un 5,8% del PIB europeo, con unas tasas de crecimiento entre 2001-2006 sustancialmente más altas que la media del crecimiento europeo (hasta tres veces más en las finanzas mayoristas). La Unión Europea es un gran actor financiero mundial. Posee una cuota del 60% en los mercados de intercambio de moneda extranjera, el 52% de todos los activos bancarios pertenecen a los grupos bancarios europeos, el 38% de las primas globales a nuestras compañías de seguros y el 26% de los mercados de valores mundiales.

La regulación financiera europea, esencial para el funcionamiento del mercado interior, es una referencia mundial. Plantearse ahora su futuro es particularmente oportuno y necesario. La entrada en vigor del Tratado de Lisboa prevista para fines de este año exige trazar nuevas perspectivas y la crisis financiera global -cuya magnitud, profundidad y complejidad suponen un enorme desafío- reclama respuestas.

El Parlamento Europeo, la institución de la que formo parte y que más ha acrecentado su poder a lo largo de los más de cincuenta años de vida comunitaria, tiene un gran protagonismo en este proceso prosiguiendo su iniciativa política y desempeñando el papel de colegislador que, desde la entrada en vigor del Tratado de Maastricht de 1992, le corresponde en el ámbito de los servicios financieros en pie de igualdad con el Consejo.

---

<sup>1</sup> McKinsey Global Institute. "Mapping Global Capital Markets. Fourth Annual Report. January 2008. La suma de los activos financieros globales ha pasado de doce billones de dólares en 1980 a ciento sesenta y siete en 2006.

<sup>2</sup> IMF Working Paper "Systemic Banking Crises: A New Database". Luc Laeven and Fabián Valencia. WP/08/224. Según The Economist ("Greed and fear", A special report on the future of finance, January 24th 2009, página 3 y siguientes): "Barry Eichengreen of the University of California at Berkeley and Michel Bordo of Rutgers University identify 139 financial crises between 1973 and 1997 (of which 44 took place in high-income countries), compared with a total of only 38 between 1945 and 1971. Crises are twice as common as they were before 1914, the authors conclude".

<sup>3</sup> Michel Rocard. "Una nueva concepción del capitalismo". Noviembre 2008. Publicado en <http://www.project-syndicate.org/commentary/rocard23/Spanish>.

## Nuevas tendencias del proceso de regulación europea

La articulación del proceso de regulación y aplicación de la normativa en el ámbito de los servicios financieros de la Unión Europea tiene una gran complejidad por tres razones: la distribución de poderes (los reguladores nacionales conviven con el regulador comunitario y, pese a la UEM, las funciones de supervisión siguen siendo desempeñadas exclusivamente por los supervisores nacionales, incluso en el ámbito bancario tras el establecimiento del Banco Central Europeo<sup>4</sup>, BCE), la exigencia de calidad (hay que incorporar la experiencia y conocimientos técnicos en el sector, conectar con las preocupaciones de los ciudadanos y conseguir los máximos estándares de transparencia y control) y la rapidez y eficacia que demanda un mercado complejo y en evolución acelerada.

Las pautas singulares para su desarrollo se conocen como "el procedimiento Lamfalussy", por tener su origen en el informe realizado por un grupo de expertos dirigido por el primer presidente del Instituto Monetario Europeo. El informe señaló que el éxito en la regulación financiera iba a depender más de crear un marco apropiado para adoptar una legislación eficaz que de aumentar la velocidad en el establecimiento de las disposiciones, ya que un énfasis excesivo en la velocidad podría crear problemas significativos en la calidad.

Con el objetivo de facilitar el proceso de decisión y conseguir una adecuada aplicación, el proceso de adopción y verificación de cumplimiento de reglas se estructura en cuatro niveles. Los dos primeros parten de la distinción entre normas marco y medidas de implementación: el nivel 1 establece un marco normativo de principios, establecido por el Consejo Europeo y por el Parlamento y el nivel 2 contiene las reglas detalladas de desarrollo cuya elaboración, para que sean adoptadas de manera más rápida y flexible, se delega en un proceso de comitología (la Comisión interviene con los Comités que representan los Estados miembros, contando con el asesoramiento del Comité del siguiente nivel). El nivel 3 consiste en la aplicación coherente de las normas nacionales, mediante coordinación de los supervisores nacionales a través de la elaboración de líneas directrices y la aplicación de recomendaciones y el nivel 4 revisa la aplicación de las normas comunitarias en cada país y es responsabilidad de la Comisión Europea, guardiana de los Tratados.

El Parlamento Europeo, después de negociar con el Consejo y obtener una declaración solemne del Presidente de la Comisión en sesión plenaria, aceptó esta arquitectura en 2002 por un período de cuatro años. Durante la presente legislatura, bajo presidencia austriaca en 2006, el Parlamento Europeo ha conseguido un acuerdo interinstitucional que reequilibra sus poderes en el nivel 2 mediante un procedimiento de regulación con escrutinio que le reconoce su derecho de oposición durante un plazo de tres meses desde que se transmite la proposición por la Comisión en todas las lenguas oficiales.

---

<sup>4</sup> El artículo 105.5 TCE establece: "El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero". El apartado 6 del mismo precepto dispone "El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión, previa consulta al BCE y previo dictamen conforme del Parlamento Europeo, podrá encomendar al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros".

El Libro Blanco de la Comisión sobre “Política de los servicios financieros 2005-2010”, publicado el 1 de diciembre de 2005, contemplaba perfeccionar este proceso con iniciativas en dos áreas: legislar mejor (asegurando consultas abiertas, análisis de impacto, evaluación posterior, coherencia y unicidad, contribución de los usuarios mediante el foro FIN-USE) y progresar en las estructuras comunitarias en materia de regulación y control (reforma de la comitología, responsabilidad y transparencia, cooperación internacional en materia de regulación y contribución a la convergencia mundial de normas).

Aunque el proceso Lamfalussy ha funcionado razonablemente durante los últimos años, la entrada en vigor del Tratado de Lisboa y los cambios en los mercados financieros plantean innovaciones de mayor alcance dirigidas a fortalecer su estructura y su dimensión multinivel en los diferentes ámbitos de la Unión Europea y en la escena internacional.

El Tratado de Lisboa, a diferencia del Tratado Constitucional que establecía una tabla de reparto de competencias y consideraba el *"mercado interior"* y *"la protección de los consumidores"* como ámbitos de competencia compartida, mantiene el principio de competencias atribuidas y dispone que *"el ejercicio de las competencias de la Unión Europea se rige por los principios de subsidiariedad y proporcionalidad"*, aplicándose el primero a los ámbitos de competencia no exclusiva y el segundo a toda acción de la Unión Europea.

El protocolo sobre la aplicación de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad establece que los proyectos de actos legislativos (que incluyen las propuestas de la Comisión, las iniciativas de un grupo de Estados miembros, las iniciativas del Parlamento Europeo, las peticiones del Tribunal de Justicia, las recomendaciones del BCE y las peticiones del Banco Europeo de Inversiones, BEI, destinadas a la adopción de un acto legislativo) así como sus proyectos modificados, deben remitirse a los Parlamentos nacionales al tiempo que al legislador de la Unión. Estos proyectos se motivarán en relación con los principios de subsidiariedad y proporcionalidad y deberán ir acompañados de una ficha que contenga los elementos que permitan evaluar el impacto financiero y los efectos en la normativa que han de desarrollar los Estados miembros, incluyendo explícitamente la *"legislación regional"*. Todo Parlamento nacional, que incluye las cámaras legislativas regionales, podrá, en un plazo de ocho semanas a partir de la fecha de transmisión, dirigir un dictamen motivado exponiendo las razones por las que considera que el proyecto no se ajusta al principio de subsidiariedad. Este dictamen motivado deberá tenerse en cuenta y cuando represente un tercio (un cuarto cuando se refiere al espacio de libertad, seguridad y justicia) del total de votos atribuidos a los Parlamentos nacionales (dos votos, que en los sistemas bicamerales corresponderán uno a cada Cámara) el proyecto deberá de volverse a estudiar. Cuando se promueva el procedimiento legislativo ordinario, si se presentan dictámenes que representen la mayoría simple, deberá volverse a estudiar el texto modificado. El Tribunal de Justicia será competente para los recursos por violación del principio de subsidiariedad, que podrá también ser interpuesto por el Comité de las Regiones contra los actos legislativos que requieran su consulta.

Este protocolo va a tener una gran importancia para los Parlamentos Nacionales y para las Cámaras de las setenta y tres regiones con poder legislativo que existen en la Unión Europea, entre ellas las Comunidades Autónomas españolas (con competencias en el

ámbito de protección de consumidores e instituciones de crédito). Será precisa una adecuada preparación para su puesta en marcha (incluyendo la organización de redes institucionales y la participación de la sociedad civil).

El Parlamento Europeo, en un reciente informe de iniciativa adoptado el 9 de octubre de 2008 que contiene recomendaciones destinadas a la Comisión de seguimiento del procedimiento Lamfalussy, plantea una evolución ambiciosa en el ámbito de la supervisión de los mercados financieros. En un considerando que incorpora una de mis enmiendas, sostiene que *"la supervisión financiera no ha seguido el ritmo de integración de los mercados y que la evolución global de los mercados financieros requiere una actualización de la regulación y los sistemas de supervisión actuales con objeto de afrontar mejor los riesgos sistémicos, generar estabilidad financiera, alcanzar los objetivos de la Unión Europea y contribuir a la gobernanza financiera mundial"*. Entre las recomendaciones del informe aprobado, se pide el establecimiento de colegios de supervisores para los mayores grupos financieros internacionales y, en un compromiso que ha tomado como inspiración mis propuestas, se aboga por el refuerzo y elevación de los poderes de los Comités de Supervisores de nivel 3 del proceso mediante la concesión de un estatuto jurídico que contemple un Presidium que, entre otras, disponga de facultades para resolver conflictos y coopere con el Comité de Supervisión Bancaria y el BCE con vistas a la coordinación de las cuestiones de estabilidad financiera. La supervisión europea debe evolucionar más allá de un modelo fragmentado y cooperativo a otro integrado que represente el interés del conjunto de la zona y sea audible en el concierto mundial.

En las conclusiones del Consejo Europeo celebrado en Bruselas los pasados 15 y 16 de octubre se acoge favorablemente la creación por parte de la Comisión de un Grupo de Alto Nivel dirigido por Jacques de Larosière, ex gobernador del Banco de Francia, ex director gerente del FMI y ex presidente del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD), con miras a mejorar la supervisión a escala comunitaria. La primera reunión del grupo se ha celebrado ya el pasado 12 de noviembre y se espera que la Comisión pueda presentar los frutos de su trabajo al Consejo Europeo que se celebrará la próxima primavera.

La regulación y supervisión financiera cambiarán en el ámbito de la Unión Europea. El Tratado de Lisboa posibilitará un marco regulatorio más capilar al asociar los parlamentos de los Estados miembros al procedimiento legislativo comunitario. En sentido ascendente, será preciso promover un sistema europeo de supervisión que complete el nivel puramente nacional y corrija la asimetría entre globalización financiera y fragmentación supervisora. El liderazgo europeo en el ámbito financiero reclama que este proceso tenga una perspectiva global. Para la UE es esencial la apertura de los mercados mundiales de servicios financieros y desarrollar un papel principal en los trabajos de normalización a escala mundial.

## Orientaciones regulatorias

La expansión y globalización de las finanzas no ha discurrido en paralelo con el establecimiento de un sistema financiero mundial que asegure la estabilidad y la existencia de unos mercados financieros abiertos, competitivos y fiables, ni con el desarrollo de una gobernanza económica más ambiciosa.

Existen tres grandes orientaciones regulatorias posibles:

1. Básica. Tiene un carácter inercial, pone el énfasis en la integración financiera de los mercados y propicia soluciones cooperativas.
2. Reforzada. Supone una reacción más profunda frente a la crisis, se centra en la solidez financiera con un papel destacado de la regulación y patrocina un sistema financiero internacional.
3. Óptima. Parte de un enfoque más comprensivo de los problemas y plantea la necesidad de articular una gobernanza económica mundial desde una perspectiva de desarrollo sostenible global.

La orientación predominante va a depender de la voluntad política. En la actualidad existe un consenso en que el “statu quo” de la regulación financiera es insostenible. Si no queremos regresar a la senda que conduce a los actuales problemas tendrá que ser diferente. La Declaración Final de la Cumbre de Washington de 15 de noviembre de 2008 no zanja, sino que abre el debate. Las finanzas son un sector económico extraordinariamente sensible y será difícil restablecer la confianza si no se adoptan medidas a la altura de los desafíos planteados.

Los mercados financieros no pueden abandonarse a la autorregulación. Los operadores financieros no funcionan en circuito cerrado, de modo individual o agregado producen efectos externos. Las entidades financieras no sólo responden ante sus accionistas o propietarios, su obligación primaria es con los depositantes y clientes que les confían los recursos con que promueven la mayor parte de sus negocios; tienen además la obligación de comportarse lealmente en el mercado (hasta en la escuela de Chicago piden “proteger el capitalismo de los capitalistas”) y ser responsables ante la sociedad.

Es previsible que la acción pública sea más intensa en el futuro. Cuando surgen los problemas, las entidades financieras acuden a las autoridades públicas en busca de recursos y soluciones, que financiarán los contribuyentes y reducirán los niveles de gasto disponible para atender otras necesidades. El afán neoconservador de erosionar la autoridad y el ámbito de lo público ha concluido en este desastre. Los mercados no tienen un funcionamiento óptimo ni tienen un carácter autocurativo, el rescate es señal de la necesidad de regulación. La acción preventiva es mejor y más barata que la reparadora, de ahí la importancia de la regulación y supervisión.

La demanda de acción pública abre una ventana de oportunidad. No se trata de una demanda indiscriminada e intervencionista, sino de acción medida e inteligente. Es tiempo para la buena política. Como buen gallego, si tuviera que elegir entre las tres orientaciones no lo haría y apostaría por unos mercados financieros más integrados, robustos y sostenibles a escala internacional. No son orientaciones incompatibles.

## Hacia una mayor integración financiera

El Informe de la Comisión sobre Integración Financiera Europea de 2007 (Documento de trabajo/ Working document de 10 de diciembre de 2007) define un mercado integrado como aquel donde existe una convergencia de productos y servicios en su interior y en que tanto la oferta como la demanda pueden reaccionar inmediatamente a diferencias de precios transfronterizas; en caso contrario se encuentra fragmentado.

Los avances en esta área se producen con la consecución y perfeccionamiento del mercado interior (porque el mercado se construye y no nace espontáneamente, tal y como acredita la experiencia europea), la participación de los servicios financieros al desarrollo de la Estrategia de Lisboa y la protección de los consumidores.

Los esfuerzos a favor de un mercado financiero integrado comenzaron de manera poco sistemática en los setenta en el ámbito de la banca y los seguros para impulsar el libre establecimiento y la libre prestación de servicios mediante la aplicación del principio del mutuo reconocimiento y la fijación de estándares mínimos para los prestadores. A mediados de los ochenta, a partir de la publicación por la Comisión del Libro Blanco para la realización del mercado interior, se inicia la armonización de productos y servicios bien con el establecimiento de instrumentos comunitarios<sup>5</sup>, bien mediante la armonización mínima<sup>6</sup>. La consecución del mercado interior se consigue una vez aprobado el Tratado de Maastricht, que consagra la libre circulación de capitales y da un impulso al proceso de liberalización de los servicios financieros (los servicios bancarios en su conjunto fueron liberalizados en 1993, el mercado de servicios de seguros empezó a ser operativo en 1994 y la liberalización de los servicios de inversiones se produjo a principios de 1996).

A partir de entonces, el objetivo por parte de las autoridades comunitarias ha sido que los ciudadanos europeos consigan todos los beneficios del mercado interior. Esta fue la preocupación que, en vísperas de la puesta en marcha del euro, llevó al Consejo Europeo de Viena de diciembre de 1998 a pedir a la Comisión la elaboración de un programa de trabajo urgente y que culminó con la presentación en mayo de 1999 por parte de la Comisión del Plan de Acción en Servicios Financieros (PASF) con tres objetivos estratégicos: instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor, hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y reforzar las normas de supervisión cautelar.

El Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 destacó el papel central de unos mercados financieros eficientes para la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo de la nueva economía, por lo que pidió a la Comisión un calendario apretado a fin de que el PASF se aplicase antes de 2005 y el Plan de Acción del Capital de Riesgo antes de 2003. En esta nueva fase de regulación, la seguridad de los inversores y la protección de consumidores en el mercado único han demandado para un limitado conjunto de aspectos un más elevado nivel de armonización, llegando a la armonización

---

<sup>5</sup> Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), última modificación Directiva 2008/18/CE

<sup>6</sup> Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 1994 relativa a los sistemas de garantía de depósitos, última modificación Directiva 2005/1/CE

plena del objetivo fijado<sup>7</sup> e incluso a la máxima armonización<sup>8</sup>. El resto sigue sometiéndose al principio de mutuo reconocimiento.

A finales de 2005, la Comisión presentó el Libro Blanco sobre “Política de los servicios financieros 2005-2010” de carácter continuista con el PASF y a fin de realizar todo el potencial aún inexplorado de crecimiento económico y empleo que ofrece el sector de los servicios financieros de la Unión Europea. Los ejes principales son consolidar los progresos realizados, finalizar las acciones en curso, reforzar la cooperación y la convergencia en materia de control y eliminar los últimos obstáculos a la integración. Las prioridades son seguir mejorando la eficiencia de los mercados paneuropeos de productos de ahorro a largo plazo (el número de fondos de inversión europeos es cuatro veces el de Estados Unidos pero su talla media es un quinto inferior, la Comisión presentó un Libro Blanco sobre Fondos de Inversión en 2006), realizar el mercado interior de los servicios al por menor y lograr que el mercado de capital riesgo sea más eficaz. Se anunciaba un refuerzo de la cooperación entre la política de los servicios financieros y las políticas llevadas a cabo en otros ámbitos, en particular la competencia, la política de los consumidores y la fiscalidad.

En el ámbito de la integración financiera en mi opinión es crítico avanzar en tres direcciones:

- El perfeccionamiento del mercado interior. Además de simplificar las concentraciones transfronterizas, hay que eliminar las barreras injustificadas que impiden a los grupos europeos captar todos los beneficios del mercado interior. Avanzar en el grado de integración financiera es indispensable para que los grupos financieros transfronterizos estén en condiciones de optimizar sus recursos y procesos (todavía hoy no pueden utilizar sistemas informáticos comunes o sufren cargas burocráticas innecesarias al tener que presentar formatos de informes distintos a las autoridades supervisoras). Como en los productos que circulan en el mercado interior, son precisos estándares comunes de seguridad y trazabilidad para los productos ligados a los servicios financieros. El modelo europeo de competencia entre empresas, cooperación entre Estados y solidaridad entre ciudadanos es incompatible con disparidades en la fiscalidad del ahorro entre los Estados miembros que induzcan una movilidad insana del capital.
- La protección de los consumidores. Existe un consenso en incrementar la comparabilidad de los productos y la educación financiera, también para que se establezca una SEPA (Single Euro Payments Area, Zona Unica de Pagos en Europa) y se eliminen obstáculos a la movilidad de las cuentas. Facilitar el ejercicio de acciones colectivas de reclamación en el ámbito de los servicios financieros es igualmente un paso en la dirección adecuada. Además deberían

---

7 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo [Diario Oficial L 145 de 30.4.2004, Directiva MIFID, última modificación Directiva 2008/10/CE. Enmiendas a la Directiva 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, última modificación Directiva 98/7/CE

<sup>8</sup> Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, última modificación Directiva 2008/11/CE

generalizarse las buenas prácticas que existen en los Estados miembros: existencia de un Registro de Seguros de Vida (España), Comunicación Anual de Gastos Bancarios (Francia) o Informe Anual de Quejas de los Consumidores Financieros (Reino Unido). La experiencia indica que algunas diferencias en la protección a los consumidores (caso reciente de las decisiones unilaterales de protección de depósitos) pueden generar inestabilidad financiera y afectar a las reglas de la competencia.

- La mejora institucional. Hay dos líneas evidentes, la supervisión financiera y la política monetaria. Si se quiere avanzar en los objetivos anteriores será indispensable avanzar desde una filosofía de convergencia y cooperación de supervisores nacionales hacia fórmulas de integración supervisora europea. Al tiempo que la supervisión financiera alcanza dimensión europea, es preciso mejorar la acción del BCE en sus responsabilidades de "*mantener la estabilidad de precios*" y "*definir y ejecutar la política monetaria de la comunidad*". Se ha señalado que el reducido nivel de los tipos de interés, en un entorno de baja inflación, ha generado una expansión del crédito incontrolada que ha motivado los elevados niveles de endeudamiento o apalancamiento que están en el origen de las burbujas de determinados activos. El informe parlamentario sobre los diez años del euro ha acogido una de mis propuestas para que el BCE, además del pilar económico y monetario, utilice el análisis financiero para definir su política. Es preciso profundizar las interrelaciones entre política monetaria, financiera y economía real; estudiar las conexiones entre tipos de interés, evolución del crédito, productos financieros y precios (burbujas e inflación) es esencial para la estabilidad económica general. La estabilidad de precios en el futuro exige ir más allá de los precios al consumo e incluir los de los principales activos financieros, como los inmobiliarios, destino del ahorro y la inversión.

## Hacia unas finanzas más sólidas

Algunos consideran que las crisis son inevitables porque tienen su origen en la avaricia y la deshonestidad que nunca podrán separarse de la condición humana; otros argumentan que en tiempos de euforia se ignoran las advertencias<sup>9</sup>, existe una tendencia al exceso y nadie quiere dejar de bailar ("We're still dancing" decía el jefe de Citigroup semanas antes del comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007). Olvidan que este tipo de comportamientos humanos voluntarios son previsibles y, por lo tanto, prevenibles y evitables. En todo caso, más allá de apreciaciones interesadas, la crisis financiera actual tiene sus raíces en debilidades objetivas del ámbito financiero: opacidad y creciente complejidad, conflictos de intereses e incentivos perversos<sup>10</sup>,

---

<sup>9</sup> John Kenneth GALBRAITH en "Breve historia de la euforia financiera" (Ariel, 1991, página 9). decía: "*Lo que aquí se cuenta es una invitación a la cautela, una llamada de atención contra el atractivo y contra la posibilidad de convertirse en víctima de la más ineludiblemente cierta de las aberraciones del capitalismo: la emoción generada por los, en apariencia, nuevos instrumentos financieros y por el presunto genio de sus artificios. Unos y otros desencadenan la seductora dinámica de la especulación, dinámica que hasta el día del inevitable desencanto, parece venir justificada por la perspectiva del enriquecimiento personal*".

<sup>10</sup> Jacques ATTALI en "La crise, et après?" (Fayard 2008, página 69) dice "*Les rémunérations des dirigeants de ces entreprises financières et des créateurs de ces produits son pour l'essentiel des bonus liés aux bénéfices annuels. À la différence des salariés, ils sont associés aux profits; mais, à la différence*

comportamiento procíclico y cortoplacista, inadecuada evaluación e imprudente gestión del riesgo. A todo ello podría añadirse la ceguera de las agencias de calificación, los problemas relacionados con las normas contables y la existencia de déficits regulatorios y de supervisión, etc. En definitiva, fallos de mercado, problemas de agencia, prácticas inadecuadas y déficits regulatorios.

El mundo de las finanzas se había vuelto más oscuro y falible. Proliferaban operadores al margen de toda regulación, entidades reguladas que utilizaban instrumentos y vehículos fuera de balance, créditos "ninja"<sup>11</sup> y productos difícilmente inteligibles. Sobre este último punto alguien comentaba con humor que hace años las entidades financieras sabían lo que vendían y el cliente lo que compraba, después las entidades financieras sabían lo que vendían pero el cliente no sabía lo que compraba, ahora ni unas saben lo que venden ni otros lo que compran. Nadie podía explicar los productos titulizados, con los que se creaba una especie de crédito privado, ni remontarse a su origen. La confianza ciega en el uso de modelos matemáticos y la sofisticación hizo subestimar los riesgos e incrementó el riesgo sistémico.

La crisis financiera ha situado en el primer plano un importante paquete de cuestiones que van a ocupar la agenda interna e internacional durante los próximos años. Algunas habían sido objeto de advertencia por organizaciones internacionales y de tratamiento por el Parlamento Europeo<sup>12</sup>.

La respuesta a la crisis ha permitido observar el despliegue de un catálogo desconocido de iniciativas por parte de los bancos centrales y de los gobiernos para asegurar liquidez en el sistema y el funcionamiento de los mercados interbancarios. Cuando se agudizó, tras la caída de Lehman Brothers el pasado 15 de septiembre, entramos en una nueva fase con la presentación de planes de rescate de desconocida envergadura.

---

*des actionnaires, ils ne sont pas associés aux pertes*". El afán de obtener beneficios a corto plazo ha estimulado el endeudamiento y una gestión miope del riesgo.

<sup>11</sup> Créditos ofrecidos a personas sin ingresos, sin trabajo y sin propiedades ("no income, no jobs, no assets).

<sup>12</sup> Existen resoluciones parlamentarias que datan de 2002 -el informe Van den Burg sobre esquemas de compensación de ejecutivos en instituciones financieras, impacto de los hedge funds en la estabilidad sistémica, en particular aspectos relativos al endeudamiento y las ventas a corto, las prácticas contables y la necesidad de políticas macroprudenciales-; 2003 -el informe Ghilardotti en cooperación con Berès sobre necesidad de más transparencia y cooperación entre supervisores para controlar las relaciones entre bancos y compañías-; 2004 - el informe Katiforis plantea un esquema de registro para las agencias de calificación crediticia bajo los auspicios del Comité de Reguladores en los Mercados de Valores, CESR, que debería incluir procedimientos para tratar con conflictos de interés y transparencia en las operaciones-; y 2006 -el informe Muscat aborda el tema de la estabilidad financiera y el riesgo sistémico y urge a la Comisión y a las autoridades nacionales a remitir propuestas conjuntas para un efectivo manejo de riesgos al Parlamento-. Otras cuestiones han venido tratándose durante el pasado año en que la acción del Parlamento se ha redoblado: el informe Radwan sobre la necesidad de considerar que las exigencias de requerimiento de capital se basen en la actividad de riesgo y no en el tipo de entidad o de que los originadores retengan una porción de sus productos en sus balances; el informe Rasmussen sobre el tratamiento de los Hedge Funds: el informe Lehne que trata la transparencia para los hedge funds y el capital riesgo o el completo paquete de propuestas del informe Van den Burg-Daianu sobre el seguimiento del Procedimiento Lamfalussy. Estos informes están siendo considerados en los parlamentos de los países más avanzados, además la diplomacia parlamentaria ha funcionado y existe un diálogo en el ámbito de las organizaciones políticas (el Foro para el Progreso Global, la Internacional Socialista, etc.).

El ECOFIN de 7 de octubre de 2008 -después de que diversos países hubieran adoptado iniciativas unilaterales que no hacían más que acrecentar las incertidumbres en los mercados y de la celebración la víspera, a instancias del Presidente Zapatero, por primera vez de una cumbre de los Jefes de Estado y Presidentes de Gobierno de la eurozona en la que se consideró como prioridad restablecer la confianza y el funcionamiento del sector financiero y apoyar las instituciones financieras de carácter sistémico- acordó actuar en un marco coordinado y *"para proteger los intereses de los depositantes y la estabilidad del sistema, subrayar lo adecuado de un enfoque que incluya, entre otros medios, la recapitalización de las instituciones financieras sistemáticamente relevantes en situación vulnerable"* así como *"proporcionar una garantía de protección para los depósitos de los individuos por una cuantía mínima de 50.000 euros, reconociendo que muchos Estados Miembros la elevarán hasta un mínimo de 100.000 euros"*. Las ayudas debían ser en tiempo y temporales, velándose por el interés de los contribuyentes y de los competidores, debiendo los gobiernos estar en posición de impulsar un cambio de gestores y de impedir que obtengan beneficios indebidos, evitando externalidades negativas.

Según las conclusiones del Consejo Europeo celebrado el 15 y 16 de octubre *"la Unión Europea debe proceder con sus socios internacionales a una reforma real y completa del sistema financiero internacional fundada en los principios de transparencia, solidez bancaria, responsabilidad, integridad y gobernanza mundial"*. La reunión informal celebrada el pasado 7 de noviembre, además de establecer previsiones para proporcionar ayuda financiera a Estados en dificultades, estableció una serie de principios al respecto:

- Ninguna entidad financiera, segmento de mercado o jurisdicción debe quedar al margen de adecuada regulación o, al menos, supervisión.
- El nuevo sistema financiero debe basarse sobre principios de responsabilidad y transparencia.
- El nuevo sistema financiero internacional debe permitir que los riesgos sean evaluados así como prevenir la crisis.
- El FMI debe tener un papel central en una más eficiente arquitectura financiera.

Estos principios han quedado reflejados en la cumbre celebrada en Washington el pasado 15 de noviembre y serán objeto de desarrollo en los próximos meses.

En este momento se encuentran en trámite parlamentario importantes iniciativas. Con anterioridad a la crisis la Comisión había presentado la propuesta de Directiva Solvencia 2 en el ámbito asegurador y, con posterioridad, ha remitido al Parlamento la propuesta de reforma de la Directiva sobre Requerimientos de Capital, la propuesta de Directiva reformando los Sistemas de Garantía de Depósitos y la propuesta de Directiva sobre Agencias de Calificación Crediticia.

El Parlamento Europeo pretende que en los organismos internacionales la UE tenga una representación bien visible y que se pronuncie con una sola voz sobre asuntos complejos como el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo y el fraude fiscal. En los foros internacionales (el Comité de Basilea, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros-IAIS, la Organización Internacional de Comisiones de Valores-OICV, o el Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado-UNIDROIT), la coordinación europea debe intensificarse.

Para construir finanzas más sólidas es crítico:

- Proseguir con la Agenda de Washington, tratando de alcanzar los estándares más elevados a nivel internacional sin renunciar a una regulación apropiada por parte de la UE que tenga en cuenta la coyuntura (las nuevas exigencias no pueden drenar liquidez o generar dificultades adicionales).
- Restablecer la confianza en el sistema financiero. A fin de facilitar la liquidez, el BCE podría ensanchar su balance con depósitos a medio plazo que a su vez puedan posibilitar la ampliación de los períodos de sus préstamos (en la actualidad con un máximo de seis meses cuando la reserva federal estadounidense llega a los tres años); podría establecerse un sistema de compensación interbancario a escala europea y redefinir las entidades bancarias que sirven como referencia para el cálculo del euríbor. Además puede ser necesario evaluar otros mecanismos más radicales de intervención pública, como nacionalizaciones temporales o concentración de activos tóxicos, para recapitalizar las entidades financieras y restablecer el crédito. La Comisión debería presentar un completo Plan de Servicios Financieros para esta nueva etapa en cuyo diseño definitivo y desarrollo el Parlamento debería tener un papel fundamental.
- Evitar que las medidas de emergencia produzcan "daños colaterales" (derechos de los contribuyentes, protección de consumidores, ventajas indebidas a costa de los competidores, mantenimiento de incentivos perversos, etc.).
- Papel más intenso de la Unión Europea en el proceso de recuperación económica. La coordinación debe intensificarse y elaborar marcos sectoriales para la adopción de medidas de ayuda por los Estados miembros en actividades vitales. La emisión de eurobonos forma parte de un posible repertorio de instrumentos para relanzar programas europeos y para modular los efectos de una política monetaria de "talla única; mutualizar la deuda en torno a un porcentaje del PIB debería acompañarse de un sistema más eficaz y proactivo de supervisión multilateral, un FMI europeo.
- Conseguir un reparto equitativo del coste de la crisis. En el futuro debe ponerse fin a la redistribución inversa<sup>13</sup> que priva de ganancias a familias y empresas de la economía real e incrementa su esfuerzo fiscal. Es preciso un marco internacional que asegure la contribución del capital y los servicios financieros a las finanzas públicas.

---

<sup>13</sup> Un ejemplo evidente es el estadounidense; según el gráfico 9 de la página 11 del libro "A New Era of Responsibility: Renewing America's Promise. The President's Budget and Fiscal Preview" (Government Printing Office, 141 pages) que incorpora datos atribuidos a "Piketty and Saez", en 1980 la riqueza del 1% más rico de EEUU correspondía al 10% de la renta nacional, mientras que a finales del 2004 había alcanzado el 22%. En la misma publicación se señala que el 10% de los hogares posee el 70% de la riqueza. Piketty y Saez en su obra "The Evolution of Top Incomes" destacan que los ingresos de los altos ejecutivos han subido espectacularmente en los países de habla inglesa a partir de 1945, convirtiendo a los "top executives" en "working rich" y reemplazando a los grandes propietarios de capital ("top capitalists") en la cúspide de la jerarquía de ingresos durante el siglo XX.

## Hacia unas finanzas sostenibles

La crisis financiera se produce en un mundo en el que el aumento de las desigualdades sociales y de la degradación ambiental está llevando a la humanidad a una situación límite. No es un problema de recursos, estadísticamente el PIB per capita de las seis mil seiscientos millones de personas que viven en el mundo es de \$10.000<sup>14</sup>, sin embargo un sexto de la población mundial vive en situación de extrema pobreza (menos de un dólar al día) y novecientos sesenta y tres millones<sup>15</sup> pasan hambre. El modelo energético actual, basado en el consumo de recursos fósiles no renovables, no proporciona suministro de electricidad a un tercio de la humanidad y está provocando un peligroso cambio climático. La huella ecológica es tan grande que cerca de tres cuartas partes de la población vive en regiones en que el consumo de los recursos excede la capacidad de regeneración biológica<sup>16</sup>, si las condiciones de vida norteamericanas se generalizaran, necesitaríamos los recursos de cinco planetas. Las tendencias actuales son insostenibles.

La crisis financiera está en el origen de una crisis económica que es también la primera crisis ecuménica porque afecta a todo el orbe habitado. Por primera vez desde 1991 el PIB per capita está cayendo en el mundo, que se enfrenta al riesgo de una depresión económica. La depresión de los años treinta<sup>17</sup> en Europa significó el auge del fascismo, el antisemitismo, el racismo y el nacionalismo que desembocó en la Segunda Guerra Mundial, mientras que en los Estados Unidos emergió un espíritu de cooperación y cambio, personificado en el "New Deal" que contrarrestó la desesperación de la depresión. No podemos olvidar que nuestro continente no encontró el camino de la paz y la prosperidad hasta que hizo de la integración europea su contrato social, hace más de cincuenta años.

La crisis financiera puede ser el catalizador de un nuevo pacto, esta vez a escala mundial. Las finanzas son uno de los motores fundamentales para el futuro común, un elemento clave para una estrategia de desarrollo económico mundial que proporcione las funciones esenciales de estabilidad, crecimiento, equidad y sostenibilidad. La estrategia post-Lisboa debe avanzar en esta dirección e integrar en un marco único el pacto de estabilidad y crecimiento, los programas de recuperación, la actual agenda de Lisboa, la estrategia de desarrollo sostenible y la lucha por el cambio climático.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto profundos desequilibrios en la economía internacional<sup>18</sup> que no pueden mantenerse indefinidamente. Llevará tiempo corregirlos,

---

<sup>14</sup> Página web IndexMundi- [http://www.indexmundi.com/world/gdp\\_per\\_capita\\_\(ppp\).html](http://www.indexmundi.com/world/gdp_per_capita_(ppp).html)

<sup>15</sup> Informe "The State of Food Insecurity in the World 2008". Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación, FAO. Publicado en <http://www.fao.org/news/story/es/item/8836/>

<sup>16</sup> Informe "Por un planeta vivo 2008" WWF, Zoological Society of London y Red de la Huella Global . Publicado en [http://assets.wwf.es/downloads/informe\\_planeta\\_vivo\\_2008.pdf](http://assets.wwf.es/downloads/informe_planeta_vivo_2008.pdf)

<sup>17</sup> Benjamin Friedman. "The Moral Consequences of Economic Growth". New York: Alfred A. Knopf, 2005.

<sup>18</sup> Según The Economist ("Greed and fear", A special report on the future of finance, January 24th 2009, págs 4): " In 2006 America's current-account deficit peaked at 6% of its GDP. Between 2000 and 2008 the country received over \$5.7 trillion from abroad to investm equivalent to over 40% of its 2007 GDP. Over the same period Britain and Ireland absorbed around a fifth of their 2007 GDPS and Spain a vast 50%. The financial system had the job of recycling the money to borrowers. Inevitably, credit became cheaper and savings declined. In America savings fell from around 10% of disposable income in the 1970s to 1% after 2005".

la mejor vía para hacerlo y para recuperar una senda de crecimiento duradero es mediante una robusta cooperación macroeconómica entre las principales economías del mundo. Sólo mediante la política será posible identificar objetivos, prioridades y reglas del juego comunes, armonizar los intereses de los principales actores mundiales, evitar el antagonismo y la competencia salvaje.

Hay que poner coto al desacoplamiento de finanzas y economía productiva, la prosperidad no consiste en transformar fórmulas matemáticas en apuntes contables sino en convertir recursos en riqueza; poner fin a la separación entre servicios financieros y asuntos económicos en la estructura de la Comisión Europea parece razonable. Durante las últimas décadas el valor del sistema financiero y el de la economía productiva se han distanciado extraordinariamente (si en 1980 el valor de los activos financieros se encontraba muy próximo al del PIB mundial, en 2006 era ya 3,5 veces superior<sup>19</sup>). La formación de burbujas y la volatilidad de productos básicos son síntomas de un mercado enfermo y desequilibrado que envía señales extremas y contradictorias a los agentes económicos. Cuando la economía va bien existe una tendencia al endeudamiento; sin embargo establecer límites al desarrollo del crédito y adoptar medidas que eviten la especulación y proporcionen márgenes de predecibilidad a los precios en los mercados de alimentos o de productos energéticos son cuestiones clave para que las finanzas se asocien al desarrollo de la economía real.

Bretton Woods es una buena referencia. El nuevo orden internacional se integró por los acuerdos allí alcanzados en el ámbito monetario y financiero así como por el GATT de carácter comercial. Desde principios de los setenta, el patrón de estabilidad monetaria quebró sin que haya sido sustituido por ningún otro. El nuevo proceso de negociación debería incorporar algún tipo de acuerdo que contribuya a la estabilidad monetaria a nivel internacional y a unos intercambios comerciales sin distorsiones.

El marco multilateral de comercio mundial no es un simple repertorio de reglas sino un elemento de un sistema de resultados en beneficio de todos. La experiencia europea es que si se quiere libre comercio hay que promover la cohesión que evita el antagonismo y la vieja dialéctica de ganadores y perdedores. En Bretton Woods, los Estados Unidos, que entonces representaban el 80% de las reservas mundiales de oro y contaban con un enorme superávit comercial, no apoyaron el plan Keynes de creación de un órgano internacional de compensación (ICU, en inglés) capaz de emitir una moneda internacional (Bancor) vinculada a las divisas fuertes y canjeable en moneda local por medio de un cambio fijo. Keynes preveía que a través de la ICU los países con excedentes comerciales financiarían a los países deficitarios, vía una transferencia de sus excedentes, haciendo crecer así la demanda y el comercio mundial, lo que finalmente sería beneficioso para todos. Pero también es cierto que el mismo año que se aprobó el GATT, Estados Unidos puso en marcha el Plan Marshall que posibilitó la reconstrucción de los países democráticos europeos.

---

<sup>19</sup> McKinsey Global Institute. "Mapping Global Capital Markets. Fourth Annual Report. Enero 2008. La suma de los activos financieros globales ha pasado de 12 billones de dólares en 1980 a ciento sesenta y siete en 2006 mientras que el PIB mundial era de 10,7 billones de dólares en 1980 y de 48 en 2006. Según The Economist ("Fixing Finance", A special report on the future of finance, January 24th 2009, página 21): "In America the industry's share of total corporate profits climbed from 10% in the early 1980 to 40% at its peak in 2007. Its share of the stockmarket's value grew from 6% to 23%, according to Mr. Barnes. It is hard to believe that financial services create enough value to command such pre-eminence in the economy. At the peak, the industry accounted for only 15% of America's GDP and a mere 5% of private-sector jobs".

El terrible impacto de la crisis financiera en la lucha contra la pobreza y los países menos desarrollados, víctimas inocentes de sus consecuencias, demuestra que es necesaria una revisión de las finanzas internacionales en una perspectiva de compromiso con los Objetivos del Milenio y con la estrategia de desarrollo. Si en la independencia norteamericana se aplicó el principio “no taxation without representation”, cómo dejar sin voz y participación a quienes padecen más severamente las cargas y sufren las debilidades de las finanzas y la economía global. Los trabajos del G-20 deben desembocar en un marco multilateral mundial para la gobernanza económica mundial. La reforma de las Naciones Unidas podría considerar la propuesta de Jacques Delors de crear un Consejo de Seguridad Económica.

La presente crisis demanda un nuevo paradigma económico: democratizar la economía. Necesitamos mercados sostenibles que funcionen con transparencia y reglas que optimicen su funcionamiento condensando memoria y nuevos conocimientos, operadores económicos responsables que actúen sometiéndose a límites, controles e impuestos apropiados, y ciudadanos que puedan acceder a los recursos y condiciones disponibles para desarrollar su existencia. Es hora de remontar la perspectiva, si queremos avanzar la receta es mejor mercado, excelente regulación y superior política.