

NUEVAS IDEAS PARA MEJORAR EL FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA ECONOMÍA MUNDIAL

DECÁLOGO DE REFORMAS PARA RESPONDER A UNA CRISIS SISTÉMICA

RESPUESTAS PROGRESISTAS DE LA FUNDACIÓN IDEAS A LA CRISIS FINANCIERA

INFORME · 12 DE DICIEMBRE DE 2009

www.fundacionideas.es





Contenidos

Introducción	5
1 La crisis financiera dentro de la agenda global.....	6
2 ¿Qué ha fallado?	7
2.1 Fallos de mercado	7
2.2 Fallos de Estado	7
2.3 Fallos de política macroeconómica	8
2.4 Complacencia política.....	8
3 ¿Cómo se pueden solucionar estos fallos?.....	9
3.1 Principios progresistas para la reforma	9
3.2 Nuevos incentivos positivos en el mercado.....	11
3.3 Mejor regulación desde el Estado	12
3.4 Una política económica más completa	15
4 ¿Quién debe aplicar estas reformas y cómo coordinarlas?.....	17
4.1 Seguir las mejores prácticas a nivel nacional.....	17
4.2 Más coordinación y nuevos instrumentos a nivel europeo	17
4.3 Nueva arquitectura financiera internacional.....	18
5 Conclusiones preliminares: Diez grandes reformas para responder a una crisis sistémica	22



Introducción

La crisis financiera internacional ha motivado la contundente acción coordinada de los gobiernos de EE.UU. y la Unión Europea para evitar el colapso bancario en sus economías. El estallido y la evolución de la crisis han puesto de manifiesto la complejidad y la opacidad de los productos derivados, las deficiencias existentes en los sistemas de información, evaluación y control de los riesgos financieros, y en todo caso, la insuficiente coordinación internacional para prevenir y reaccionar ante situaciones de este tipo.

Hoy el mundo se enfrenta a una grave crisis financiera global con efectos muy negativos sobre la economía real. En el último trimestre de 2008, EE.UU., Europa y Japón tendrán tasas de crecimiento del PIB negativas, lo que significará que el 50% de la economía mundial estará contrayéndose. Hacía décadas que no se producía una situación tal de recesión conjunta en todas las grandes economías desarrolladas.

En este contexto, las economías más importantes del mundo (G-21) se reunieron en Washington el día 15 de noviembre de 2008, para iniciar un proceso de refundación de la arquitectura financiera internacional. A partir de esa reunión, asistiremos en los próximos meses a una revisión en profundidad de los organismos financieros multilaterales, así como a una reforma coordinada de la regulación bancaria a nivel mundial. Al mismo tiempo, la sociedad reclama la revisión de los esquemas de incentivos y de las agencias de calificación que han permitido la adopción de riesgos exagerados y que nos han llevado a esta situación.

En este marco, la Fundación Ideas ha puesto en marcha un grupo de trabajo para aportar nuevas ideas en todos estos frentes, con el objetivo de contribuir al debate que ahora comienza y con la aspiración de ser de utilidad para la toma de decisiones políticas que se avecinan en un futuro cercano.¹

El presente documento recoge los resultados preliminares del primer bloque de sesiones de trabajo y ofrece un breve análisis de los orígenes de la crisis actual, una importante batería de propuestas de reforma y una reflexión sobre las instituciones responsables de aplicarlas a nivel nacional, europeo y mundial. El trabajo concluye con un resumen de las diez medidas más importantes que el documento contiene para salir de esta crisis sistémica y evitar que se vuelva a repetir.

¹ El grupo de trabajo ha sido coordinado por Jesús Caldera, Carlos Mulas-Granados y Emilio Ontiveros, y ha contado con la participación o los comentarios a título individual (y sin representar a sus respectivas instituciones) de: Óscar Arce, Carlos Arenillas, Jorge Blázquez, Juan Ignacio Crespo, Mónica Melle, George Pagoulatos, Ángel Pascual-Ramsay, José Pérez, Jean Pisani-Ferri, José Juan Ruiz, André Sapir, Federico Steinberg, Joseph Stiglitz, José Antonio Trujillo y Xavier Torre

1 La crisis financiera dentro de la agenda global

Necesitamos un cambio de paradigma como respuesta a una crisis sistémica: No estamos sólo ante una crisis del sistema financiero, estamos ante una crisis de todo el sistema, no sólo del entramado de regulación y supervisión financiera, sino del modelo de desarrollo económico; no sólo de la globalización financiera, sino de la globalización en su conjunto. Por ello, debemos aprovechar esta oportunidad para promover un cambio de paradigma, una globalización distinta que no sólo se guíe por principios de rentabilidad, sino también de justicia, de solidaridad y de responsabilidad ante los ciudadanos.

Las soluciones a la crisis financiera deben ser parte de una agenda más amplia. Aunque una refundación del sistema financiero global es necesaria, no es suficiente. El sistema económico mundial muestra otras carencias que lo hacen ya insostenible y las cuales es esencial resolver, entre otras:

- Pobreza interna y externa (muchos países siguen en el subdesarrollo; los países desarrollados no han cumplido con los Objetivos del Milenio; crece la desigualdad)
- Comercio (el sistema sigue sin funcionar para los países más pobres y la Ronda de Doha sigue atascada)
- Crisis energética (seguimos sin soluciones para responder al desfase entre demanda y oferta de las fuentes disponibles)
- Cambio climático (no hay un consenso sobre un sistema energético que haga compatible el crecimiento económico con la sostenibilidad medioambiental)

Por todo ello, es necesario establecer un nuevo marco financiero que, además de garantizar el ordenado funcionamiento de los flujos de capital, sirva también de base para generar:

- Estabilidad macroeconómica
- Comercio internacional justo que permita el desarrollo económico de los países en desarrollo
- Sostenibilidad medioambiental
- Una gobernanza efectiva de la migración (por ejemplo a través de una Organización Mundial de las Migraciones, a imagen y semejanza de la Organización Mundial del Comercio)

Ello implicaría abordar el momento actual desde la perspectiva de un pacto global, que permitiera conectar las reformas del sistema financiero con las reformas de las reglas del comercio, la agenda de desarrollo para cumplir con los objetivos del Milenio, las medidas para limitar las emisiones contaminantes en la era post-Kyoto, o incluso la creación de nuevos organismos para ordenar las migraciones internacionales.

- En todo caso, ahora es necesario centrarse primero en lo más urgente: 1) Medidas de emergencia financieras para sanear el sistema, generar confianza y recuperar el mecanismo de pagos y la función crediticia; 2) Medidas de política económica y monetaria para que la recesión no se convierta en depresión global; 3) Constituir una nueva arquitectura financiera internacional; 4) Utilizar este proceso como catalizador para crear reglas y estructuras de gobernanza global capaces de resolver los otros grandes retos que afrontamos



2 ¿Qué ha fallado?

2.1 Fallos de mercado

- A nivel micro se han producido importantes carencias y heterogeneidades en la información contable, asimetrías de información entre los agentes, incentivos perversos para directivos y operadores, problemas de indefinición en las relaciones de agencia, altos niveles de incertidumbre e irracionalidad, y decisiones miméticas en los agentes económicos, todo lo cual ha imposibilitado el funcionamiento adecuado de los mercados. En la raíz de estos problemas están algunas disfunciones en el gobierno de las empresas: por ejemplo, sus estructuras de incentivos sólo han favorecido a los directivos, incluso a costa de los intereses de los accionistas.
- A nivel macro se han producido importantes fallos de coordinación interbancaria, se ha exacerbado la fragilidad del sistema financiero y se han puesto en evidencia sesgos estructurales hacia la sobrevaloración de determinados activos que inducen la aparición de burbujas especulativas.

2.2 Fallos de Estado (fallos de supervisión y regulación)

- Los marcos regulatorios y la supervisión prudencial han demostrado una capacidad institucional insuficiente para el tamaño y la sofisticación del mercado existente, además de ostensibles carencias en las variables instrumentales para modelizar los perfiles reales de riesgo asumido. Esto ha permitido un excesivo apalancamiento, una desmesurada concentración de riesgos y la proliferación de activos financieros derivados de dudosa calidad y opaca distribución en el sistema.
- Algunos fallos del Estado son en realidad fallos de mercado: ya que éstos calcularon erróneamente los riesgos porque los mercados lo hicieron antes. En todo caso, no teníamos la regulación y los marcos regulatorios apropiados para proteger al sistema económico de estos errores. Permitimos a las entidades financieras crecer demasiado (tanto que no podíamos permitir su colapso), lo que contribuyó a la asunción excesiva de riesgos.
- Algunos fallos regulatorios fueron aún más profundos: se permitieron marcos contables inadecuados y estructuras de gobernanza empresarial inadecuadas. En general, hubo una creciente falta de correlación entre los beneficios privados y los retornos sociales.



2.3 Fallos de política macroeconómica

- La orientación de la política monetaria ha sido excesivamente laxa durante demasiado tiempo en todo el mundo, generando excesiva liquidez, reduciendo los costes financieros hasta tasas reales negativas e incentivando así el endeudamiento y burbujas especulativas como la de los activos inmobiliarios.
- El error principal fue centrar el mandato de los bancos centrales exclusivamente en la inflación, ignorando las implicaciones sobre la estructura financiera y la estabilidad a largo plazo del sistema. Se pensó erróneamente que mantener un nivel de inflación bajo y estable era necesario, casi suficiente por sí mismo para crear un crecimiento económico duradero.

2.4 Complacencia ideológica

La ideología neoliberal impuso como necesidad económica lo que tan sólo era preferencia ideológica y con ello una filosofía regulatoria basada en:

- Principios más que reglas (que en la práctica no sirvieron de nada, ante la carencia de evaluación y seguimiento de sus resultados)
- Auto-regulación (que en realidad significó ausencia de regulación, dados los incentivos perversos para transgredirla)
- Asunción descontrolada de riesgos por parte de las empresas (que fueron incapaces de limitarlos, dejándose llevar por una ilusa confianza en un crecimiento económico ilimitado que ocultase sus carencias de competitividad y eficiencia)
- Agencias de calificación independientes (que no sólo internalizaban los intereses de los emisores de los activos financieros a calificar, sino que operaban también con intereses propios)

Crecientes desigualdades que llevaron a la volatilidad y la asignación ineficiente de los recursos financieros

Los problemas subyacentes a los desequilibrios financieros tienen que ver con la creciente desigualdad dentro y entre la mayoría de los países (la gente con dinero no lo gastó, y la gente que necesitaba gastarlo no lo tenía). Asimismo, esto coincidió con deficiencias crecientes en el sistema financiero global (debido a la ausencia de un sistema coordinado global de reservas). Dados los altos niveles de volatilidad existentes, algunos de los países más desarrollados tuvieron incentivos para “enterrar en el suelo” cientos de billones de dólares de poder adquisitivo. Hoy resulta obvio que hay muchas necesidades sin cubrir en el mundo y mucho mejores destinos para los recursos financieros escasos que las burbujas inmobiliarias que lideraron hasta hace unos meses la demanda agregada mundial.



3 ¿Qué se puede hacer para solucionar esos fallos?

Los fallos mencionados pueden solventarse a través de un amplio paquete de reformas que se basen en principios progresistas. Esos principios servirán de base para la introducción de un nuevo equilibrio entre la eficiencia y la equidad de los mercados, así como una nueva dimensión ética de su funcionamiento. Los instrumentos para articular esas reformas deberían ser de tres tipos: 1) la introducción de nuevos incentivos positivos para que los agentes económicos cambien sus comportamientos; 2) la aplicación de nuevas reglas de funcionamiento que limiten su marco de actuación discrecional; y 3) una nueva perspectiva de las políticas económicas, para que atiendan simultáneamente al impacto que generan en la economía real y en la financiera.

3.1 Principios progresistas para la reforma

Activismo del Estado, seguridad en los mercados y cooperación en la globalización.

- La reforma del sistema financiero debe reconocer el papel que ha jugado el Estado como red de seguridad para evitar un colapso de las entidades con trascendencia sistémica, así como su impulso dinamizador del mercado interbancario en particular y de la actividad económica en general. Por ello, debe reconocerse la legitimidad del Estado para jugar un papel activo en la revisión y mejora de la regulación financiera del futuro. (Si el Estado ha de proveer protección ante los “accidentes” del sistema financiero, debe asegurarse de reducir la probabilidad de que esos “accidentes” ocurran).
- La reforma debe también aspirar a lograr una mayor seguridad institucional, jurídica, financiera e informativa para todas las empresas y ciudadanos que operan en los mercados.
- Y los cambios deben producirse reconociendo la interconexión de todas las partes del sistema y actuando en consecuencia. La cooperación internacional entre todos los agentes y reguladores es clave para la estabilidad futura de la economía.

Transparencia, formación y participación: elementos clave de un nuevo derecho de ciudadanía financiera.

- Los abusos que generan las asimetrías de información entre los gestores y los ciudadanos o entre los diferentes inversores y agentes del mercado sólo se resuelven si la transparencia en las reglas y la rendición de cuentas en las actuaciones se convierten en un elemento central de la reforma.
- Para ello, la información debe convertirse en un “bien público”, estar más disponible y ser más accesible y comprensible para los ciudadanos e inversores. Pero además, los individuos deben ser capaces de entender mejor el complejo funcionamiento de las finanzas y de los riesgos que asumen, por lo que la formación financiera debe jugar un papel muy relevante en esta nueva etapa.
- Además del incremento de la transparencia y de la información, debería haber una regulación más intensa para impedir una excesiva complejidad (estandarización de los productos), al menos en el núcleo del sistema financiero.
- El objetivo es facilitar la participación de todos en la globalización financiera para extender sus beneficios, pero también para reequilibrar sus desfases.

- Aprobemos una carta de derechos financieros que garanticen a nuestros ciudadanos una información homogénea, simplificada y transparente sobre la rentabilidad, coste y riesgos reales de sus productos financieros que les permitan conocer, en todo momento, los resultados de las decisiones que tomen sobre ellos.

Proporcionalidad entre riesgo y beneficio, correlación entre rendimiento individual y colectivo: nuevas responsabilidades para las empresas y las entidades financieras.

- Restablecer una correlación proporcionada entre los beneficios obtenidos y los riesgos asumidos será de gran ayuda para evitar nuevas burbujas y comportamientos desmedidos.
- Asimismo, la reforma del sistema debe aspirar a minimizar las situaciones en las que los individuos obtengan rendimiento propio a costa del ajeno. Las inversiones que generan externalidades positivas para la sociedad al tiempo que premian la creatividad y el riesgo individual deben ser una pieza central del nuevo sistema financiero.
- Garantizar que la tasa de rentabilidad del sistema financiero tome como referencia de equilibrio y sostenibilidad la del sistema real.

Mejor regulación para maximizar el crecimiento sostenible y el empleo

- La reforma del sistema financiero debe centrarse no sólo en más regulación, sino en una mejor regulación. Esa mejor regulación debe hacer el sistema financiero más estable, pero también debe que permitir que los emprendedores, los pequeños empresarios o los jóvenes puedan seguir financiando sus proyectos de innovación, la continuidad de su empresa o su acceso a una vivienda.
- No podemos regular el sistema financiero o la economía para minimizar nuestros sobresaltos, sino para maximizar las posibilidades de crecimiento sostenible con alta generación de empleo de nuestros países y de esta forma mejorar el bienestar de todos los ciudadanos.
- Las regulaciones adecuadas de las que se disponía pero fueron ignoradas deben ser ahora aplicadas con todo rigor. Y la innovación financiera debe centrarse en generar productos que mejoren el bienestar de los ciudadanos y mejoren la eficiencia de la economía (en lugar de buscar el arbitraje y el ventajismo regulatorio, contable y fiscal).



3.2 Nuevos incentivos positivos en el mercado

A continuación se ofrecen algunos ejemplos de reformas posibles para mejorar los incentivos que mueven a los agentes económicos en diferentes direcciones.

Incentivos para aumentar la transparencia

Por ejemplo, dar preferencia al acceso a contratos y/o avales públicos a aquellas entidades financieras que hagan públicas sus políticas de buen gobierno corporativo y de RSC, las remuneraciones individualizadas de sus consejeros y directivos, sus datos de liquidez y solvencia según pautas de comparabilidad internacional. También debería apoyarse a aquellas entidades que comercialicen productos financieros a sus clientes previa simulación de su evolución ante diferentes escenarios de riesgo y en las que los clientes tengan derecho a solicitar una segunda opinión sobre esa misma oferta o producto por parte de otro experto (o incluso por parte del Banco Central).

Incentivos para aumentar la participación de los trabajadores en los beneficios empresariales

Aumentar las ventajas fiscales de las que gozan los planes generales de entrega de opciones sobre acciones o participaciones a los empleados. O, en su caso, dejar exentas de tributación las rentas producidas por estos títulos para el trabajador.

Incentivos para alinear los riesgos y los beneficios, las ganancias y las pérdidas

Más allá de los salarios básicos de los directivos, los complementos deben ir ligados a la mejora del valor de las acciones a medio y largo plazo (no a corto como hasta ahora). Por ejemplo, se podría introducir un mecanismo por el cual esas remuneraciones extras quedaran depositadas en un fondo a plazo (canjeable tras 10 años), que se incrementaría con los “bonus” en tiempos de buenos resultados y se minoraría con penalizaciones (“malus”) en tiempos de pérdidas.

Incentivos para aumentar la correlación entre beneficio individual y colectivo

Hacer depender los ratings de la posición de las entidades financieras de nuevos ránking de inversión ética y socialmente responsable. Por ejemplo, junto al sistema actual de calificación basada en probabilidad de insolvencia (sistema AAA) se podría introducir un sistema complementario de valoración (sistema “AAA-responsable”) que tuviera en cuenta también la contribución social de las inversiones de la empresa en cuestión (así como otros elementos de buen gobierno y responsabilidad social corporativa).



3.3 Mejor regulación desde el Estado

La nueva regulación financiera debería ser:

Amplia, equitativa y suficiente

Esto es, el campo de acción del regulador debe ser tan grande como el del mercado. Las nuevas reglas de transparencia deben aplicarse a todos los actores del mercado y a todas sus actividades. Además, la nueva regulación debe ser la misma para todas las entidades. Por ejemplo, para reducir el apalancamiento y el riesgo sistémico, existen dos opciones:

- Imponer límites numéricos al nivel de apalancamiento de las entidades financieras,² y/o
- Aumentar los requisitos mínimos de capital a todas las entidades financieras, en función de sus carteras de inversión (como ya hace aquí el Banco de España, pero no se exige en otros países). También habría que introducir requisitos mínimos de colateral a todas las transacciones con derivados.

Contracíclica

Esto es, la nueva regulación debe romper la tendencia a disminuir los requisitos de capital según va creciendo el valor de los activos alimentados por las burbujas. Para ello, los requisitos de capital podrían ligarse a las tasas de crecimiento (y no sólo a los niveles) recientes de los activos bancarios. Alternativamente, podrían aumentarse las provisiones para las futuras pérdidas esperadas (un sistema que ha funcionado bien en España).

Coordinada internacionalmente

Es muy importante impedir el arbitraje entre sistemas regulatorios mediante la más estrecha colaboración posible de los reguladores que supervisan mercados interconectados. Una opción mejor sería el establecimiento de un regulador financiero global (algo que podría entrar dentro de un nuevo mandato para el FMI). Asimismo, y en el ámbito del sector privado, se podría avanzar en la creación de “fondos combinados de liquidez” (liquidity pooling arrangements), que fueran utilizados por los bancos del grupo que suscribieran ese acuerdo en momentos de ausencia de liquidez. Esto permitiría que los bancos centrales fueran de verdad el prestamista de último recurso (y no de primera instancia como hasta ahora).

Inclusiva

La reforma del sistema financiero debe adoptar un enfoque progresista que garantice la igualdad de oportunidades en el acceso a la financiación necesaria para aquellos individuos que desean invertir en su futuro y en el de sus comunidades. El nuevo sistema debe hacer más fácil la financiación de la creatividad y las iniciativas emprendedoras que, además de generar negocio, tengan un impacto social positivo. A ese respecto, resulta vital homogeneizar el tratamiento contable y los modelos de valoración de los activos intangibles.

² El apalancamiento (o endeudamiento) se mediría como el ratio entre activos totales de los bancos contra recursos propios. Se podría poner un límite de apalancamiento entre 15-25 veces sus recursos propios, lo que daría amplio margen de maniobra para financiar toda la actividad económica real, así como las inversiones en sectores que precisan capital-riesgo, pero evitarían situaciones como las que llevaron a Lehman Brothers al colapso (con ratios de apalancamiento superiores a 50 veces sus recursos propios).

Además, la nueva regulación financiera debería:

Reducir las asimetrías de información

Los reguladores deben disponer de toda la información necesaria sobre los actores y los productos de los mercados financieros. En el caso de los mercados de productos derivados, se podría hacer obligatoria la identificación de los operadores que venden a corto plazo (short-selling). La proliferación de productos estandarizados es otra buena fórmula para reducir las asimetrías de información.

Reducir los conflictos de intereses de las agencias de calificación

Para ello deberían sólo dedicarse a la evaluación y deshacerse de sus ramas de consultoría (desde las que aconsejan cómo conseguir mejores ratings). También deberían diversificar sus fuentes de ingresos (cobrar por adelantado de las empresas antes de emitir su evaluación; y cobrar de los inversores un pequeño porcentaje de la transacción efectuada). Finalmente, deberían someterse a supervisión (e incluso a la competencia) de nuevas agencias públicas de dimensión regional.

Modificar las normas contables para valorar los activos de empresas y congelar los “margin calls” de los créditos bancarios en momentos de pánico financiero

Respecto de la contabilidad bancaria y empresarial, el mundo en general ha optado por valorar los activos al llamado mark-to-market (a precio de mercado). Esta opción parecía tener claras ventajas sobre otras opciones, como valoración por flujos descontados o a coste histórico de adquisición. Sin embargo, ha demostrado tener dos graves inconvenientes: generar problemas de solvencia en momentos de pánico y beneficios excesivos en momentos de euforia (Por ejemplo, en momentos de pánico como ahora, los precios de las acciones o inmuebles se desploman y, por tanto, se reduce el activo de empresas o bancos, generando significativas pérdidas contables).³ Por tanto, habría que buscar alternativas a dicho criterio o valorar los activos mediante combinaciones de varios criterios (por ejemplo, una mediante una media del llamado mark-to-market y coste histórico de adquisición, o una media larga de precios de mercado como 6 meses de cotización en el caso de las acciones). O incluso mejor, se pueden mejorar esos efectos adversos, incrementando los requisitos de capital contracíclicos.

Mejorar los incentivos en la cadena de distribución de riesgos

La actual crisis no debe acabar con la “titulización”, pero sí debe mejorar los incentivos para los que operan con estos productos. No es posible que quien transmite un riesgo y lo oculta tras un paquete combinado, se desprenda completamente de cualquier responsabilidad asociada. Aquellos que generan y distribuyen productos derivados o activos titulizados deberían mantener una parte (p.ej. entre el 15% y el 30% dependiendo del activo) del riesgo que transfieren.

3 En los últimos años los bancos han financiado grandes operaciones mediante un mecanismo llamado “margin call”, según el cual el precio del activo financiado se reduce, la empresa debe aportar garantías adicionales al banco. En situaciones de pánico bursátil, cuando las acciones se desploman, esa cláusula puede obligar a cerrar algunas empresas que son solventes para devolver el préstamo y los intereses al ritmo original establecido, pero que no encuentran las garantías adicionales requeridas por ese mecanismo. Congelar transitoriamente ese mecanismo sería una forma de evitar el efecto dominó sobre la economía real en momento de crisis financiera y colapso bursátil.

Limitar los blindajes empresariales y las remuneraciones excesivas

Aparte de los incentivos positivos sobre las remuneraciones comentadas anteriormente, deben establecerse límites a los blindajes. No parece razonable que las indemnizaciones por despido de los directivos no guarden relación con el motivo de su expulsión. Tampoco parece justo que los trabajadores tengan límites en sus indemnizaciones y no los directivos ni los miembros del consejo de administración. Por ello, las medidas pueden ser de varios grados

- Prohibición de blindajes (desde luego en las empresas con capital público) o al menos con límites fijos en las privadas (relacionados con el motivo del despido y/o con la mejora relativa del valor de la empresa).
- Desincentivos a los blindajes: por ejemplo, eliminar la posibilidad actual de que esas indemnizaciones millonarias sean gastos deducibles para la empresa.
- Obligatoriedad de transparencia y publicidad: en todo caso, las remuneraciones y blindajes deberían ser siempre aprobados por las Juntas Generales de accionistas (i.e. con la presencia de los accionistas minoritarios) y como punto específico e independiente del orden del día, aspectos que hasta ahora no son obligatorios. Las stock options deben incluirse como gastos contables normales y su impacto en la distribución accionarial debe ser registrado.

Regular los mercados mundiales de derivados, eliminando algunas prácticas negativas

Los derivados financieros cumplen una función útil y necesaria al permitir gestionar de manera más eficaz el riesgo. Pero, sin una adecuada regulación pueden ser, como se ha visto, tremendamente desestabilizadores. Por ello es necesario una regulación y establecer un mercado regulado de derivados crediticios, una autoridad global para supervisarlos y actuar de garante del cumplimiento de los contratos.⁴

- Se debería impedir la inversión financiera distorsionadora en materias primas. Esta inversión está detrás de los aumentos injustificados que han experimentado los precios de los alimentos y del petróleo en los últimos 18 meses. En algunos países (como EE.UU.) ya se han instaurado controles para identificar a los agentes propios de esos mercados que operan con intereses productivos, frente a aquellos actores ajenos a ese mercado que llegan con intenciones meramente especulativas. Para promover la transferencia de riesgo sin incentivar la especulación deberían introducirse nuevos controles que garantizaran que al menos una de las partes de la transacción tiene un “interés asegurable”.
- Se deberían limitar las operaciones de venta a corto plazo (short selling) que apuestan al desplome de los valores, sobre todo en situaciones de alta volatilidad y de irracionalidad sistémica.

Eliminar las áreas de impunidad y los paraísos fiscales

Según la OCDE, los paraísos fiscales acumulan un patrimonio privado de casi un trillón de dólares, cinco veces superior al de hace dos décadas. En los estados que los albergan tienen sede más de un millón de sociedades amparadas en el anonimato, lo que según el FMI ha permitido que en estos territorios se esconda una cuarta parte de la riqueza mundial. Claramente, estamos ante un fallo de la regulación internacional, donde caben algunas iniciativas nacionales

- Introducción de un nuevo gravamen especial para todo movimiento de fondos que tengan como origen o destino un paraíso fiscal.

⁴ Esta función podría ser desarrollada por un nuevo Fondo Monetario Global, idea que se desarrolla más adelante en este estudio.

- No reconocimiento de personalidad jurídica a las sociedades constituidas en paraísos fiscales para intervenir en el tráfico mercantil español.
- Prohibición de que las entidades bancarias españolas tengan filiales o sucursales en dichos territorios.
- Establecimiento de penas agravadas cuando el fraude fiscal se produzca a través de la utilización de paraísos fiscales.

No obstante, la resolución definitiva depende de acciones internacionales coordinadas:

- A nivel de la UE, se podría aprobar una Directiva sobre intercambio de información bancaria, suprimiendo el secreto bancario y estableciendo medidas severas de aislamiento financiero para los estados que no quieran colaborar.
- A nivel internacional, podría valorarse la introducción de un proceso de regularización fiscal progresiva y coordinada hasta 2015. Durante ese período los capitales que abandonasen los paraísos fiscales no serían penalizados, tributarían a un nivel inferior, y a cambio los fondos obtenidos serían puestos a disposición de organismos financieros internacionales reformados para ayudar al cumplimiento de los objetivos del Milenio, que persiguen reducir a la mitad la pobreza en el mundo en ese año. A partir de 2015, los paraísos fiscales quedarían completamente prohibidos, y los estados que los mantuvieran serían excluidos de todos los organismos financieros internacionales.

3.4 Una política económica más completa

Debe haber una reforma amplia de los mandatos de los Bancos Centrales, para que la política monetaria y regulatoria se centre también en la estabilidad del sistema financiero y no sólo en la inflación. Una baja inflación (de cualquier forma que se defina) no es suficiente para la estabilidad económica.

La política monetaria debería atender no sólo a la evolución del precio de los bienes sino también al crecimiento de determinados activos, tanto reales como financieros

En este sentido, cabría valorar la introducción coordinada de algún elemento relativo al aumento de los precios de la vivienda en el IPC, para lo cual sería deseable acelerar la elaboración de índices de precios de la vivienda compatibles con la metodología del IPCA (como el que publica el INE desde hace algunos meses para el caso español).

La regulación y la supervisión de las entidades financieras deberían tener más en cuenta el grado de apalancamiento (endeudamiento) de los hogares y las empresas, así como la velocidad de crecimiento de los activos.

El manejo de la política monetaria y de la regulación financiera debería acompañar el carácter contracíclico de la política fiscal.

Esto es, cuando la economía crece, la política monetaria y la regulación financiera deben servir para contener la formación de burbujas, no para alimentarlas.

En todo caso, es esencial también mejorar la coordinación entre los gobiernos, los reguladores del mercado y las autoridades monetarias, y evitar mandatos duplicados o vacíos de responsabilidad entre ellos. Esta coordinación debe extenderse a dos ámbitos:

- La coordinación mundial de la política monetaria, con dos objetivos:
 - 1) evitar los excesos de liquidez que han impulsado las burbujas que hemos vivido en los últimos años en los mercados de vivienda, alimentos y petróleo;
 - 2) evitar un desalineamiento permanente de las monedas de importancia global (dólar, euro, yen o yuan), que generen desequilibrios comerciales insostenibles.
- La coordinación mundial de las políticas fiscales, con dos objetivos:
 - 1) establecer “suelos impositivos” a nivel mundial (niveles mínimos comunes de impuestos sobre sociedades y ganancias de capital) que eviten la competencia a la baja y garanticen niveles suficientes de recaudación;⁵
 - 2) generar expansiones del gasto público mundial coordinadas entre todos los países en situaciones de recesión global como la actual, donde las respuestas deben ser conjuntas y simultáneas para ser eficaces.

5 La gran movilidad del capital ha provocado en las últimas décadas una competencia de todos los países a la baja en los impuestos sobre los rendimientos del capital (con el fin de atraerlos o de evitar su huida), que ha sido compensada por incrementos en la imposición del factor trabajo (que es un factor mucho más estático y más fácil de gravar por los gobiernos nacionales).



4 ¿Quién debe aplicar esas reformas y cómo coordinarlas?

Para poder desarrollar todas estas reformas y aplicarlas de forma coherente, hay que ser consciente de que las competencias para acometerlas residen actualmente en distintas esferas de dimensión nacional, europea o internacional.

De cualquier forma, los nuevos mecanismos institucionales que apliquen las reformas apuntadas deben:

- Ser representativos y tener legitimidad.
- Tener mandatos claros, una división del trabajo bien establecida y mecanismos de coordinación efectivos.
- Poseer los recursos financieros y técnicos y la capacidad legal y política para hacer cumplir la regulación.
- Servir de foro donde los reguladores nacionales/regionales puedan desarrollar relaciones de confianza y coordinar su acción.
- Ayudar a entidades/países con necesidades de financiación urgente.

Así, el nuevo entramado institucional debe estar basado en tres niveles (nacional, regional y global), con mecanismos de coordinación entre ellos.

4.1 Seguir las mejores prácticas a nivel nacional

A nivel nacional es crucial disponer de entes reguladores con capacidad real de monitorizar, supervisar y hacer cumplir la regulación. En el caso de nuestro país, es importante resaltar el buen papel que ha jugado el Banco de España para desarrollar reglas propias y supervisar su correcto cumplimiento.

4.2 Más coordinación y nuevos instrumentos a nivel europeo

En la Unión Europea debería introducirse una representación exterior única de la UE en los organismos financieros internacionales. Asimismo, y a nivel interno, deberían crearse dos nuevos organismos:

- Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)

Este sistema superaría el actual sistema de coordinación de la información y la supervisión nacional (conocido como nivel 3 del proceso Lamfalussy) e iría más allá de la propuesta británica de introducir colegios regionales de supervisores para las entidades de dimensión transfronteriza. El nuevo SESF sería una entidad supranacional como el BCE, pero con el mandato de garantizar la estabilidad financiera en Europa, avanzar en su integración y supervisar a las entidades financieras de dimensión paneuropea (las entidades de tamaño menor quedarían supervisadas por las agencias nacionales).⁶

⁶ En el contexto actual, esto requeriría una reforma de los tratados vigentes, que sólo contemplan la posibilidad de que el BCE adquiriera nuevas funciones de supervisión financiera. Sin embargo, tendría la ventaja de poder incluir a todos los países europeos que no tienen el euro (especialmente al Reino Unido, cuya capital es el principal centro financiero de Europa). Cabría complementar la supervisión financiera de la solvencia que ejercería el nuevo SESF, con una cooperación reforzada de los organismos reguladores nacionales que atienden a las conductas de las entidades (que en el caso de España corresponde a la CNMV).

- Tesoro Europeo:

Este nuevo órgano no sustituiría a los tesoros nacionales sino que los complementaría en dos áreas:

- 1) por un lado gestionaría el presupuesto Europeo, que habría de ser mayor y financiarse con nuevos recursos propios (por ejemplo, impuestos de sociedades comunes para las empresas de dimensión europea; el IVA armonizado o impuestos a la contaminación ambiental), y que se gastaría en las políticas de competitividad y cohesión actuales.
- 2) Por otro lado, el nuevo Tesoro Europeo se dotaría de capacidad financiera presente y futura (mediante la emisión de deuda propia o el aval de títulos nacionales) y de liderazgo político para coordinar respuestas conjuntas frente a crisis de solvencia y liquidez financiera como la crisis actual.

En otros continentes, mediante el establecimiento de supervisores regionales en Norteamérica, Latinoamérica, África y Asia (con el apoyo financiero de los países desarrollados o el Fondo Monetario Global cuando sea necesario).

4.3 Una nueva arquitectura financiera internacional

Ante una economía financiera de dimensión global es imprescindible tener un mecanismo global de supervisión que ponga fin a la desconexión entre flujos globales de capital y supervisores nacionales.

El nuevo mecanismo habría de ser verdaderamente global y no tan sólo internacional o inter-gubernamental, por lo que un sistema de colegios internacionales de supervisores no parece el más adecuado.

Se propone pues hacer uso de estructuras globales ya existentes y dotarlas de nuevos mandatos específicos para evitar duplicidades y cubrir algunos vacíos existentes.

- El Banco Mundial reforzaría su mandato inicial de 1945 y se dedicaría exclusivamente a la financiación de la lucha contra la pobreza, así como a financiar las reformas mundiales necesarias para combatir el cambio climático y generar desarrollo sostenible.
- La Organización Mundial del Comercio mantendría su mandato actual de promover el libre comercio de bienes y servicios, con especial énfasis en su papel como motor de desarrollo de los países más pobres. Si el acuerdo actual sobre los servicios financieros impidiera las reformas regulatorias necesarias, estos acuerdos deberían ser modificados.
- La nueva Organización Mundial de las Migraciones se crearía como un nuevo organismo que serviría de contraparte y complemento de la OMC, con el propósito de ordenar y coordinar los movimientos de las personas, en su calidad de trabajadores de un mercado global.
- Y el actual Fondo Monetario Internacional (FMI) sería reformado e integrado junto al Foro de Estabilidad Financiera y al Banco de Pagos Internacionales en un nuevo Fondo Monetario Global (FMG).
- Estas reformas solo funcionarían si hay profundas reformas en sus sistemas de gobernanza.

Un FMG con un nuevo mandato

Ejercer labor preventiva de supervisión y prevención de crisis:

- Supervisaría el comportamiento de las entidades regulatorias nacionales con más instrumentos y legitimidad que los mecanismos con los que actualmente cuentan el FMI y los otros organismos internacionales (FSAPs, ROSCs, etc.).

- Serviría como foro de coordinación de los reguladores y supervisores nacionales y regionales, donde éstos podrían desarrollar relaciones de confianza y coordinar sus acciones.
- Sería un centro de excelencia internacional en el ámbito del análisis de la estabilidad macroeconómica y financiera
- Monitorizaría los riesgos globales y establecería un sistema efectivo de alerta temprana que generaría avisos contundentes para prevenir crisis financieras globales.
- Supervisaría a entidades financieras globales a partir de un determinado tamaño y con presencia en varios países, que deberían registrarse con el FMG y estar sujetas a su monitorización. Incluiría a compañías comerciales, bancos, fondos soberanos, firmas de capital riesgo y hedge funds.
- Tendría capacidad para proponer medidas de coordinación cambiaria entre las monedas más importantes del mundo (en especial entre el dólar, el euro y el yen japonés, así como su relación con el yuan chino).
- Tendría también capacidad regulatoria sobre las agencias de rating, que deberían ser públicas, independientes y globales.
- Recibiría, en suma, el mandato de garantizar la estabilidad financiera global.

Promover, extender y hacer cumplir una regulación del sistema financiero global en áreas como:

- La transparencia de los operadores internacionales
- El correcto funcionamiento de nuevo mercado regulado de derivados crediticios
- La aplicación efectiva de una nueva regulación contra los paraísos fiscales

Ejercer labor de prestamista de última instancia:

- Para aquellos países que lo requieran, con unas condiciones que, a diferencia de lo que ocurre en la actualidad, sean representativas de un consenso más amplio sobre la ortodoxia económica y financiera.
- Actuando también como reasegurador de algunas de las obligaciones de los bancos centrales .

Actuaría como una Corte Internacional de Suspensión de Pagos :

- Para compañías globales a partir de un determinado tamaño y/o presencia en varios países, que deberían registrarse previamente en el FMG.

Un FMG con un una nueva estructura de funcionamiento y gobernanza

Un FMG más representativo

- Los países en desarrollo representan más de la mitad de la población, PIB y reservas del mundo. Sin embargo, están infrarrepresentados en el actual FMI (p.ej. los países del BENELUX todavía tienen una mayor proporción de votos que China en el FMI; y los votos de los países del África Subsahariana representan tan sólo el 5,26%).
- Es urgente reformar el sistema de voto para que sea más representativo del nuevo orden económico internacional
 - Reasignando los votos básicos y rediseñando la fórmula por la cual se distribuyen los votos especiales para incorporar a las economías emergentes como socios iguales y abandonando la preeminencia que da el actual sistema a los países desarrollados y en especial a los EE. UU. y el Reino Unido. EE.UU. debería perder su derecho de veto.

- Reformando el proceso de decisión del Comité Ejecutivo, estableciendo el requisito de doble mayoría (mayoría de votos y mayoría de países) que obligaría a los países con más votos a tener que obtener acuerdos más amplios.
- Se debería aumentar la presencia de representantes de países emergentes y en desarrollo en el Comité Ejecutivo, e incorporar más diversidad de nacionalidades y experiencias a todos los niveles.

Un FMG más responsable

- Elegir el Director en un proceso abierto y transparente, por mérito y sin considerar su nacionalidad para que sea responsable ante el Comité Ejecutivo y no ante su país. El viejo reparto de puestos entre EE.UU. y Europa no debe repetirse.
- Asegurar la transparencia haciendo que las decisiones del Comité Ejecutivo sean hechas públicas en el menor plazo posible.
- Establecer un mecanismo de quejas para que las opiniones de los gobiernos que estén en desacuerdo con los análisis y recomendaciones del Fondo sean consideradas.

Un FMG más amplio: integrando bajo su paraguas al actual Foro de Estabilidad Financiera

- El FEF debería convertirse en la institución que centralice la elaboración de estándares y normas regulatorias, intercambio de mejores prácticas y evaluación de los riesgos de las innovaciones en los instrumentos e instituciones financieras (pero no de labores de supervisión o regulación, que debería ejercer el FMG)
- En este contexto, es necesario superar el proceso de Basilea II, basado en los sistemas de gestión de riesgo de las entidades financieras y que han resultado pro-cíclicos y contribuido con ello a la crisis.
- Asimismo, el FEF debería ampliar su membresía a todas las economías desarrolladas y emergentes importantes, para ser más legítimo, representativo y capaz de generar normas lo más representativas posible. También debería incluir alguna representación de los países menos desarrollados, para asegurarse de que las regulaciones no les perjudican de forma desproporcionada.

Un FMG mejor financiado

- Se cuadruplicarían sus fondos disponibles para préstamos desde los niveles actuales (aproximadamente 250.000 millones de dólares) hasta el billón (trillón en términos europeos) de dólares, con el objetivo de dotarle de mayor capacidad de acción para proveer estabilidad financiera. Estos fondos adicionales podrían financiarse de tres formas:
 - Mayores aportaciones de todos los países miembros, especialmente de aquellos con abundantes reservas (como Arabia Saudí o China), a cambio de mayores porcentajes de voto y una implicación de primer orden en la gobernanza financiera global.
 - Nuevos impuestos sobre los flujos internacionales de capital de carácter especulativo.⁷

⁷ Otros organismos financieros internacionales dedicados a la provisión de bienes públicos globales (como los que puedan surgir de las negociaciones para el período post-Kyoto) podrían seguir mecanismos similares de financiación, a través de impuestos sobre las emisiones de CO₂.

- o Nuevas contribuciones de corporaciones transnacionales de dimensión global, que se beneficiarían de la estabilidad proporcionada por esta nueva arquitectura financiera mundial.
- También se reforzaría la aplicación del principio de condicionalidad para los préstamos y ayudas otorgados por el FMG.

Un FMG más eficaz

Por ejemplo, reduciendo el número de miembros en su Comité Ejecutivo para hacer el proceso de decisión y gestión menos burocrático.

Un FMG más legítimo

Todos estos cambios darían una mayor legitimidad al nuevo FMG, que podría ser todavía mayor si sus oficinas centrales se estableciesen fuera de Washington DC., en un país que lo alejara de la herencia y sospechas de injerencia de EE.UU.



5 Conclusiones preliminares: Diez grandes reformas para responder a una crisis sistémica

Tras analizar los fallos que han originado la crisis actual, y sobre la base de los principios progresistas enunciados al principio, las propuestas más novedosas que contiene este trabajo para salir de la crisis actual y evitar su repetición en el futuro son las siguientes :

1 Nuevos derechos

Desarrollar un nuevo derecho de ciudadanía financiera, basado en la máxima transparencia de las entidades financieras y en una carta de derechos de información y formación financiera para los ciudadanos.

2. Menos endeudamiento

Introducir límites al apalancamiento de las entidades financieras para que los bancos no puedan endeudarse de forma excesiva poniendo en riesgo a toda la economía.

3. Evaluaciones más objetivas

Mejorar la valoración de las empresas mediante cambios contables y nuevas agencias de calificación: la valoración de mercado de los activos debe ser complementada para evitar la desaparición de empresas solventes en tiempos de pánico financiero. Y las agencias de calificación deben modificar su modelo de negocio para ser independientes y objetivas, sometiéndose además a supervisión (e incluso competencia) de agencias públicas.

4. Remuneraciones justas

Reformar los sistemas de remuneración de los directivos y limitar los blindajes empresariales: sus remuneraciones deben estar relacionadas con la creación de valor a medio plazo y sus indemnizaciones ligadas a las causas de despido.

5. Finanzas éticas

Prohibir las inversiones financieras distorsionadoras en materias primas, para evitar las burbujas de precios de los alimentos o del petróleo, que tanto coste social han tenido en los ciudadanos. Además, deberían introducirse nuevos criterios y rankings de inversión socialmente responsable que primen a aquellas inversiones y empresas que desarrollan actividades beneficiosas para la sociedad.



6. Transparencia para todos

Eliminar los paraísos fiscales y redirigir sus fondos para cumplir con los objetivos del milenio. Para ello, es necesario poner en marcha una batería de iniciativas nacionales e internacionales que requieren un fuerte impulso político, pero cuyos rendimientos globales serían muy positivos. En este sentido, debería valorarse la introducción de un proceso de regularización fiscal progresiva y coordinada hasta 2015. Durante ese período los capitales que abandonasen los paraísos fiscales no serían penalizados, tributarían a un nivel inferior, y a cambio, los fondos obtenidos serían puestos a disposición de organismos financieros internacionales reformados para ayudar al cumplimiento de los objetivos del Milenio, que persiguen reducir a la mitad la pobreza en el mundo en ese año. A partir de 2015, los paraísos fiscales quedarían completamente prohibidos, y los estados que los mantuvieran serían excluidos de todos los organismos financieros internacionales.

7. Mejor política monetaria

Aumentar la coordinación mundial entre Bancos Centrales para controlar la liquidez, ampliar su vigilancia a la inflación de los activos y promover la estabilidad financiera: mediante ambas acciones se podrían evitar los excesos de liquidez que han inflado las burbujas recientes.

8. Mejor política fiscal

Impulsar expansiones fiscales coordinadas a nivel mundial para salir de la crisis, y establecer “suelos impositivos” sobre el capital: para evitar la recesión global generada por la crisis financiera la respuesta fiscal debe ser fuerte y simultánea. Más allá de la crisis, deben buscarse soluciones coordinadas para establecer “suelos impositivos” sobre los impuestos al capital que limiten la competencia fiscal entre países, garanticen una recaudación suficiente y una fiscalidad más justa (para que las ganancias del capital especulativo no tributen a tipos menores que los de los trabajadores).

9. Más Europa

Crear nuevos órganos de supervisión y respuesta para liderar el cambio de modelo financiero: Europa necesita un nuevo Supervisor Financiero Europeo que elimine los fallos de información actuales y que hacen incompatibles con una moneda y un mercado únicos. Además, Europa debe avanzar hacia la creación de un Tesoro Europeo que permita respuestas coordinadas ante crisis sistémicas y estímulos presupuestarios para proyectos paneuropeos.

10. Una gobernanza global para unas finanzas globales

Transformar el Fondo Monetario Internacional en el Fondo Monetario Global: el nuevo FMG multiplicaría por cuatro su capacidad financiera actual, reformaría su sistema de voto para incluir a las nuevas potencias económicas y tendría un mandato reforzado de supervisión y vigilancia de las finanzas mundiales, con el apoyo del Foro de Estabilidad Financiera (que quedaría bajo su tutela).



