

Madrid, 28 de octubre de 2008

“Reflexiones sobre la crisis financiera internacional”

V Encuentro del sector bancario: La oportunidad global del acto/IESE Business School

José Viñals

Subgobernador del Banco de España

Quiero comenzar agradeciendo al IESE y, en particular, a los organizadores, Profesores Nuevo y Toribio, su invitación para pronunciar esta conferencia inaugural en un encuentro que gira en torno al sistema financiero, en unos momentos en que los mercados internacionales atraviesan una época de convulsión y en que los teletipos de las agencias de noticias se han acostumbrado a causarnos un sobresalto sin darnos tiempo para recuperarnos del anterior.

Nadie duda ya de que la actual crisis financiera internacional es la más importante, compleja, profunda y de mayores repercusiones globales de las últimas décadas. Las dificultades por las que han atravesado los sistemas financieros de los principales países en los últimos quince meses ponen de manifiesto la incapacidad del nuevo sistema financiero internacional que se ha ido confirmando en los últimos años al hilo de los procesos de integración, globalización e innovación, para hacer frente a perturbaciones de envergadura sin que se resista su estabilidad. Y si hubiera que escoger una palabra para definir la situación de los mercados en las últimas semanas, ésta no sería otra que “vértigo”, dada la materialización de numerosos eventos extremos y muy costosos, que tan sólo unos meses antes se hubieran considerado como altamente improbables y que han afectado a un amplio espectro de instituciones financieras.

Con objeto de abordar estas cuestiones, voy a dividir mi intervención en dos partes. En la primera, repasaré los principales rasgos de la situación financiera global, centrándome en el análisis de los problemas y de las soluciones que se han diseñado para superarlas. Y, posteriormente, pasaré a examinar los retos que las actuales perturbaciones financieras entrañan para la estabilidad, haciendo especial hincapié en algunas iniciativas emprendidas a nivel global y europeo con una perspectiva de medio plazo para sentar las bases de un sistema financiero más estable que evite la repetición de crisis como la actual.

* * * * *

Si hay una característica que distingue esta crisis de otros episodios registrados en las últimas décadas es que su epicentro no se ha situado en economías frágiles o emergentes, sino en EEUU, la primera economía mundial. También es reseñable la rapidez y virulencia con que se han extendido sus efectos geográficamente, lo que se explica por la intensidad de los procesos de innovación financiera y globalización, una tendencia positiva desde muchos puntos de vista pero que disminuye hoy en día la capacidad de las fronteras para actuar como cortafuegos y abre circuitos por donde circula el riesgo con fluidez.

El nuevo sistema financiero internacional globalizado e innovador ha sido sometido, por primera vez, a un test serio, pues hasta ahora se había venido consolidando en una época de bonanza inusualmente prolongada. Sin embargo, resulta evidente que el test no ha sido superado. La situación actual no refuta, desde luego, los conceptos de globalización e innovación, pero sí obliga a replantear algunos de los caminos por los que se habían adentrado.

También esta crisis presenta elementos tradicionales, entre los que destaca la falta de prudencia de demasiados bancos en sus operaciones de crédito y otras inversiones, que ha dado lugar a la existencia de activos dañados como consecuencia de los errores cometidos en las decisiones que se han tomado. Las hipotecas de alto riesgo, las hipotecas subprime americanas de las que tanto venimos hablando, no deberían haber pasado nunca de la fase de propuesta del cliente. Pero, desafortunadamente, el problema del subprime es solo la punta del iceberg de unas formas de comportamiento muy extendidas en el sistema financiero actual.

El factor que mejor explica la quiebra de la línea de prudencia exigible en la gestión bancaria es la presencia del nuevo modelo de banca conocido como “originar para distribuir”, en el que algunas entidades aprueban operaciones cuyo riesgo se transfiere a terceros a través de los mercados de capitales. En dicho modelo se ha producido un fallo en cadena en los sistemas de incentivos de todos los agentes involucrados: los prestatarios que han asumido créditos indebidamente; los prestamistas que los han concedido imprudentemente; los intermediarios que los han distribuido; las agencias de rating que han valorado incorrectamente el riesgo de los productos estructurados complejos; y los inversores privados –tanto particulares como entidades– que los han adquirido fiándose en exceso de dichas valoraciones sin llevar a cabo un análisis adecuado del riesgo contraído.

Por todo lo anterior, resulta evidente que tampoco han funcionado como hubiera sido deseable los sistemas de regulación y supervisión en no pocos países, al no haber tratado con el necesario rigor los riesgos y las estructuras fuera de balance, que realmente actuaban como bancos paralelos pero sin capital.

Con esta base de debilidades de carácter microeconómico, el problema ha podido alcanzar la magnitud actual gracias al entorno macroeconómico en que se ha ido gestando: una situación de abundante liquidez internacional a coste muy reducido, que ha impulsado la posibilidad de endeudarse y el deseo de hacerlo por agentes oferentes y demandantes que descontaban, con escasa perspectiva histórica y cierto desconocimiento de los fundamentos de la economía, que las expectativas de bajo riesgo cotizadas por los mercados iban a permanecer de manera continuada en una especie de nuevo orden económico mundial benéfico y apacible.

Estas expectativas –que no eran ni racionales ni razonables– han favorecido el crecimiento excesivo del endeudamiento y el incremento paralelo del precio de los activos en un proceso procíclico en que ambas tendencias se iban realimentando mutuamente mientras las partes lo observaban con serenidad, como si se tratara de un círculo virtuoso, cuando en la realidad iba conformando una espiral de peligro.

Una de las razones en las que se fundamentaba dicha serenidad era el convencimiento de que el sistema financiero distribuía el riesgo eficazmente fuera del sistema bancario, lo que aumentaba su capacidad para resistir perturbaciones de diversa naturaleza y elevada magnitud sin ver peligrar su estabilidad. Sin embargo, una de las lecciones que hemos aprendido tras el inicio de la crisis es que los mercados de transferencia de riesgos no han servido para distribuir el riesgo fuera del sistema bancario tan eficazmente como se pensaba. Así, muchos de los riesgos que se habían transferido de forma nominal no lo estaban de forma efectiva, con lo que eventualmente se vieron re-intermediados en los balances de muchos de los principales bancos mundiales, lo que ejerció una fuerte presión sobre sus ratios de capital. Pero incluso en aquellos casos en que los riesgos fueron efectivamente distribuidos, estos terminaron recayendo no tanto en los agentes mejor situados para absorberlos sino en aquellos con menor capacidad para entenderlos.

De otra parte, los acontecimientos más recientes ponen de manifiesto la necesidad de distinguir entre las innovaciones financieras genuinas y las espurias; esto es, entre aquellas que realmente ofrecen a los inversores nuevas combinaciones entre riesgo, rentabilidad y liquidez, y aquellas que sólo lo aparentan. En consecuencia, no es de extrañar que la tormenta financiera en la que nos encontramos inmersos esté llevando a cabo un proceso de selección, en el que las innovaciones financieras que se han visto cuestionadas desaparezcan y otras sólo sobrevivan tras realizar las modificaciones pertinentes.

* * * * *

El vertiginoso ritmo de los acontecimientos en las últimas semanas y, en particular, tras la quiebra de Lehman Brothers, ha supuesto la erosión del pilar básico de todo sistema o mercado financiero: la confianza. Erosión que es generalizada, además, en múltiples direcciones, puesto que afecta a actores escasamente sofisticados, como los depositantes minoristas de los bancos, pero también a gestores profesionales, como los tesoreros de grandes entidades bancarias. Y se produce, además, de manera global, una vez que también han sido afectados los sistemas financieros de los principales países europeos y, en estos últimos días, las economías emergentes.

Como consecuencia, los sistemas financieros no operan con normalidad y no cumplen su función de asignar eficientemente los recursos disponibles, con los consiguientes peligros para la

economía real y para el crecimiento económico global, que tienen su reflejo, entre otros, en la evolución de los mercados bursátiles.

Es en este difícil contexto en el que hay que analizar las medidas recientemente anunciadas, tanto por diversos bancos centrales como por el G8 y la Unión Europea, para tratar de reactivar los mercados y transmitir confianza a los agentes económicos.

Por un lado, los principales bancos centrales del mundo (entre los que se encuentran la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra) han venido actuando coordinadamente en estos meses en la provisión de dólares, al tiempo que han ido abriendo nuevas posibilidades a las entidades para obtener liquidez en sus mercados respectivos. Por otro lado, hace varias semanas se llevó a cabo de forma concertada una reducción de los tipos de interés de intervención de 50 puntos básicos, una acción sin precedentes y que demuestra la comprensión de que problemas globales requieren a su vez de respuestas globales. Además de esta señal de tipos de interés, el BCE introdujo importantes cambios en la instrumentación de la política monetaria con objeto de estabilizar los tipos de interés de mercado de corto plazo, de forma que ha pasado a satisfacer plenamente la demanda de liquidez al tipo oficial en sus subastas, a estrechar el corredor entre los tipos de las facilidades de crédito y depósito, y a ampliar la gama de colaterales admisibles.

Pero no sólo ha existido coordinación por parte de los bancos centrales. En la UE, tras haberse tomado medidas para incrementar las garantías de los depositantes, y a la vista de las iniciativas en marcha en los Estados Unidos y en Reino Unido, los máximos responsables políticos de los países miembros han fijado cinco principios generales de actuación. En primer lugar, tras mostrar su apoyo pleno a las medidas adoptadas por el BCE para asegurar la liquidez, se diseñan mecanismos que facilitan la financiación a las entidades de crédito, estableciendo la posibilidad de que el Estado garantice las emisiones de deuda a medio plazo realizadas por las entidades. En segundo lugar, los Estados podrán reforzar el capital de las entidades de crédito, y, en particular, el de primera categoría (tier 1), a través de la adquisición de acciones preferentes o algún otro instrumento de características similares. En tercer lugar, se plantea un compromiso explícito para evitar la quiebra de instituciones financieras relevantes, protegiendo los intereses de los contribuyentes y asegurando que los accionistas y gestores de estas instituciones cargan con las consecuencias de la intervención. En cuarto lugar, se emplaza a las autoridades competentes a que concedan una flexibilidad suficiente en la implementación de las normas contables de valoración en las actualmente excepcionales circunstancias de incertidumbre en los mercados. Y, en quinto lugar, se destaca la necesidad de mejorar los procedimientos de cooperación entre los países europeos para lograr una gestión eficiente de la crisis.

Las autoridades españolas, en el marco de cooperación europeo antes descrito y en línea con la presentación de los planes nacionales que los gobiernos de los países de la UE están llevando a

cabo en estos últimos días, han anunciado también, como saben, un conjunto de medidas para aumentar la confianza y contribuir a restablecer el funcionamiento de los mercados.

Todas las medidas que se han venido tomando en los principales países y áreas económicas, extraordinarias por su magnitud y también por su significado simbólico, tienen por objeto mandar un mensaje claro y contundente a todos los agentes del mercado respecto a la actitud de las autoridades públicas. Esto es, que se es consciente de la gravedad de la situación y que se está dispuesto a hacer lo necesario para evitar el riesgo de un colapso del sistema financiero internacional. Ahora, lo que se precisa es instrumentar las medidas acordadas de forma diligente y eficaz con objeto de que vayan contribuyendo a recuperar la normalidad.

* * * * *

Tras haber examinado los factores que subyacen a la crisis financiera internacional y los programas de las autoridades para salir de ella, voy a pasar a continuación a analizar las propuestas que actualmente se están elaborando, con una perspectiva de medio plazo, para afianzar la estabilidad financiera.

El desarrollo de la crisis hace necesario encontrar un equilibrio entre las necesidades de estabilizar la situación en el corto plazo y de introducir las medidas adecuadas a medio plazo con objeto, por una parte, de evitar en el futuro problemas similares; y, por otra, de recuperar un marco plenamente de mercado pero corrigiendo los excesos del pasado. El carácter global de la crisis exige una intensificación de la coordinación y la cooperación entre las autoridades nacionales —gobiernos, bancos centrales y supervisores—, las instituciones financieras internacionales, los organismos encargados de la fijación de estándares y el sector privado. En consecuencia, voy a dedicar esta segunda parte de mi intervención a revisar las distintas iniciativas, globales y europeas, que están en marcha para fortalecer el sistema financiero internacional.

Creo que, con la crisis, parte de los logros de años anteriores en el área de integración financiera se han visto afectados. Así, se ha observado un proceso de renacionalización de los mercados con un retroceso en la actividad en los mercados de financiación internacional. Además, el contagio ha llevado a que la operativa transfronteriza financiera haya desaparecido prácticamente. Finalmente, la magnitud del contagio de la crisis estadounidense al sector bancario europeo ha sido mayor de lo esperado.

No cabe duda de que las dificultades actuales constituyen una prueba muy exigente para el proceso de globalización financiera. En efecto, en los últimos meses se han puesto de manifiesto fallos en el sistema financiero internacional que ilustran las difíciles relaciones entre el proceso de globalización y la estabilidad financiera. En cualquier caso, las turbulencias no pueden actuar

como un freno a la globalización y, en particular, a la integración de los mercados sino que, por el contrario, deben constituir un estímulo para la consecución de soluciones globales que permitan incrementar la resistencia del sistema financiero. Soluciones globales a las que Europa debe contribuir de manera relevante en virtud del peso que le corresponde en el contexto internacional.

La crisis ha provocado un amplio debate sobre el funcionamiento del sistema financiero, que abarca desde aspectos como las estructuras supervisoras, la regulación financiera y las infraestructuras de mercado, hasta los procesos de gestión de riesgos de los bancos o las estrategias de negocio.

Esto ha dado lugar a diferentes iniciativas para hacer frente a los nuevos retos planteados que están en distintas fases de preparación. No obstante, el hecho de que la crisis esté aún en pleno desarrollo hace que las lecciones que puedan aprenderse y las recomendaciones que puedan formularse sean necesariamente preliminares.

Mencionaré sólo algunas de estas iniciativas, que abarcan muchos frentes y a cuya cabeza están las impulsadas por el Foro de Estabilidad Financiera, a nivel global, y por el ECOFIN, en el marco de la Unión Europea, sin olvidar que, en los últimos días, también se ha lanzado un proceso para reformular la arquitectura financiera internacional a partir de las directrices que salgan de la cumbre que tendrá lugar en Washington el 15 de noviembre. En concreto, el ECOFIN de octubre de 2007 decretó una hoja de ruta para responder al mal funcionamiento de los mercados, que se actualiza periódicamente y está en consonancia con las recomendaciones realizadas por el Foro de Estabilidad Financiera. Las acciones y recomendaciones recogidas en la hoja de ruta van dirigidas no sólo a los comités de supervisores, al Banco Central Europeo y a la propia Comisión, sino también a la industria, Y no sólo cubren un amplio espectro de participantes en los mercados, sino también un amplio abanico de áreas como la transparencia, los estándares de valoración, la regulación prudencial, las agencias de rating y la coordinación entre supervisores. Permítanme, por tanto, que a continuación pase a referirme brevemente a cada uno de estos aspectos.

El restablecimiento de la confianza del mercado y el incremento de la resistencia del sistema financiero requieren el reforzamiento de la transparencia e información al mercado de los riesgos que realmente se asumen y de los estándares de valoración de instrumentos financieros. El Consejo Internacional de Estándares Contables (IAS Board), en este sentido, ha establecido un panel de expertos para que le ayude en la revisión de las buenas prácticas en el área de las técnicas de valoración de instrumentos financieros cuando los mercados no son activos. Además, está revisando el marco contable para los vehículos fuera de balance que aclarará el principio de que las instituciones deben consolidar todas las entidades que controlen.

Las turbulencias también han puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer algunos aspectos del marco prudencial, de la gestión de riesgos y de la supervisión en el sector financiero. En particular, se propone aumentar los requerimientos de capital para ciertos productos estructurados complejos, como las retitulizaciones, y se busca superar una estructura inadecuada de incentivos asociados a los créditos estructurados y las titulizaciones. En concreto, deben reducirse los incentivos para que los originadores transfieran el riesgo íntegro de los activos titulizados a los inversores. Además, se han publicado unos principios que buscan fortalecer los estándares para una gestión prudente del riesgo de liquidez.

El papel y el uso de los ratings tanto por parte de los gestores bancarios como en el marco regulatorio también está siendo objeto de un profundo debate. Se ha discutido mucho el papel que las agencias de calificación han tenido en el desarrollo de la crisis y el órgano internacional que agrupa a los supervisores de valores (IOSCO) publicó en Mayo una revisión del Código de Conducta de las agencias de rating para proteger la calidad e integridad del proceso de calificación. Con ello, se persigue asegurar la independencia de las agencias de rating y evitar los conflictos de intereses. Además, se pretende fortalecer la supervisión (oversight) de estas entidades y se anticipa la posibilidad de la existencia de un registro de agencias de calificación.

La falta de confianza de los agentes del mercado en los productos estructurados requiere especial atención, habida cuenta del papel tan importante que estos han jugado en la financiación de las entidades bancarias. Una forma de contribuir a la recuperación de la confianza sería por la vía de la estandarización de productos. Se daría un paso adicional abordando las debilidades en las infraestructuras operativas de los mercados de derivados “over the counter” (OTC). En concreto, la creación de un sistema de liquidación central para los “credit default swaps” (CDS), que reduzca el riesgo de contraparte a partir de un mayor automatismo en los sistemas de compensación y liquidación contribuiría a activar el mercado. Además, permitiría conocer de manera casi instantánea la distribución de pérdidas asociadas a cualquier evento de crédito, algo que hoy es imposible.

En el tema de la coordinación de la supervisión, el Foro de Estabilidad Financiera ha constituido un pequeño grupo de supervisores para desarrollar los protocolos necesarios para el establecimiento de colegios supervisores internacionales para las grandes instituciones financieras. Esto es importante dado que los colegios presentan una gran flexibilidad de cara a adaptarse a las características de los distintos miembros del grupo.

Por último, creo que es muy importante mencionar las iniciativas en curso para abordar los problemas de prociclicidad del sistema financiero y del marco regulatorio y contable.

Cuando hablo de prociclicidad, como saben, me refiero a los círculos viciosos que se originan en las fases de expansión mediante el reforzamiento mutuo del aumento del endeudamiento y de los precios de los activos, del relajamiento de las políticas crediticias y de la asunción de cotas de riesgo cada vez mayores. Estos fenómenos tienen su corolario inevitable y doloroso —como estamos viendo actualmente— en las fases contractivas, en forma de caídas de los precios de los activos, endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, desendeudamiento y miedo al riesgo.

Puesto que, como la experiencia demuestra, el mercado no es capaz de ofrecer mecanismos de compensación a la excesiva prociclicidad, corresponde a las autoridades públicas su corrección. Ahora bien, hay que ser consciente de que una de las debilidades del sistema financiero que la actual situación ha puesto de manifiesto es la falta de un engarce afinado entre una regulación y una supervisión que se estructuran en torno a entidades individuales y el objetivo colectivo de garantizar la estabilidad financiera del sistema.

De ahí que, a partir del consenso que existe de que la prociclicidad del sistema financiero ha desempeñado un papel fundamental en el origen y desarrollo de la crisis, resulte indispensable intensificar el diálogo entre los reguladores y supervisores, los órganos encargados de establecer estándares contables y la industria con objeto de reducir la prociclicidad. Y ese diálogo debe, necesariamente, permitir la introducción de la dimensión macroprudencial en la regulación y en las normas contables. A mi juicio, las provisiones de carácter dinámico para los créditos —como las españolas—, la constitución de reservas de valoración para los activos “mark-to-model” y la introducción de elementos contracíclicos en la regulación del capital pueden contribuir de forma importante a este objetivo.

* * * * *

Para concluir, en el curso de mi intervención he resaltado cómo la crisis financiera está poniendo a prueba la resistencia del sistema financiero global y la robustez de los mecanismos de política nacional e internacional en el área de la estabilidad financiera. Recordando la famosa frase del Presidente de los Estados Unidos Franklin Delano Roosevelt durante los difíciles tiempos de la Gran Depresión, es cierto que en las circunstancias actuales: “A lo que más hay que temer es precisamente al miedo”. Para combatir este miedo y restablecer la confianza que nos permita salir de la crisis, las autoridades de distintos países han adoptado medidas que en muchos casos sólo pueden calificarse de extraordinarias. Y, al mismo tiempo, se ha ido formulando y desarrollando un importante número de propuestas para reforzar el sistema financiero en el medio plazo, potenciando sus elementos más estabilizadores a través de las enseñanzas de la crisis.

Como supervisor y como banquero central deseo transmitirles un mensaje final de serenidad realista: aunque la situación por la que estamos atravesando no tiene parangón, creo que los problemas existentes, cuya seriedad es patente, tienen solución. O, en otras palabras, aunque no será rápido ni será fácil, estoy convencido de que superaremos esta crisis financiera global.

Creo que debemos confiar en que los instrumentos de intervención en los mercados (novedosos, amplios y potentes) que están siendo empleados por las autoridades de numerosos países (gobiernos, bancos centrales y supervisores) en un marco de estrecha colaboración y diálogo con los agentes privados, contribuyan a restablecer la normalidad en el funcionamiento de los mercados y del sistema financiero.

Pero estas actuaciones públicas no deben llevar a un debilitamiento del compromiso del sector privado. De ahí que sea imprescindible la asunción de las responsabilidades oportunas por parte de los accionistas y los gestores bancarios. A su vez, es vital que el margen de maniobra ganado gracias a la intervención pública no lleve a una relajación de la actitud de los gestores privados, máxime si tenemos en cuenta el complejo entorno en el que las entidades van a operar en los próximos meses. Esto es, deben aprovechar el respiro permitido por las medidas que se están adoptando para acometer aquellas acciones, por ejemplo de contención de costes y de reestructuración, que permitan superar esta fase cíclica con éxito. Como es evidente, la intervención pública es en este caso una condición necesaria, pero no suficiente, para el éxito.

Por último, creo que no es este el momento de concluir que el tiempo del mercado ya ha pasado y el del Estado ha llegado. Deducir de lo sucedido que, una vez superada la crisis, debemos ir a más Estado y menos mercado sería, a mi juicio, una lección errónea y peligrosa. Lo que necesitamos no es más, sino mejor Estado, y no menos, sino mejor mercado. Y para ello se precisa un sistema de regulación y supervisión financiera mejorado, que corrija los incentivos de los agentes privados a incurrir en los excesos del pasado y que permita un buen funcionamiento de los mercados financieros. Mercados que deben ser cada vez más globales, distribuir eficazmente los recursos y contar con un grado de estabilidad del que han carecido hasta el momento.

Esta es, pues, la tarea pendiente: mejorar el proceso de globalización financiera y no darlo por concluido o, mucho menos, hacerlo retroceder.

Muchas gracias.