



BANCO DE ESPAÑA

## **Fundación Pedro Barrié de la Maza**

### ***Ciclo de conferencias***

LA CORUÑA, 16 DE OCTUBRE DE 2002

---

**REFLEXIONES SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA**

**GONZALO GIL**

Subgobernador

Quiero empezar mi intervención agradeciendo a la Fundación Pedro Barrié de la Maza la oportunidad que me brinda para compartir con todos ustedes algunas reflexiones acerca de cómo ha evolucionado la estabilidad financiera, nacional e internacional, durante el último año.

Antes de empezar a hacerlo, creo conveniente dedicar unos minutos a comentar algunos aspectos especialmente relevantes del concepto de estabilidad financiera, sin duda uno de los objetivos más importantes de la política económica contemporánea, cuya salvaguardia constituye una de las principales tareas que tiene encomendadas el Banco de España.

## **1. Sobre la estabilidad financiera**

Sin entrar en mayores profundidades, se puede considerar que existe estabilidad financiera cuando se dan las condiciones necesarias para que los intermediarios y mercados financieros puedan cumplir su función básica: canalizar el ahorro, asignándolo de forma eficiente a partir de una correcta formación de los precios. Partiendo de esta definición genérica, hay tres aspectos de la estabilidad financiera que quiero destacar: su contenido, su extensión y su dinámica.

Respecto a su contenido, en la medida en que el sistema financiero no constituye una estructura aislada, sino plenamente inmersa en la economía, e incluso en la sociedad, las condiciones que definen la estabilidad financiera, no son únicamente financieras en sentido estricto, sino también económicas, sociales y políticas.

Este no es un fenómeno nuevo. Siempre han existido las relaciones mutuas entre el mundo financiero y su entorno y, por tanto, la posibilidad de que perturbaciones surgidas en alguno de estos campos afecten al otro, incluso dando lugar a una espiral de sucesivas interacciones que agraven todos los problemas.

Lo que sí es nuevo es la gran diversidad e intensidad que, en los últimos años han ido alcanzando las interrelaciones entre el sector financiero y el sector real de la economía. Como consecuencia de ello, cada vez tiene menos sentido tratar por separado la estabilidad financiera y la estabilidad económica en sus diversas vertientes: monetaria, cambiaria, fiscal, cíclica, etc.

Pasando al tema de la extensión, es evidente que, en una economía tan globalizada e interdependiente como la actual, en la que conglomerados cada vez mayores y más complejos operan en todo el mundo y en la que los mercados reales y financieros de los diversos países cada vez están más integrados y mejor informados, la estabilidad financiera no puede plantearse exclusivamente con una óptica nacional. Y esto es válido tanto para las acciones preventivas (fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional o previsión de *shocks* externos, por ejemplo) como para las destinadas a solventar las crisis que puedan llegar a producirse.

Finalmente, la salvaguardia de las condiciones que definen la estabilidad financiera no puede abordarse desde un planteamiento estático, que considere posible un funcionamiento de la economía, carente de perturbaciones. Por el contrario, ha de abordarse desde un

---

planteamiento esencialmente dinámico, que, teniendo como punto de partida el funcionamiento real del sistema en cada momento, sus tendencias y sus fragilidades, se plantee: en primer lugar, intentar minimizar el número y la gravedad de las perturbaciones, endógenas y exógenas; en segundo lugar, puesto que estas perturbaciones van a seguir existiendo, dotar al sistema de la mayor capacidad de reacción posible, potenciando su robustez y procurando que las autoridades económicas y financieras cuenten con el margen de maniobra necesario para poder aplicar políticas económicas estabilizadoras.

He destacado estos tres aspectos de la estabilidad financiera porque han revestido especial importancia en los últimos doce meses. Un período que comienza con un acontecimiento cuyo dramatismo y trascendencia son difíciles de exagerar: los atentados terroristas del 11 de septiembre, a cuyas consecuencias dedicaré la primera parte de mi intervención.

Ya antes de los atentados eran patentes los indicios de que la coyuntura económica internacional había cambiado. Tras una larga etapa alcista, especialmente brillante para la economía estadounidense, había surgido un cambio en la fase del ciclo, cuyas características e implicaciones para la estabilidad financiera trataré a continuación.

En momentos de incertidumbre sobre la intensidad y duración de esta fase recesiva, se conocieron una serie de graves hechos, que han venido a personalizarse en el denominado caso Enron, que han cuestionado aspectos claves del funcionamiento del principal mercado de valores del mundo: el estadounidense. Comentaré estos aspectos antes

de, para terminar, pasar a ocuparme de la situación en Latinoamérica, la perturbación que más directamente está afectando a nuestro sistema financiero, por la importante presencia de la banca española en la zona.

## **2. Atentados del 11 de septiembre**

En primer lugar las autoridades monetarias de los Estados Unidos, y con un solo día de diferencia las autoridades europeas, reaccionaron adecuadamente, mediante una serie de actuaciones que evitaron una paralización total del centro financiero mundial, tranquilizando a los mercados, evitando el colapso del sistema de pagos internacional y arbitrando rápidamente cauces alternativos a los que habían resultado dañados. Estas actuaciones se prolongaron durante varios días y tuvieron culminación en la apertura de la Bolsa de Nueva York el 17 de septiembre.

No se trata de analizar con detalle hechos ya suficientemente conocidos, sí tiene interés en cambio mencionar "algunas conclusiones" de los acontecimientos de aquellos días para la estabilidad financiera.

La más general es que se ha puesto de manifiesto que, incluso en condiciones absolutamente extremas, totalmente inesperadas y de una gravedad moral y material sin precedentes, los mecanismos de salvaguardia de la estabilidad del sistema funcionaron adecuadamente, las autoridades económicas y monetarias reaccionaron con rapidez, imaginación y acierto, y las pruebas de solidaridad internacional fueron mucho más allá de simples declaraciones.

Finalmente otra conclusión, que puede parecer excesiva pero que creo destacable, es la vigencia de una de las recomendaciones habituales del Banco de España a las entidades y grupos cuya supervisión tiene encomendada: la necesidad de contar con planes de contingencias efectivos, que permitan afrontar con las máximas garantías posibles, incluso los escenarios más imprevistos y extremos que puedan llegar a plantearse en cualquier área geográfica o línea de actividad.

Para terminar, una última conclusión tiene que ser necesariamente un reconocimiento expreso de la confianza en los mercados financieros y en los sujetos que concurren a ellos.

### **3. Situación económica internacional**

Uno de los rasgos más destacables en la evolución económica internacional del último año ha sido la manera en que ésta ha influido y se ha visto influida por la estabilidad de los sistemas financieros a escala global.

Hoy sabemos, por las revisiones del PIB efectuadas por la oficina estadística estadounidense, que la economía americana había concluido la larga etapa de crecimiento económico de la que había disfrutado desde la primera mitad de los noventa, varios trimestres antes de que se produjeran los acontecimientos del 11 de septiembre. Dicha etapa había venido de la mano de un aumento de la productividad sin precedentes originado por los cambios en los procesos productivos y gerenciales derivados de la introducción extensiva de nuevas tecnologías.

Así, en contra de lo argumentado por algunos de los defensores de la llamada “nueva economía”, la desaceleración del crecimiento vino a poner de manifiesto que los ciclos económicos seguían existiendo, aunque en esta ocasión la fase contractiva se produjese de una forma un tanto inesperada. De hecho, a diferencia de lo ocurrido en anteriores ciclos, el desencadenante del cambio no fue un endurecimiento de la política monetaria destinado a controlar las tensiones inflacionistas, sino una importante caída de los beneficios empresariales, en un entorno de moderación del crecimiento de la demanda, y de elevada competencia en la oferta, que dificultaba la traslación a precios de las presiones de costes por la subida de los salarios y los precios de la energía.

Tal situación condujo a las empresas a un proceso drástico de ajuste de existencias e inversión en bienes de equipo, con efectos evidentes sobre la producción, que se vieron compensados sólo parcialmente por el sostenimiento del consumo privado, que continuó comportándose de forma sorprendente favorable durante la fase bajista del ciclo. Dos de los factores a los que se ha atribuido este comportamiento del consumo privado son el efecto riqueza derivado de la continuada subida de los precios de la vivienda, y el mantenimiento de la renta disponible de las familias derivada del aumento de los salarios reales al menos en las etapas iniciales de la desaceleración.

Como contrapunto, y en contra de algunas expectativas que se habían creado hasta la fecha, la Unión Europea no tomó el relevo de EE.UU. como motor de la economía mundial. Tampoco Japón pudo hacerlo, sumido desde hace años en una crisis económico-financiera que no termina de presentar indicios de mejoría. El resultado de todo ello fue

---

una desaceleración económica en las tres principales áreas económicas prácticamente en sincronía, una situación que si bien no es totalmente novedosa, no se había presenciado en las últimas décadas. Y como consecuencia, también las economías emergentes, tanto Asia como Europa del Este o Latinoamérica, acusaron dicha desaceleración de la actividad mundial. Las profundas crisis de Turquía y Argentina se enmarcan en este contexto de desaceleración global, si bien cada una tiene sus rasgos y vulnerabilidades propias que fraguaron una grave pérdida de confianza de la inversión extranjera.

Resulta particularmente destacable en este contexto, como señalaba al principio del discurso, la apreciable estabilidad mostrada por el sistema financiero internacional durante toda esta fase de menor crecimiento económico. Algunas de las razones a las que se ha atribuido este comportamiento tan favorable del sistema financiero han sido, entre otras, los procesos de desregulación e innovación financiera llevados a cabo en años anteriores, que han permitido una diversificación del riesgo más efectiva; la utilización de nuevas tecnologías, que han mejorado el acceso a la información en tiempo real de los participantes en los mercados y permitido una corrección más rápida de los posibles desequilibrios financieros; el aumento de la transparencia derivado, entre otros, de la introducción de las normas y códigos de buenas prácticas propuestos por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea; y, finalmente, la importancia otorgada por las autoridades financieras internacionales y los reguladores a las cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera.



A estas razones habría que añadir el margen de maniobra conseguido en la fase alcista del ciclo, que ha permitido con posterioridad instrumentar políticas económicas expansivas para estimular la demanda agregada. Las políticas monetarias y fiscales adoptadas con mayor intensidad en Estados Unidos, y con alguna mayor moderación en la Unión Europea, constituyen un buen ejemplo de ello.

En este contexto, los mercados de acciones iniciaron, tras la caída de las cotizaciones que siguió al 11 de septiembre, una recuperación al calor de la mejora en las expectativas de recuperación económica, la confianza en el margen de maniobra de las políticas económicas (en particular la monetaria) y la expectativa de un conflicto bélico corto en Afganistán. Estas expectativas se vieron refrendadas por el dinámico crecimiento del PIB del primer trimestre del presente año en EE.UU., que ejerció un efecto claramente expansivo sobre buena parte del mundo. Asia emergente, Japón y Europa se beneficiaron del tirón de la demanda externa, registrando crecimientos positivos en la actividad en dicho trimestre.

Por su parte, en los mercados de renta fija se dejaron sentir los descensos en los tipos de interés inducidos por la política monetaria, con lo que el coste de la financiación llegó a situarse cerca de mínimos históricos. Cabe destacar, no obstante, la distinta evolución seguida por las rentabilidades de la deuda pública y de los emisores de mejor calificación crediticia de la de aquellos emisores con calificación crediticia más baja o en los sectores más castigados por la crisis, entre ellos el de telecomunicaciones. Sin embargo, en general no hubo problemas para la captación de fondos, salvo las excepciones mencionadas y quizá la del

mercado de papel comercial estadounidense, cuyo saldo vivo registró la mayor caída de su historia.

En lo que se refiere a la actividad bancaria, las perspectivas fueron en general favorables excepto para la banca de inversión, afectada por el drástico descenso de la actividad de “*corporate*” y por la caída de la operativa bursátil. Entre los factores que contribuyeron a crear un entorno relativamente favorable para la actividad bancaria cabe mencionar, en primer lugar, su moderada exposición al *boom* de las nuevas tecnologías, ya que éste se financió básicamente en los mercados de valores y específicamente con recurso al capital-riesgo. El segundo, es un factor diferenciador respecto a fases expansivas del ciclo económico anteriores. Me refiero a la ausencia de una burbuja inmobiliaria en el sector no residencial financiada por los bancos, que sin duda deben haber aprendido de la experiencia de la recesión inmobiliaria de comienzos de la década de los noventa. El tercer factor es el aumento durante la fase expansiva del ciclo económico, de los niveles de solvencia de las entidades financieras tanto por la acumulación de provisiones para insolvencias y de recursos propios como, muy especialmente, por las mejoras en la identificación y la gestión de riesgos. Esta última se vio sensiblemente facilitada por el buen funcionamiento de los mercados de derivados, en particular el novedoso mercado de derivados crediticios como mecanismos para la reasignación del riesgo de crédito.

El riesgo de crédito fue en muchos casos asumido por las entidades aseguradoras en su papel habitual de tomadoras de riesgo. En este sentido, cabe destacar que a la acumulación de riesgos en estas instituciones se añadieron, por un lado, las consecuencias del 11 de

septiembre y las inundaciones en Centro Europa, y, por otro, el severo recorte de sus reservas y la negativa evolución de las cotizaciones bursátiles, que ponen de manifiesto una situación de mayor vulnerabilidad que puede afectar a su capacidad para hacer frente a los compromisos asumidos en los planes de pensiones con prestaciones preestablecidas.

A partir del mes de mayo se inicia un fuerte movimiento bajista en los mercados de acciones internacionales que toma fuerza en los meses de verano y se refleja en un paralelo descenso de las rentabilidades en los mercados de renta fija públicos, poniendo de manifiesto un fuerte aumento de la aversión al riesgo. Al mismo tiempo, se inicia un movimiento de ampliación de los diferenciales de rentabilidad de la renta fija privada, sintomático de una mayor percepción de riesgo por parte de los mercados financieros.

Entre los factores a los que cabe atribuir este cambio en el sentimiento de los mercados están el riesgo creciente a una intervención armada en Irak por parte de EE.UU., la generalización de dudas sobre la capacidad de recuperación de la economía mundial, y la crisis de confianza en la contabilidad de las empresas generada a partir de los casos de ENRON y WorldCom. La incertidumbre sobre la evolución de la deuda pública brasileña hacia niveles sostenibles tras las elecciones se suma a este panorama desfavorable para los mercados financieros desarrollados y emergentes.

#### **4. El caso Enron**

En la coyuntura que acabo de resumir, se declaraba, en diciembre del año pasado, la quiebra de Enron, la mayor de la historia en Estados Unidos hasta entonces, al afectar a activos valorados contablemente en 63.400 millones de dólares. Este importe, que duplicaba el de la mayor quiebra hasta entonces, la de la petrolera Texaco, se vio, a su vez, duplicado por el de Worldcom, en julio de este año.

Con todo, no es lo elevado de estas cifras lo que ha otorgado una especial significación a estos casos, sino el haber llegado a ser paradigmáticos de las graves deficiencias que, en materia de transparencia, se han puesto de manifiesto en los mercados de valores estadounidenses durante el último año.

Es evidente que estas deficiencias de ninguna forma disculpan las gravísimas responsabilidades que los administradores y altos directivos de las empresas afectadas tienen en todo el proceso que condujo a sus quiebras. Los gestores de cualquier empresa, financiera o no financiera, son los máximos responsables de su actividad y a ellos hay que atribuirles los éxitos que alcancen, pero también los fracasos en los que incurran, así como las consecuencias que puedan tener las eventuales conductas irregulares en las que puedan haber incurrido.

Sentado el principio de la máxima responsabilidad de los gestores, es preciso reconocer que la especial trascendencia de estos escándalos empresariales no se debe sólo al comportamiento de sus responsables sino a dos circunstancias.

La primera es que el elevado número de empresas afectadas ha puesto de manifiesto importantes fallos en los mecanismos institucionales destinados a prevenir, detectar y atajar qué comportamientos empresariales como los citados, que siempre podrán existir, perjudiquen no sólo a quienes tienen una relación directa con la empresa (trabajadores, acreedores, accionistas, etc.) sino también, y muy especialmente, a terceros y al sistema en su conjunto.

En segundo lugar, estos casos son especialmente importantes por haber surgido en Estados Unidos, la primera economía del planeta, en el seno de unos mercados de capitales que son los más importantes y evolucionados del mundo, y que, hasta ahora, eran considerados como obligado marco de referencia a la hora de establecer comparaciones o de plantear reformas.

A la vista de esta trascendencia, resulta necesario comprender qué es lo que ha fallado y por qué. Para intentarlo, sólo voy a mencionar los aspectos que considero más relevantes para la estabilidad del sistema y, a la vez, los menos afectados por el localismo, es decir, por las peculiaridades no exportables del sistema estadounidense.

Todos estos aspectos pivotan alrededor de una idea central: la necesidad de salvaguardar que los mercados financieros cuenten con la información íntegra, veraz y puntual que necesitan para poder llevar a cabo su aportación más importante a la estabilidad financiera: asignar eficientemente los recursos a partir de una correcta formación de los precios de los instrumentos intercambiados, basada en su análisis

---

fundamental, en la correcta valoración de sus riesgos y en un comportamiento racional y prudente de los inversores.

Conceptualmente, estas salvaguardias se sitúan en dos espacios diferentes, aunque profundamente interrelacionados:

Por un lado, en el interior de la empresa, donde inicialmente se genera la información, el principal fallo institucional puesto de manifiesto se refiere, sin duda, al gobierno de las sociedades. Dado que éste es un concepto muy amplio, ahora sólo voy a mencionar dos vertientes del mismo: el sistema de remuneración de los consejeros y altos directivos y el funcionamiento del comité de auditoría.

El criterio seguido para fijar las remuneraciones es sencillo: alinear los intereses de estos altos cargos con los de la empresa, es decir, con los de los accionistas. Una forma de lograrlo, que ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, es la concesión de opciones de compra ("*stocks options*") sobre acciones de la propia compañía. En principio, el mecanismo es correcto; no obstante, pueden surgir problemas según cómo se lleve a la práctica. De estos problemas, sólo mencionar: la eventual falta de transparencia; la posibilidad de que la normativa contable permita, como ocurría en USA, que su coste no se cargue en la cuenta de resultados en el momento en que se conceden, resolviendo con prudencia los problemas de valoración que puedan presentarse; y, finalmente, el problema que se plantea si las condiciones de ejercicio de las opciones crean incentivos perversos para que consejeros y altos ejecutivos manipulen temporalmente al alza los

resultados contables o el precio de las acciones, en detrimento de los resultados futuros o incluso de la viabilidad de la empresa.

Otro aspecto básico del buen gobierno de las sociedades que ha fallado en las empresas que vengo comentando es la presencia en su consejo de administración y en su comité de auditoría de un número insuficiente de miembros independientes, con lo que su función de control de los gestores prácticamente no ha existido.

En esta importante función de control, es clave la actuación de un comité de auditoría que, dotado de suficiente independencia y medios, asuma tareas tan decisivas como garantizar que las políticas contables de la empresa, sus controles internos y la actuación de auditores internos y externos tienen la calidad necesaria para detectar posibles fraudes, para conocer los riesgos de todo tipo asumidos por la empresa y para promover la elaboración y transmisión de información para el propio consejo de administración, para los accionistas y para los mercados en general.

En cualquier caso, la salvaguardia de la transparencia en los mercados nunca puede basarse en confiar en que los comportamientos empresariales van a ser idóneos en cualquier circunstancia. Por ello, resultan especialmente preocupantes los fallos registrados fuera de la empresa. Aspectos relacionados con la normativa contable norteamericana (la calidad del organismo regulador, la idoneidad de los principios emanados del mismo, que, exceptualmente casuísticos, favorecen interpretaciones creativas) han sido puestos en cuestión a partir de los acontecimientos. Merece la pena señalar simplemente dos

aspectos que han desempeñado un papel crucial: la definición del perímetro de consolidación (que permite dejar fuera sociedades instrumentales especiales, los "*special purpose entities*"); la posibilidad de contabilizar con el criterio de "*fair value*" utilizando precios fácilmente manipulables en mercados escasamente líquidos.

Mayor dureza, si cabe, han tenido las críticas recibidas por la auditoría externa, al haberse puesto de manifiesto importantes problemas en su organización y funcionamiento. Respecto a su organización, la dispersión de organismos que tenían competencia sobre la supervisión del sector hacía que ésta fuese prácticamente inexistente.

Respecto a su funcionamiento, la principal causa de que la auditoría externa haya fallado es el mal tratamiento que la organización de la supervisión daba a un doble conflicto de intereses, incentivador de la tolerancia hacia la empresa auditada. El primero de ellos surge cuando son los gestores de la empresa los que contratan, pagan y pueden despedir al auditor, en lugar de hacerlo el comité de auditoría, para que éste, con su independencia frente a la gestión, sea quien se configure como "el cliente" y plantee al auditor externo exigencias coherentes con su cultura de control. El segundo conflicto de intereses se plantea cuando es una misma empresa la que audita las cuentas de otra y, además, le presta servicios diferentes, como los de consultoría, que le reportan ingresos sustanciales.

Tampoco han faltado conflictos de intereses, análogos a los citados, en el caso de las empresas de calificación ("*rating*"), que siempre



otorgaron a muchas de las empresas afectadas las mejores puntuaciones, ni en los bancos de inversión.

Si toda esta serie de fallos pone en evidencia que la oferta de información al mercado no ha funcionado adecuadamente, no es menos cierto que tampoco lo ha hecho la demanda, tema que plantea dos clases de responsabilidades diferentes. La primera, de carácter general, se refiere a todo tipo de inversores, por el relajamiento con el que han ejercido su necesaria aportación a la disciplina de mercado. Mayor significación tienen las posibles responsabilidades, de todo tipo, de los inversores institucionales, por el descuido con el que han gestionado el ahorro ajeno, por su utilización acrítica y gregaria de técnicas financieras en función de las modas, y por su colaboración necesaria para que el caso Enron, y los que le han seguido, hayan podido producirse, ya sea por acción o por omisión, al no haber aplicado la debida diligencia al conocimiento de su clientela, en este caso de activo.

Todo lo anterior no debe servir para cuestionar la validez general del modelo de supervisión estadounidense. Sus fundamentos económicos son sólidos y los objetivos que se plantea tienen plena vigencia. Entre ambos, se sitúa un complejo entramado de instituciones y normas caracterizado, frente a sistemas como el nuestro, por un equilibrio entre regulación y autorregulación con fuerte peso de esta última. Precisamente, este particular equilibrio es uno de los temas más polémicos y sobre él volveré en la última parte de mi conferencia.

Basta decir por ahora que tanto la regulación como la autorregulación presentan ventajas que es necesario saber maximizar, sin

incurrir en los riesgos que cada una puede comportar. La autorregulación, por tanto, no puede ser demonizada tras los fallos que estoy comentando, ya que, por una parte, está sólidamente asociada a los logros obtenidos durante muchos años por los mercados de valores anglosajones; por otra parte, no hay nada que demuestre que el caso Enron, y los que le han acompañado, no hubieran existido si el sistema estadounidense hubiese estado, en general, más regulado y menos autorregulado.

Creo, en consecuencia, que el problema fundamental no se plantea entre regulación y autorregulación sino que reside en si una y otra son de suficiente calidad, tema que, sin duda, es una responsabilidad pública.

A partir de esto, creo que en esta actitud de vigilancia sí han existido fallos de las autoridades estadounidenses, al llevar su confianza en el buen funcionamiento de la autorregulación mucho más allá de los límites razonables.

En la génesis de estos fallos, creo que ha estado presente el ambiente de euforia desbordada que ha ido impregnando la economía estadounidense a medida que avanzaba la última década. Al amparo de una etapa de prosperidad sin precedentes y de las expectativas suscitadas por la anunciada "nueva economía", los que se veían como sus adalides han creído ver legitimadas todo tipo de prácticas, a la vez que cedía la vigilancia de los supervisores, quizá por temor a ser considerados obstaculizadores del progreso.

En estas condiciones, han proliferado comportamientos empresariales irregulares; las prácticas contables "creativas", necesarias para ocultarlos; la tolerancia, cuando no complicidad, de las instituciones creadas para verificar, evaluar y analizar la calidad de la información proporcionada al mercado por las empresas; la excesiva complacencia de los inversores; y, en definitiva, la relajación de la disciplina de mercado.

Por supuesto, la reacción de las autoridades estadounidenses se ha producido. Aunque todavía queda parte de su contenido por concretar, a la vista de lo que se va conociendo, el principal problema, la sobre-reacción intervencionista, se ha obviado; se han abordado los principales conflictos de intereses que perturbaban la autorregulación; la supervisión pública se ha rearmado moral y materialmente para afrontar sus responsabilidades con realismo y rigor; y se ha endurecido el régimen sancionador administrativo y penal. Pese a todo ello, un elemento tan importante para la estabilidad financiera como es la confianza de los inversores en la información empresarial continuará resentida, al menos en los mercados estadounidenses.

En lo que respecta a nuestro país, aunque no se hayan producido escándalos equiparables a los norteamericanos, la redacción de la nueva Ley Financiera, actualmente en tramitación parlamentaria, ha mejorado sensiblemente el tratamiento regulatorio de los principales problemas puestos de manifiesto en el caso Enron y en los que le han seguido.

##### **5. La situación actual en América Latina y la supervisión de los grupos bancarios de matriz española**

De las perturbaciones de la economía internacional que han afectado a la estabilidad financiera en el último año, me queda por comentar los desequilibrios y, en algún caso, crisis en países de Latinoamérica, sin duda las que más directamente se relacionan con España, por la importante presencia en la zona de nuestros dos principales grupos bancarios.

No voy a hablar de los antecedentes de estas crisis, de su desarrollo, ni de sus previsibles consecuencias para la zona. Únicamente voy a centrarme en analizar la presencia de nuestros bancos en Latinoamérica, las salvaguardias que se han tomado para que posibles turbulencias en la zona no afecten a nuestra estabilidad financiera, y de las consecuencias que están teniendo estas crisis sobre el sistema financiero español.

En el caso de la banca española, el principal factor impulsor de su expansión exterior es el proceso de fusiones que se desarrolló en nuestro país en la segunda mitad de los noventa. De él van a resultar dos grandes grupos bancarios, con un alto nivel de recursos propios y posibilidad de ampliarlos, con importantes excedentes de capacidad de gestión, con un buen conocimiento de la tecnología de banca minorista y con necesidad de explotar las economías de escala y de alcance surgidas de las fusiones.

Todo este potencial no podía desarrollarse en un escenario como el que en esos años presentaba nuestro sistema financiero. El altísimo grado de bancarización de la economía española, cierto sobredimensionamiento de la capacidad instalada, los fuertes niveles de

competencia, la tendencia a la caída de todos los márgenes, etc. eran factores que, más que brindar posibilidades de expansión, aconsejaban estrategias de reajuste.

Parecidas características de madurez presentaban la Unión Europea y las restantes áreas desarrolladas, por lo que Latinoamérica era el destino "natural" de nuestras entidades. Aunque con sensibles diferencias entre países, en general el nivel de bancarización era bajo; estaban en marcha importantes procesos de privatización; la escasa eficiencia de las entidades existentes ofrecía claras oportunidades de hacer rentables las mejoras en la gestión que se introdujesen al permitir la aplicación de técnicas y tecnologías muy rodadas en España; los elevados márgenes vigentes, que, además de reflejar mayores niveles de riesgo, ofrecían posibilidades de obtención de mayores resultados; existía una lengua común y una cultura cercana, y, además, las ventajas en términos de diversificación —geográfica, sectorial y cíclica—, eran mayores que en relación a Europa.

Evidentemente, no todo eran ventajas. Junto a los aspectos favorables que acabo de mencionar, la expansión en Latinoamérica presentaba los riesgos que siempre entraña la presencia en países emergentes, con estructuras económicas, sociales y políticas menos estables que las de los países desarrollados. Todos éramos conscientes de estos riesgos.

A partir de ello, la decisión fundamental acerca de si las oportunidades compensaban los riesgos correspondía a los administradores y altos gestores de las entidades. Mientras, a los

supervisores nos correspondía asegurarnos de que la decisión que adoptasen las entidades no pusiese en riesgo su estabilidad y viabilidad futuras, ni, menos todavía, las del sistema en su conjunto, incluso en el peor de los posibles escenarios.

La consecuencia final de todas estas consideraciones es conocida. La banca española —sus dos principales grupos, para ser exacto— comenzaron un rápido e importante proceso de expansión en Latinoamérica, cuyos resultados cuantitativos llegaron a ser espectaculares: unas inversiones directas de 25.560 millones de euros, que llevaron a que, aproximadamente, el 30% de los activos consolidados de ambos grupos se hallasen en la zona, y a que las cuotas de mercado alcanzadas en ella se elevaran al 22% para los depósitos, al 20% para los créditos, al 40% de la gestión de fondos de pensiones, y en torno al 14% de la gestión de la inversión colectiva. En los últimos meses, algunas de estas cifras han disminuido, pero no cambian el panorama general dibujado.

Considerando la actividad bancaria en sentido estricto, la distribución por países del total de activos consolidados que los dos grandes grupos españoles tienen en Latinoamérica es la siguiente, con datos a junio: México, con el 15%, seguido a gran distancia por Brasil y Chile, con el 4% cada uno, Puerto Rico con el 2% y Argentina (algo inferior al 1,5%), mientras que la importancia relativa del resto de países es muy limitada.

Pasando a los aspectos cualitativos, la expansión en Latinoamérica se ha basado en la adquisición de participaciones en importantes bancos

comerciales preexistentes, en general a través de marcas asentadas en los mercados locales y con un buen conocimiento de la situación y costumbres financieras del país. Además, los grupos españoles desde un principio asumieron el pleno control de la gestión de las entidades participadas.

La actividad desarrollada fundamentalmente por las filiales latinoamericanas adquiridas es la banca al por menor, es decir, la actividad bancaria considerada de menor riesgo, por generar márgenes más amplios y estables, así como una mayor vinculación con la clientela. En esta línea de negocio es en la que los grupos españoles cuentan con mayor experiencia.

Los cambios generados por el proceso de expansión de la banca española en América Latina han exigido modificaciones importantes en la forma de supervisar, por el Banco de España los grandes grupos bancarios.

Las decisiones del Banco de España en esta materia exigen, al menos, considerar los siguientes aspectos: las relaciones con los supervisores de los países de acogida, el desarrollo de nuevas estructuras y procedimientos de supervisión de los grandes grupos y, por último, la elaboración de un conjunto de normas de referencia que establezcan un marco prudencial general para las actividades latinoamericanas. Veámoslos:

El primero de ellos, parte de que, al basarse la expansión en Latinoamérica en filiales, éstas, a nivel consolidado, forman parte de

grupos bancarios españoles, aunque, a nivel individual, continúen siendo bancos de diferentes nacionalidades, sometidos, por tanto, a las correspondientes leyes y supervisores nacionales.

Ante situaciones de este tipo, la distribución de responsabilidades propuesta por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en sus denominados *Principios Básicos para una Supervisión Efectiva*, y que han sido universalmente aceptados por la comunidad bancaria internacional, señala que el supervisor de acogida, el latinoamericano en este caso, debe velar por la solvencia individual de sus bancos nacionales, aunque éstos sean filiales de grupos extranjeros, exactamente de igual forma que si fueran bancos de propiedad nacional; por su parte, el supervisor de origen, el Banco de España en este caso, debe velar por la solvencia del grupo consolidable en su conjunto.

Pese a que las dos responsabilidades supervisoras estén claramente diferenciadas, es necesario que los dos supervisores coordinen sus actuaciones, para lo que se firman los protocolos conocidos como "*Memoranda of Understanding*".

El segundo aspecto se refiere a la actividad supervisora en sentido estricto. Es evidente que grupos tan grandes y complejos como los que han protagonizado la expansión en Latinoamérica no pueden ser supervisados utilizando únicamente los procedimientos tradicionales, aunque sólo sea porque ahora gran parte de su actividad se desarrolla fuera de España.



Por ello, se ha desarrollado un conjunto de procedimientos para poder realizar las actividades supervisoras desde los Servicios Centrales en España de los grandes grupos bancarios. Este método está siendo llevado a cabo por un Grupo especializado de seguimiento que consume una gran cantidad de recursos. Su presencia en las sedes centrales de estos grupos bancarios es de carácter permanente y tiene dos objetivos básicos: uno general, que vigila la evolución conjunta de todo el grupo consolidable, y otro particular, que va revisando las entidades y áreas en las que se detecta mayor riesgo. Tales tareas tienen en consideración los trabajos realizados por los auditores internos (cuya frecuencia por país debe ser anual) y de la auditoría externa, sobre todo en su papel de verificación de la armonización para la obtención de las cuentas consolidadas.

Pese al elevado consumo de recursos que tal enfoque demanda y a su actuación selectiva, la supervisión eficaz de grupos tan grandes y complejos sería imposible de no contar con la activa y necesaria colaboración de las propias entidades. Para facilitarla ha sido fundamental el desarrollo experimentado por estos grupos al convertirse en verdaderas multinacionales y, por tanto, implementando estructuras de gestión y procedimientos soportados en avanzados medios tecnológicos, que les permitan un adecuado control desde sus Servicios Centrales de su actividad consolidada.

Por último, el Banco de España ha establecido una serie de normas de referencia para su expansión internacional que, en la actualidad, están siendo puestas en práctica por los grupos españoles y que están desarrolladas en la Memoria de Supervisión Bancaria que

recientemente ha publicado el Banco de España. Estos principios abarcan aspectos tales como la información y el control de gestión, las políticas contables, la solvencia individual y del grupo, y la conveniencia de que las filiales gestionen su financiación y su liquidez sin dependencia de la matriz.

Estos eran los aspectos cuantitativos y cualitativos más significativos de la presencia en Latinoamérica de nuestros bancos y la forma en que los supervisamos desde España cuando, a lo largo del pasado año, empezó a deteriorarse la situación económica en algunos países de la zona. Como es sabido, este deterioro ha sido especialmente grave en Argentina, luego se extendió a Uruguay y Venezuela y más recientemente se ha manifestado en Brasil.

De estos países, los únicos que cuentan con una presencia significativa de la banca española son dos. En Argentina, son de propiedad española el 4º y 5º de los bancos del país por tamaño, lo que representa el 4,9% de los activos españoles en Latinoamérica y, como ya se ha indicado, algo menos del 1,5% del total balance consolidado de nuestros dos grandes grupos. Por su parte, en Brasil son de propiedad española el 6º y el 16º de los mayores bancos, representando el 15,2% de los activos en la zona y, aproximadamente, el 4% de los activos totales consolidados. Por tanto, la concentración en estos dos países de activos de los dos mayores grupos bancarios españoles no es excesiva: algo menos del 6% de sus balances consolidados.

Si en el terreno económico estos dos países presentan profundos rasgos distintivos, también la operativa bancaria es muy diferente entre

ellos, ya que, frente a la fragilidad que representaba la altísima dolarización Argentina, en Brasil el 82% de la actividad corresponde a inversiones denominadas en moneda local, financiadas con pasivos también en moneda local.

La reacción de los dos grandes grupos españoles ante las crisis de estos países ha sido la que correspondía adoptar, tratándose de entidades solventes y maduras: provisionar el deterioro experimentado con criterios de máxima prudencia, aunque ello haya supuesto alterar a la baja los beneficios proyectados.

En lo esencial, todos estos saneamientos se han hecho con cargo a las cuentas de resultados. Esto, unido a la nula contribución a beneficios de Argentina, a los efectos de la depreciación de las monedas latinoamericanas, y al menor ritmo de crecimiento del negocio, dentro y fuera de España, ha llevado a que, para el presente ejercicio, el beneficio conjunto atribuido esperado de los dos grandes grupos haya sido modificado a la baja con un descenso del 10%, pasando de 4.900, en diciembre de 2001, a una cifra estimada para finales de 2002 de 4.400 millones de euros.

Pese a esta reducción estimada en los beneficios proyectados, tanto la rentabilidad de nuestros dos mayores grupos bancarios como su solvencia continúan siendo elevadas. Así, en junio de este año, las rentabilidades alcanzadas sobre fondos propios (R.O.E.), han sido superiores al 13%, siendo de las más elevadas a nivel internacional y de las que menos han disminuido. Por su parte, los coeficientes de solvencia medidos con los criterios del Banco de Pagos de Basilea, eran superiores

al 11%, muy por encima del mínimo del 8%, pese a la contracción del negocio, a los saneamientos realizados y a la depreciación de las monedas latinoamericanas. Finalmente, medidos con el mismo criterio, los recursos propios de primera categoría estaban por encima del 7,3% de los riesgos ponderados.

Una destacable conclusión general es que los desarrollos en América Latina no han cuestionado los rasgos básicos de la situación del sistema bancario español, que se caracteriza por ser un sistema saneado, rentable, eficiente y estable.

Es saneado debido a su exceso de recursos propios, capacidad de generación de resultados, alta tasa de capitalización de beneficios y buena calidad de activos. Es rentable debido a la fortaleza y recurrencia de la estructura de la cuenta de resultados, basada, fundamentalmente, en el negocio de banca minorista y comercial. Es eficiente, ya que en los últimos años el incremento del negocio se está gestionando con costes de transformación contenidos, que se han visto reducidos en términos de ATMs. Y es rentable como consecuencia tanto de la calidad de la gestión de las propias entidades como por la no concentración del mercado, lo que le da un elevado nivel de competencia.

## **6. Reflexiones finales**

Para terminar me gustaría compartir con Uds. una serie de reflexiones suscitadas por los hechos comentados en las páginas anteriores.

1. El fuerte proceso de expansión económica, más acentuada en Estados Unidos que en otras áreas, ha venido acompañado en muchos casos por rasgos de exuberancia irracional en distintos mercados. En estos, las decisiones se basaron, con frecuencia, en expectativas nada realistas de beneficios presentes y futuros bajo la confianza de que los ciclos ya eran cosas del pasado. Pero la situación ha cambiado, lo que antes se consideró como una expansión permanente, se transformó, primero en una recesión corta, que vendría seguida, se pensaba, por una recuperación rápida, para con el paso del tiempo afirmarse más la expectativa de un periodo dilatado de crecimiento lento. Desde comienzos del año en curso, todas las sucesivas previsiones, tanto nacionales como internacionales, han venido dilatando en el tiempo el momento de la recuperación.

Junto a esta situación macroeconómica han jugado un papel importante muy diversas causas, algunas de ellas ya existentes en el proceso de auge, pero enmascaradas por el optimismo exagerado de aquellos años; mientras que otras se han materializado ya con el proceso de crecimiento lento en marcha.

Al primer grupo pertenecen las causas relacionadas con fallos en el funcionamiento de los mercados: fraudes, órganos de gobierno inadecuados, vulneración de normas contables, información falsa a los mercados, etcétera. En un número reciente, el semanario *The Economist* citaba la frase de un conocido inversor norteamericano: "Sólo cuando la marea baja,

*puede verse quién está nadando desnudo*". Pues bien, cuando la situación cambió, empezaron a aparecer todos los fenómenos de "desnudez" ya conocidos, que acentuaron la caída de las cotizaciones bursátiles, y contribuyeron a acrecentar las incertidumbres y vulnerabilidad de la situación económica general.

Al segundo grupo de factores agravantes pertenecen las crisis y tensiones en países emergentes, con influencia más directa en unos países que en otros, pero con un efecto general de ampliación de la incertidumbre que condiciona los flujos de capital y no sólo hacia los países que directamente las están sufriendo.

Igualmente, se incluyen en este grupo todos aquellos desarrollos "políticos" Israel-Palestina, Irak, etc. que, de nuevo, tienen un efecto sobre el nivel de confianza general y en este último caso además con un componente alcista de los precios del petróleo.

2. En este entorno, los mercados financieros, en general, y los bancarios, en particular, han mostrado una capacidad de resistencia que ha permitido evitar un empeoramiento adicional de los problemas que la situación planteaba. Su mejor disposición para actuar rápidamente cuando ha sido necesario y de manera cooperativa —recuérdese la reacción, mencionada antes, a los atentados del 11 de septiembre—, así como los márgenes de maniobra ganados —por un mayor control de los

riesgos de crédito, por la dotación de provisiones adecuadas siguiendo las normas de las autoridades supervisoras, etc.— en la etapa anterior, han propiciado el mantenimiento de la estabilidad financiera a unos niveles razonables.

No se debería caer, no obstante, de nuevo en expectativas irracionales: el mantenimiento y mejora de la estabilidad financiera es un proceso continuo ya que los logros conseguidos no tienen una capacidad de respuesta infinita ante la continua materialización de riesgos. Por ello siempre es necesario trabajar —reguladores, instituciones y mercados— para aumentar la solidez de las instituciones financieras.

3. El momento que vivimos, con todas sus incertidumbres y vulnerabilidades, colocan en primer plano y concentran la atención en los aspectos de riesgo. Esto produce un inevitable sesgo negativo en la percepción de la situación. Al mismo tiempo, sin embargo, la aguda percepción de estas fragilidades puede respaldar la adopción de un conjunto de reformas en los fundamentos del sistema, y hacerlo de forma que se consolide la coherencia internacional.
4. Así pues, este sería el momento para ahondar en algunas reformas ya emprendidas, tanto por mercados como por reguladores públicos, tratando de corregir los aspectos fundamentales que, a la luz de las recientes experiencias, se han erosionado profundamente, y, al tiempo, hacerlo de una manera coherente entre unos sistemas y otros, de tal manera

que desaparezcan incertidumbres regulatorias generadoras de vacíos que pueden ser utilizados con evidentes riesgos para el sistema en su conjunto.

5. Diferentes instituciones y organismos internacionales, además de los propios mercados, están trabajando en la tarea de hacer más sólidos los fundamentos de los mercados financieros, manteniendo, al mismo tiempo, una cierta homogenización de normativas y prácticas que, por sus solas diferencias —sin tener en cuenta su vulneración—, son proclives a originar procesos de arbitraje regulatorio perturbadores para el adecuado funcionamiento de la disciplina de mercado.

En este doble sentido de reforma de fundamentos y coherencia internacional, pueden citarse los trabajos de:

- a) La *International Accounting Standards Board (IASB)*, que está mejorando las normas contables y tratando de incrementar la convergencia de normas entre los distintos países —un elemento de extraordinaria importancia en un mundo cada vez más globalizado y, por lo tanto, con empresas que actúan simultáneamente en diversos países. Merece la pena señalar, en relación con este asunto, el acuerdo del mencionado Organismo, de aplicación a partir de 2005, que modificará las normas contables utilizadas en estos momentos por las entidades financieras. Aunque no es el momento de detenerse en este tema, sí que puede señalarse el hecho de que las normas contables, en el caso



de entidades financieras, deberían ser un producto de la colaboración de expertos contables y supervisores, como única forma de garantizar un tratamiento adecuado a los riesgos específicos de las entidades bancarias frente a otras empresas.

La homogenización contable tiene, desde luego, ventajas, pero en ella debería tener cabida la consideración de dichos aspectos diferenciales. El ejemplo del papel de regulador contable desarrollado por el Banco de España, que ha producido indudables ventajas en el adecuado control supervisor de las entidades financieras y ha servido para mejorar su solvencia, debería tenerse en consideración, en una inevitable estructura de normas contables más homogeneizada.

b) Los trabajos de IOSCO sobre independencia de auditores, seguimiento de los mismos y mejora en la información al mercado y la transparencia.

c) La revisión y ampliación de los principios de *Corporate Governance* de la OCDE.

6. Pero quizás, el área de trabajo más representativa de este enfoque global está representada por aquella que, desde hace 3 años, viene ocupando al Comité de Basilea.

Un aspecto crucial de la estabilidad financiera es, indudablemente, aquel que trata de mejorar el análisis de los riesgos de crédito, y otros, en que los bancos incurren, buscando un efecto incentivador de los sistemas de control de riesgos y estableciendo los requerimientos de capital adecuados para cada caso, de tal forma que los riesgos no esperados puedan ser cubiertos sin que la entidad vea en peligro su funcionamiento. Éste es sin duda un aspecto fundamental del actual Acuerdo en elaboración y, con frecuencia, es éste "en exclusiva" el que viene a representar todo el Acuerdo.

Una pequeña digresión en relación con este tema y con la regulación española: Como ustedes saben, el fortalecimiento de los recursos propios de las entidades ha sido en nuestro caso una preocupación permanente que nos ha llevado a aplicar principios más exigentes que los internacionalmente admitidos. Pero, al margen de los recursos propios, la política de provisiones (que permitirá hacer frente a los riesgos esperados —materializados o no) ha sido un punto fuerte en la regulación del Banco de España. Creo que los tiempos que corren, y las experiencias recientes, están validando con claridad la política seguida por el Banco y asumida por las entidades, cuyo efecto conjunto ha conducido a un sistema financiero saneado, con un coeficiente de solvencia por encima del 11%, eficiente y estable. Es una satisfacción, por ello, observar cómo en determinados organismos la idea de la

provisión estadística ha calado de tal forma que el concepto, previsiblemente, será recogido en la normativa internacional de una manera u otra.

7. Pero volviendo al Acuerdo de Basilea, su contenido va más allá de la adecuada valoración del capital necesario para cubrir los riesgos. Ningún sistema ni entidad financiera podría funcionar sólo cumpliendo los requisitos mínimos de capital.

La estabilidad financiera es mucho más que eso y, en este sentido, el Acuerdo puede leerse como un enfoque global para hacer aquélla sostenible. En efecto, además del elemento clave antes mencionado, que sería el objeto del Pilar 1, los aspectos relacionados con la política supervisora (Pilar 2) —inevitablemente vinculados con la relación regulación-autorregulación—; y la disciplina de mercado, que pasa por el adecuado suministro de información (Pilar 3), constituyen parte igualmente fundamental del Acuerdo.

8. De esta manera, el Acuerdo entra en un aspecto crucial relativo al mantenimiento de las "reglas del juego" que deben regir la interacción entre supervisión pública, cierto grado de autorregulación y disciplina de mercado —que han sido vulnerados con aparente facilidad en un pasado reciente, tal como acabamos de ver, y cuyo funcionamiento es necesario mejorar y asegurar.

9. Tanto las autoridades supervisoras como los propios mercados, por la vía de la autorregulación, han iniciado la mejora de los fundamentos de la estabilidad financiera. La autorregulación por la vía de estándares y códigos de conducta son un elemento básico para el funcionamiento de los mercados. Su importancia en unos u otros casos depende de las evoluciones históricas de funcionamiento en cada país, y *a priori* no puede ser calificada como buena o como mala. La tarea de autorregulación de los mercados tiene, por otra parte, limitaciones obvias en áreas que pueden suscitar conflicto de intereses.

Por muy bien que esté desarrollada esta autorregulación, es inevitable la presencia de la "política pública" de supervisión y regulación. La tarea básica de esta última en los campos que le son propios, debe orientarse, se está orientando ya, en nuestro país entre otros, hacia una valoración de la calidad de los procesos internos de control de riesgos. Por otro lado, su relación con la autorregulación debería servir para "fijar" los estándares y buenas prácticas con el fin de favorecer una expansión más rápida de los mismos y hacer que se transformen en "requisitos mínimos", a partir de los cuales sean posibles mejoras individuales.

Se evitarían así arbitrajes regulatorios y también el hecho de que las autorregulaciones tienen también un elevado componente cíclico que hace que la autodisciplina sea más difícil de mantener tanto en fases alcistas, por relajación y

exceso de confianza, como en las fases de baja para intentar escapar de alguna situación apurada.

10. La regla de juego que complementa a las dos mencionadas es la disciplina de mercado. Ésta sólo puede darse si existen unos órganos de gobierno corporativo con un esquema de responsabilidades claro y un esquema de incentivos transparente con auditoría interna independiente. Por otro lado, la disciplina de mercado sólo es tal si se respetan las prácticas contables adecuadas, y si la integridad y transparencia de la información suministrada permite a los inversores una toma de decisiones coherente. De nuevo aquí, la presencia del regulador también es necesaria.
11. Todo lo anterior constituye, pues, una agenda importante que, aunque ejemplificada en el Comité de Basilea, a su desarrollo están contribuyendo gran número de supervisores nacionales, organismos internacionales y los propios mercados. Al Acuerdo le quedan todavía tres años, pero no tendría sentido esperar, y no se está haciendo, de tal forma que muchas de las reformas que serán eventualmente aprobadas, ya están empezando a sentar sus fundamentos.
12. Estos momentos, como mencioné antes, son los propicios para emprender acciones y asegurar unos fundamentos de los sistemas financieros sólidos y duraderos. Esta es una tarea de todos y no sólo un asunto de financieros, pero hay una parte que nos compete directamente, pues, como decía el Presidente

---

del Comité de Basilea, en la última reunión de Ciudad del Cabo: *"Supervisores bancarios y banqueros centrales ciertamente comparten los objetivos [reducir la pobreza y promover el desarrollo económico]. Para cumplir nuestra obligación de procurar la seguridad y solvencia del sistema financiero, tratamos de preservar los ahorros de los depositantes, promover la movilización del crédito y, en último extremo, proteger la salud y el crecimiento de nuestras economías. Realmente, no podremos aliviar la pobreza ni promocionar el desarrollo económico a menos que nuestros bancos estén bien dirigidos, nuestro sistema financiero sea estable y nuestros mercados transparentes y abiertos".*