



# Artículos de Prensa

Mayte Ledo  
Revista Política Exterior  
20 noviembre 2008

## ¿Respuestas adecuadas a la crisis financiera?

**Los excesos de un periodo de rápida innovación financiera y el uso de algunos espacios regulatorios llevaron a un elevado endeudamiento y a unas expectativas insostenibles que están en el origen de la crisis actual, iniciada en el sector financiero y ya con un claro impacto en la economía real.**

Al comenzar el otoño de 2008, cuando ha transcurrido ya un año desde el inicio de la crisis financiera, se ha producido una notable aceleración del aumento de las primas de riesgo. Pocas dudas quedan ya de que la crisis financiera va a tener un notable impacto sobre la actividad económica de los países desarrollados. Tal vez el interrogante más relevante a estas alturas es la duración de la crisis y, en especial, la capacidad de las medidas de política económica que se están poniendo en práctica para impulsar una salida rápida de esta situación. En este sentido, los planes que intentan proveer liquidez al sistema de forma masiva o que están orientados a la rápida recapitalización del sistema bancario deberían constituir un elemento clave para evitar un periodo lento de ajuste.

El objetivo de este artículo es hacer un balance la crisis financiera, analizando su origen y su desarrollo. El artículo se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, se recuerda como los excesos que tuvieron lugar en un periodo vertiginoso de innovación financiera estuvieron en el origen del posterior proceso de ajuste. En segundo lugar se analiza el desarrollo de la crisis, haciendo hincapié en su aceleración reciente. Por último se describen los planes de política económica orientados a su resolución.

### Un fuerte proceso de apalancamiento en el origen de la crisis

A finales de los años noventa y durante los años 2000 distintos factores propiciaron un proceso de desarrollo y difusión de la innovación financiera. En este periodo se alcanzaron tipos de interés reales en niveles mínimos en un contexto de notable ahorro en las economías emergentes y de significativa internacionalización de los flujos de capital. De esta forma, las economías emergentes acumularon volúmenes espectaculares de reservas que les permitían además mantener sus divisas depreciadas y facilitaban su estrategia de crecimiento basado en la exportación. El exceso de ahorro que fluía desde los mercados emergentes a los desarrollados facilitó que durante esa etapa se produjera una infravaloración del riesgo de un buen número de activos.

Junto a ello, durante este periodo fue claro que existía una notable demanda de activos de alta calidad crediticia por parte de los gestores de fondos. Mientras tanto, la oferta de activos era limitada, en un mundo en el que los volúmenes de deuda pública, como resultado del proceso de consolidación fiscal, eran decrecientes.

En este contexto, la innovación financiera permitió hacer frente a esta importante demanda de activos a través del desarrollo de nuevos productos e incluso de nuevos vehículos de inversión. Estos nuevos agentes dotaban al mercado de unas condiciones de liquidez muy amplias y facilitaban una expansión de los balances bancarios significativa y adicional a la forma tradicional basada en la captación de depósitos. El resultado de todo ello fue un importante proceso de multiplicación del crédito en todo el mundo, una significativa reducción de las primas de riesgo durante un largo periodo de tiempo y fundamentalmente un notable proceso de apalancamiento que en algunos casos alcanzó niveles considerados como difíciles de sostener.

Estos procesos de elevado crédito y significativo apalancamiento de los agentes suelen venir acompañados de algunos excesos, que son el origen de los procesos posteriores de ajuste. En este caso, el abuso de algunos espacios regulatorios, las expectativas de que algunos mercados continuarían creciendo a ritmos que eran ya claramente insostenibles (como el caso del inmobiliario) o los mecanismos demasiado laxos de originación del crédito en algunas economías precipitaron la crisis. Cuando el mercado inmobiliario empezó a mostrar las primeras señales de desaceleración, las tasas de mora en algunos tipos de crédito – el caso de los subprimes norteamericanos, por ejemplo - se elevaron muy rápidamente.

Al estallido de la crisis en el verano de 2007 contribuyó un elemento clave: los créditos que empezaban a tener problemas formaban parte de productos financieros muy complejos, teóricamente de alta calidad, que habían sido distribuidos a diversas entidades o vehículos de inversión. Las dudas sobre la calidad de los activos que estaban sustentando estos productos financieros se generalizaron y se produjo una importante caída de su precio, lo que

inmediatamente ocasionó importantes pérdidas en el balance de las entidades que habían adquirido este tipo de activos. En estos primeros compases de la crisis, los más afectados fueron los bancos de inversión o las agencias que se encargaban de gestionar títulos hipotecarios. Sin embargo, la crisis se materializó también en otros elementos que terminaron por afectar a todo el sistema financiero: se produjo un notable encarecimiento e incluso una sequía de las fuentes de financiación para las entidades, tanto en el mercado de corto plazo como en el mercado de financiación de largo plazo.

En el caso de los mercados de corto plazo, muchos de los proveedores habituales de liquidez en el mercado se fueron retirando, y las primas de liquidez se incrementaron rápidamente.

Inicialmente se produjo un importante desplome de los volúmenes en el mercado de papel comercial, clave en la provisión de liquidez y la demanda de dinero de corto plazo se trasladó al mercado interbancario. En consecuencia, las primas en este mercado alcanzaron niveles históricamente altos, no vistos desde finales de los años ochenta en EEUU con la crisis de las cajas de ahorro o desde la crisis del Sistema Monetario Europeo a principios de los años noventa en Europa. Estas tensiones de liquidez eran el reflejo de un desequilibrio entre una demanda creciente de liquidez, aumentada por la demanda de carácter precautorio, y de una reducción de la oferta. A pesar de que los bancos centrales aumentaron rápidamente las medidas de inyección de liquidez, con nuevos instrumentos, con mayores plazos e incluso con nuevos esquemas de garantías, sus actuaciones no fueron suficientes para reducir la tensión y las primas de riesgo en el mercado interbancario permanecieron muy elevadas. En los mercados de financiación a más largo plazo, la reconsideración del riesgo de muchos productos financieros dificultó las emisiones de títulos. Los tipos de interés a los que se emitían estos activos aumentaron rápidamente y los volúmenes de emisión descendieron.

Todo ello limitó y encareció otro de los canales de obtención de recursos para el sistema financiero.

Durante estos primeros meses de la crisis, algunos asumieron que su duración y su impacto sobre las variables reales serían acotados. En ese sentido se señalaron varios momentos que sucesivamente podrían haber marcado el fin de las tensiones en los mercados financieros. En primer lugar, se confió en las inyecciones de liquidez de los bancos centrales. Pero pronto se vio que estas no eran suficientes para contener las tensiones, debido a la enorme demanda de liquidez. En segundo lugar, se pensó que las tensiones bajarían tras la publicación de los resultados de los bancos, que revelaría las pérdidas reales en los balances. Sin embargo, junto a las pérdidas en las que ya se había incurrido se fueron conociendo los elevados volúmenes de las exposiciones latentes a activos potencialmente con problemas. En consecuencia, las estimaciones de pérdidas en el sistema financiero empezaron a elevarse. En el conjunto del sistema, las pérdidas reconocidas al finalizar 2007 eran de unos 100 mil millones de dólares, con algo más de la mitad concentradas en EEUU. Las estimadas alcanzaban cifras que eran hasta tres o cuatro veces superiores a las ya observadas. En consecuencia, los mercados siguieron sin normalizarse. Por último, se especuló con que el pase del año 2007, ayudaría a suavizar las tensiones. Habitualmente, en el cierre de año aumenta la demanda de liquidez, pero luego se relajan las primas en el mercado interbancario. Sin embargo, al comenzar el año 2008 quedó claro que las tensiones no se habían reducido, y que, por tanto, la extensión de la crisis iba a ser mucho mayor de lo esperado inicialmente.

### **La crisis continuó, más lenta en la primavera de 2008 y acelerada a partir del verano.**

Definitivamente, ni las tensiones de liquidez, ni el proceso de ajuste al alza de las primas de riesgo fueron temporales. Al contrario, la persistencia de estos procesos ponía en evidencia que el ajuste iba a ser significativo y que iba a requerir una importante recapitalización y un significativo desapalancamiento en el sistema financiero. Al comenzar 2008, el sistema financiero anglosajón dio importantes señales de dificultades, con la nacionalización del británico Northern Rock o el rescate del norteamericano Bear Stearns en marzo de 2008.

Para la primavera de 2008, las pérdidas en el sector bancario alcanzaban ya los 400 mil millones de dólares y las estimaciones de pérdidas se situaban ya los 1000 millones de dólares. A estas alturas, estaba ya descontado un impacto negativo y significativo sobre la actividad económica, derivada del menor crecimiento del crédito que se iba a producir en este contexto. Sin embargo, durante la primavera de 2008 varios hechos llevaron a que la crisis tomará algo menos de velocidad. Entre ellos, destacan los siguientes. En primer lugar, el rescate de Bear Stearns por JPMorgan en EEUU llevó a pensar que no se iba a producir la quiebra de ninguna gran entidad, y que al menos los tenedores de deuda de las entidades con problemas no iban a tener grandes pérdidas. De hecho, tras el rescate de Bear Stearns, si bien se mantuvo la elevada prima de riesgo en los mercados interbancarios, se observó una ventana de oportunidad para las emisiones en el mercado de deuda corporativa. Las rentabilidades de un amplio volumen de activos se relajaron un poco y los volúmenes de emisiones aumentaron significativamente.

En segundo lugar, si bien no había grandes señales de desapalancamiento de las entidades, si se produjo cierta confianza en que habría posibilidades de recapitalización de las mismas.

Tanto a través de los fondos soberanos emergentes, que tuvieron un papel muy activo como proveedores de capital, como incluso a través de inversores locales, se pensó que era posible hacer frente a las necesidades de capital que se podrían generar en el sector.

En tercer lugar, había una cierta asimetría en la percepción de la crisis. Estados Unidos, y tal vez Reino Unido, estaban muy afectados, pero la extensión al resto de economías se consideraba acotada. En Estados Unidos,

además, la Reserva Federal ya había bajado sus tipos de interés de manera significativa, desde el 5,25% al 2%, lo que de alguna manera debía contribuir a limitar el impacto de la crisis sobre la economía real y sobre el sector financiero.

Por último, durante este periodo, otra variable ligada en parte a la crisis financiera pero también con una dinámica propia centró el interés de los mercados. Se trataba del aumento de la inflación, derivada del aumento de los precios de las materias primas. En efecto, durante la primavera de 2008, las tasas de inflación en los países desarrollados alcanzaron niveles no vistos desde principios de los años noventa. También en los países emergentes se produjo una significativa aceleración de la inflación. La aceleración de los precios de las materias primas no respondió a factores de oferta y demanda, sino que durante este periodo tuvo un claro componente financiero. El aumento de la aversión al riesgo en un buen número de activos, llevó a la búsqueda de otros activos que generasen elevada rentabilidad. Ello convirtió al petróleo y al resto de materias primas en un objetivo de inversión. Los flujos de capital hacia estos activos aumentaron significativamente, y, con ello, se aceleraron sus aumentos de precios. Desde el punto de vista de las políticas monetarias, este aumento de los precios de las materias primas generó un notable dilema. Mientras los bancos centrales seguían inyectando liquidez en los mercados, ante la persistencia de las tensiones de liquidez, los tipos de interés de corto plazo aumentaron. Las perspectivas de desaceleración económica en los países desarrollados seguían presentes e incluso se veían adicionalmente mermadas como resultado de la pérdida de renta que derivada del aumento de los precios de las materias primas. Pero en la formación de las expectativas de tipos de interés fue dominante el temor a una persistencia del proceso inflacionario y de su transmisión a los aumentos salariales, poniendo en peligro la contención salarial que había sido clave en el crecimiento económico de los últimos años. En este contexto, el Banco Central Europeo llegó a aumentar sus tipos de interés en julio de 2008 en un cuarto de punto, situándolos en el 4,25%. Un movimiento que tendrían que revertir muy pronto, en cuanto la crisis financiera se acelerase.

En efecto, tras el verano de 2008, la crisis financiera volvió a primer plano, mostrando un notable aumento de velocidad en su desarrollo. Fannie Mae y Freddie Mae, las dos mayores agencias hipotecarias de EEUU fueron nacionalizadas al comenzar el mes de septiembre. Estas compañías habían acumulado fuertes pérdidas y sus cotizaciones se habían desplomado. A mediados de septiembre se produjeron en la misma semana varios hechos en EEUU: la quiebra de Lehman Brothers, el rescate de Merrill Lynch por Bank of America y el rescate gubernamental de la aseguradora AIG. El primero de hechos constituyó un punto de giro en la evolución de la crisis. Definitivamente, a los pocos días se comprobó que Lehman Brothers era demasiado grande para quebrar y que su final había provocado un fuerte tensionamiento adicional de las primas de liquidez y de crédito. El mercado de papel comercial experimentó un nuevo y significativo descenso de volumen y el desplazamiento de la demanda de liquidez hacia el mercado interbancario llevó las primas de liquidez a niveles nunca vistos.

Así pues, la sequía de liquidez y el aumento de las primas de riesgo en los mercados de crédito facilitaron la aceleración y extensión de la crisis. En particular, en Europa, la situación de algunas entidades obligó a reacciones rápidas por parte de las autoridades económicas. Esta situación contribuyó a tensionar los mercados y a tomar conciencia de la dimensión geográfica de la crisis, que superaba claramente el ámbito de las economías anglosajonas. Reflejo de esta situación fue la evolución del euro, que tras haberse apreciado fuertemente hasta junio, alcanzando máximos de 1,6 con el dólar, retrocedió hasta situarse por debajo de 1,4 dólares.

En el otoño de 2008 por tanto se produjo un desplome del precio de los activos, incluido los bursátiles. De nuevo se revisaron al alza las estimaciones de pérdidas bancarias que ya alcanzaron los 1400 millones de dólares, y se reconsideraron a la baja las previsiones de crecimiento económico mundial que mostraban un práctico estancamiento del crecimiento de los países desarrollados en 2009. Tres factores eran determinantes en esta revisión de las previsiones económicas a la baja. En primer lugar, un menor crecimiento del crédito, consecuencia del mantenimiento de las tensiones en el sector financiero. En segundo lugar, un descenso de la riqueza financiera, en un contexto de menores precios de los activos, que debía conducir a un menor dinamismo de la demanda interna de estas economías. Por último, la desaceleración del sector inmobiliario en los países desarrollados, más profunda de lo esperado, contribuía también a reducir las previsiones de actividad.

Con la aceleración de la crisis financiera, finalizó el dilema de política monetaria al que las economías desarrolladas se habían enfrentado en la primavera y en el verano de 2008. Los máximos de la inflación habían sido superados y los riesgos a la baja sobre la actividad eran significativos. Por eso, el signo de las expectativas de tipos de interés cambió radicalmente, y los mercados descontaron bajadas de tipos de interés y una extensión del periodo de tipos de interés bajos. De hecho, la aceleración de la crisis llevó a que se produjera un hecho significativo sin precedentes: el 8 de octubre, los seis principales bancos centrales de los países desarrollados – Reserva Federal, BCE, Banco central de Suiza, Suecia, Canadá y Reino Unido – bajaron de manera coordinada sus tipos de interés en medio punto porcentual.

Además, por primera vez desde el inicio de la crisis, la extensión de las tensiones de liquidez se produjo fuera del ámbito de los países desarrollados. En efecto, las economías emergentes empezaron a sentir la sequía de fondos: sus mercados interbancarios se tensionaron y se ampliaron sus spreads de riesgo de forma significativa. En un buen número de economías emergentes, las divisas se depreciaron significativamente con el dólar. Ahora bien, el impacto real de la crisis en las economías emergentes debía ser necesariamente acotado. Así, en primer lugar, los

buenos fundamentos de las economías emergentes, con una menor dependencia del ahorro externo que en el pasado y con un notable dinamismo en las demandas internas, seguían considerándose como un buen soporte para estas economías.

Además, aunque los precios de las materias primas habían descendido, las tendencias subyacentes de oferta y demanda garantizaba que los precios se mantendrían en niveles históricamente altos, que seguían suponiendo una transferencia de renta a los países exportadores de estos bienes.

### **Medidas de política económica: diferente aproximación en las distintas economías**

En un contexto caracterizado por la extensión de los problemas de liquidez, el cierre de los mercados mayoristas, el menor crecimiento del crédito y el aumento de las tasas de mora, consecuencia de la desaceleración económica, el sistema financiero no terminaba de mostrar un desapalancamiento significativo. Los sucesivos episodios de problemas en el sector dieron lugar a la adopción de medidas muy diversas de política económica. En EEUU, las medidas tomaron un carácter global y coordinado a través del plan elaborado por el Tesoro. En Europa, sin embargo, las respuestas iniciales fueron descoordinadas y partieron de diagnósticos muy diferentes de la situación del sistema bancario. Sólo tras la decisión del Eurogrupo del 12 de octubre, se produjo un significativo cambio, con actuaciones decisivas y coordinadas de los distintos gobiernos. Por primera vez, Europa adelantó a EEUU en la gestión de la crisis.

Tras los sucesos que habían tenido lugar en septiembre, en EEUU, el diagnóstico de la crisis fue concluyente: el principal problema era la inexistencia de un mercado para los activos con problemas que estaban en el balance de las entidades financieras. Crear un mercado para estos activos, fue el objetivo de un plan que dotado en su totalidad de 700 mil millones de dólares, trataba de conseguir una rápida salida de la crisis financiera. Dando precio a estos activos quedaría clara la dimensión de los problemas y, en particular, las necesidades de capital que tendrían las entidades. Estas necesidades de capital podrían cubrirse por instituciones privadas, evitando de esta forma un largo proceso similar al que se había puesto en marcha para resolver crisis bancarias anteriores. En aquellas ocasiones, la solución había pasado por un largo periodo de diagnóstico de los problemas, e incluso en ocasiones de negociación de los problemas, para proceder después a una nacionalización de entidades y posteriormente por una reprivatización de las mismas. Procesos tan dilatados en el tiempo tienen un efecto negativo y duradero sobre la actividad y el crédito y suponen un elevado coste para el sector público. Por tanto, el plan del Tesoro estadounidense buscaba poner un suelo a la situación y avanzar en una rápida resolución de la situación. Aunque muchos de sus detalles generaban incertidumbre – como por ejemplo el mecanismo de fijación de precios de los activos- y, a pesar de los numerosos límites que se incorporaron al plan en su proceso de aprobación, ciertamente se trataba de una solución novedosa pero bien orientada a resolver con eficacia la crisis.

En Europa, la reacción a los problemas fue distinta. A pesar de que la crisis financiera tenía un carácter global, las aproximaciones para su resolución tuvieron un carácter doméstico y partieron inicialmente de enfoques y diagnósticos muy diferentes. Esta dimensión nacional de las soluciones ponía en cuestión además el mercado único de servicios financieros. Así, en Irlanda, se optó por garantizar por completo los depósitos y la deuda de las principales entidades financieras del país. De esta forma, se consideraba que los problemas principales eran de liquidez y no de solvencia y se diseñaba una solución con coste inicial prácticamente nulo. En el caso de los gobiernos de Francia, Países Bajos, Holanda y Luxemburgo, la situación de Fortis o Dexia llevó a una nacionalización de la entidad, al asumir que los problemas eran fundamentalmente de solvencia. En el caso alemán, el problema del banco Hypo se resolvió a través de una línea de crédito asumiendo que había problemas de liquidez, principalmente.

Dinamarca, por su lado, adoptó un plan completo, en el que abordaba tanto problemas de liquidez como de solvencia. Con este último objetivo, creó un fondo orientado a la recapitalización de las entidades.

Tal vez fue el plan británico el más destacable durante este periodo. En Reino Unido, la crisis bancaria había tenido una manifestación muy temprana, con los problemas de Northern Rock, que fueron evidentes ya en septiembre de 2007 y que condujeron a una nacionalización de la entidad al comenzar 2008. En otros casos, se había conseguido una solución privada, como en Alliance & Leicester, Bradford & Bingley o HBOS. Simultáneamente, la economía británica había tenido que abordar una solución para los problemas de liquidez, a través de programas que conseguían ampliar el plazo o el rango de colaterales y facilitaban la financiación mayorista de las entidades. Ahora bien, al comenzar el mes de octubre, se diseñó un plan de carácter global que intentaba resolver los problemas de liquidez y de solvencia del sistema. El plan consistía en tres elementos. En primer lugar, en disponer de 25 mil millones de libras, ampliables a 50, para recapitalizar un conjunto de entidades mediante la compra pro parte del gobierno de acciones preferentes o de tipos de interés perpetuo. El plan implicaba para las entidades cambios en las políticas de dividendos, de compensación a directivos o de políticas de préstamo. En segundo lugar, se estableció un plan de garantías para la emisión de deuda de corto y medio plazo-hasta tres años- por parte de los bancos. A este plan de garantías se destinaban 250 mil millones de libras y sería accesible para todas las entidades que tuvieran suficiente capital, obtenido de forma privada o a través de la intervención pública. En tercer y último lugar se estableció una línea de adicional de provisión de liquidez, en torno a 200 mil millones de libras, a través de un programa de operaciones swaps, a plazos de tres meses y con mayor

colateral. El programa británico, que abordaba simultáneamente problemas de liquidez y solvencia, fue considerado como un plan que podría ser replicable en otras economías. Incluso abrió la puerta a que en EEUU se plantease la utilización de parte del dinero del plan del Tesoro para recapitalizar directamente a las entidades financieras.

En medio de esta oleada de decisiones nacionales, a principios de octubre, el ECOFIN adoptó una serie de principios generales. Así, se decidió aumentar el mínimo de los depósitos garantizados, que se elevaba a un mínimo de 50 mil euros, evitando discrepancias entre países que podrían tener efectos negativos desde el punto de vista de competencia. Además se estableció que las autoridades nacionales tendrían que estar preparadas para ayudar al sistema financiero y especialmente para dar confianza y que esta ayuda debía ser limitada en el tiempo. En el marco diseñado por el ECOFIN, las autoridades españolas decidieron adoptar un programa de adquisición de activos de las entidades por un total de 30 mil millones de euros, ampliables a los 50 mil millones. El plan orientado claramente a enfrentar los problemas de liquidez, se aplicaría a activos de máxima calidad de las entidades, y en ningún caso a activos con problemas, diferencia clara con el plan adoptado en EEUU.

Pero el verdadero punto de giro en Europa se produjo tras la reunión del Eurogrupo a mediados de octubre. El comunicado de este grupo se basó en tres elementos: i) un programa de avales a las nuevas emisiones de deuda a medio plazo de las entidades financieras que estaría en vigor hasta finales de 2009 y cuyo objetivo era dar liquidez al mercado, ii) un plan de recapitalización de las entidades, y iii) un intento de reforzar la cooperación entre países.

El plan del Eurogrupo señaló medidas concretas y abrió la puerta a una rápida reacción de los gobiernos que de forma inmediata elaboraron planes de inmediata puesta en práctica. El plan, bien acogido por los mercados, tenía también algunas cuestiones pendientes, pero constituía un significativo cambio en la política desarrollada hasta ese momento y su valoración no podía más que ser positiva.

En todo caso, las incertidumbres no se han despejado tras las medidas. Es preciso esperar para poder analizar la efectividad de los planes adoptados por los distintos gobiernos hasta la fecha. Ciertamente, las tensiones en los mercados de liquidez y de financiación que han sido más duraderas de lo esperado van a tener una repercusión sobre el crecimiento económico. Además, para que los mercados de financiación recuperen progresivamente su normalidad es preciso que los problemas en el sector financiero dejen de sorprender negativamente y que finalmente se produzca un desapalancamiento importante de las entidades, corrigiendo así los excesos que se cometieron en los últimos años.

### **Mirando al futuro**

Sin lugar a dudas, la crisis financiera que está teniendo lugar debe implicar una serie de aprendizajes. Recuerda, una vez más, que el endeudamiento de un país, de un sector o de un agente económico no puede nunca superar su capacidad de pago, evaluada bajo criterios razonables. Para hacer adecuadamente esta evaluación es crucial profundizar en el desarrollo de políticas de riesgos que favorezcan una gestión responsable, y que generen los incentivos correctos en el proceso de originación de los créditos. En gran medida, el origen de la crisis actual tiene que ver con una relajación de estándares en la originación crediticia, ante las enormes facilidades que ofrecía la innovación financiera para distribuir el riesgo asumido a otros agentes. Esto no implica que la innovación genere dinámicas negativas. Al contrario, la innovación financiera es en sí misma muy positiva, y facilita el crecimiento del crédito y de la economía, pero si no va acompañada de una correcta gestión de los riesgos en los que se incurre genera excesos que terminan provocando un importante freno de la actividad.

La rápida expansión de la crisis financiera actual pone de relieve el carácter global e integrado que tiene el sistema financiero. Por consiguiente, es importante abordar su análisis e incluso los temas regulatorios y de supervisión con un enfoque global, evitando que las diferencias regulatorias se conviertan en un factor que genere oportunidades de negocio.

Por supuesto no basta con una buena regulación y supervisión bancaria, también es cierto que la crisis actual ofrece una oportunidad para replantearse el fortalecimiento del gobierno corporativo y particularmente para reforzar la idea de que junto a las regulaciones, es crucial disponer de unos buenos principios en la gestión empresarial.

En el futuro, el sistema financiero debe estar integrado por instituciones capaces de ejercer un papel dinamizador del crédito y de la actividad económica y ello va a depender crucialmente de la manera en que se resuelva esta crisis. Por ello, las medidas que se están tomando en este momento definirán el modelo de sistema financiero que dominará en el futuro. Evitar precipitaciones, adoptar una visión global y dar prioridad a la solvencia de las entidades son elementos claves para conseguir que el sistema financiero se refuerce.

**Mayte Ledo**

**Economista jefe de Escenarios Económicos y Financieros**

**Servicio de Estudios de BBVA**