

Madrid, 7 de julio de 2009

## **Discurso de apertura**

IX Encuentro Financiero Internacional Caja Madrid

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Gobernador

Muchas gracias por invitarme a inaugurar este IX Encuentro Financiero Internacional que se reúne, lamentablemente, en medio de una intensa crisis financiera y económica mundial. La economía española, además, ha de hacer frente a algunos desequilibrios propios que se fueron generando durante los últimos 15 años. De hecho, la crisis internacional incidió en nuestra economía en un momento muy delicado, cuando se había iniciado el proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados en esa larga etapa de crecimiento, lo que ha provocado, entre otros efectos, un extraordinario aumento del número de desempleados.

La situación española requiere tomar medidas de carácter estructural, que aborden reformas, tanto en el mercado laboral como en otros sectores productivos que precisan de un marco más competitivo y flexible. A su vez, el sector bancario deberá pasar por una reestructuración de la que debería salir redimensionado y fortalecido. Y todo ello sin olvidar las medidas necesarias para recuperar el imprescindible equilibrio presupuestario en el medio plazo.

En mis últimas intervenciones públicas me he extendido sobre estas cuestiones, porque considero que es fundamental adoptar ahora las reformas, para que, cuando la economía internacional se recupere, España no se encuentre con serias dificultades para converger con los países más desarrollados.

Hoy, sin embargo, centraré mi intervención en los dos aspectos que dan título a sus Encuentros: lo *financiero* y lo *internacional*.

La crisis actual ha puesto de manifiesto con crudeza las debilidades del modelo de sistema financiero que se había desarrollado espectacularmente a lo largo de los últimos años. Un sistema asentado en un creciente grado de globalización y en un continuo proceso de innovación financiera, y por ello, en principio, capaz de permitir una mayor eficiencia y de favorecer un mayor crecimiento económico.

Durante años eso fue así. Pero al final se ha constatado que este modelo cada vez más global y sofisticado tenía muchas debilidades y que las autoridades no fueron capaces de adaptarse con la suficiente rapidez y flexibilidad a estas nuevas realidades. Hoy conocemos bastante bien los fallos y errores que nos han llevado a la crisis.

Los bancos centrales pensaron que la lucha contra la inflación era suficiente, y ello derivó en un largo período de tipos de interés muy reducidos en Estados Unidos, pero también en Europa y en el resto del mundo. Esta política globalmente expansiva estimuló el crecimiento económico, pero contribuyó a crear la percepción, evidentemente equivocada, de que esos ritmos de crecimiento eran sostenibles en el tiempo. Los agentes económicos, ante la abundancia de liquidez y unos

tipos de interés tan reducidos, buscaron mayores rentabilidades, lo que en gran parte se sustentó en un amplio apalancamiento. Exceso de optimismo, mala valoración de los riesgos y un elevado apalancamiento son ingredientes presentes en casi todos los episodios de crisis financieras y sin duda están en el origen de la actual.

Los reguladores y supervisores financieros también han cometido errores durante estos años. La regulación no supo introducir incentivos para que los que participan en los mercados financieros tuvieran en cuenta el ciclo. Cuando las cosas van bien, todos quieren participar de la fiesta. El problema es cuando se acaba pensando que la fiesta no tiene fin, o peor, que cada vez la diversión será mayor. Por ello, la regulación financiera ha de introducir mecanismos que disminuyan la tendencia de los participantes en los mercados financieros a pensar sólo en el corto plazo, ignorando el ciclo económico.

Otro ejemplo destacado de los fallos en la regulación es la forma en que se ha desarrollado el proceso de titulización de activos, bajo el modelo de originar para distribuir. Así, se concedieron préstamos a clientes cuya capacidad de devolución era más que dudosa, préstamos que se empaquetaron y se distribuyeron por todo el sistema financiero. Esto parecía favorecer una gestión del riesgo más eficiente y flexible, pero lo cierto es que estos riesgos no acabaron en quienes los podían gestionar mejor, sino en quienes tenían un mayor apetito por asumirlos. Y en muchos casos las entidades que originaron o distribuyeron estos productos no estaban sometidas a ningún tipo de regulación ni supervisión.

Se falló también al no tener suficientemente en cuenta determinados riesgos, como el de liquidez, que claramente se había infravalorado. Tampoco se tuvieron suficientemente en cuenta los riesgos de carácter común; en ocasiones, las entidades consideradas individualmente no están especialmente expuestas a un determinado riesgo, pero el conjunto del sistema sí lo está. En otras palabras, se perdió la perspectiva del riesgo del sistema, aceptando la falacia de que si cada entidad es suficientemente robusta, entonces lo es también el sistema en su conjunto.

En otras ocasiones la regulación correcta existía, pero fue incorrecta su aplicación, como en el caso de las estructuras creadas fuera de los balances bancarios. La regulación contable internacional exigía su consolidación, pero la norma no se interpretó así en numerosos países. Al final se crearon bancos paralelos actuando fuera del ámbito regulatorio y supervisor, que asumían riesgos muy abultados, con estructuras financieras desajustadas en plazos y a los que sin embargo respaldaban entidades financieras integradas en el sistema regulado. Cuando las exposiciones a esos productos se revelaron problemáticas, tuvieron que ser asumidas por esas entidades financieras ocasionando los problemas por todos conocidos.

Finalmente, los principios de buen gobierno corporativo que se habían aprobado en los últimos años por diferentes instituciones nacionales e internacionales no han funcionado como debieran. Se ha puesto de manifiesto que la alta administración de muchas instituciones financieras ni entendía bien los productos en los que se estaba invirtiendo, ni tampoco los riesgos que la institución estaba asumiendo. Es decir, fracasaron en su tarea de administración y control. Y a ello se han de sumar unos esquemas de remuneraciones que se basaban en exceso en el logro de resultados contables en el corto plazo, sin importar el riesgo que dejaban tras de sí y alejados de objetivos con un horizonte más amplio y más coherente con la función que deben cumplir las entidades financieras.

Habrán visto ustedes que sólo he mencionado errores cometidos por las autoridades, esto es, por los banqueros centrales, los gobiernos, los reguladores y los supervisores. Y es porque son precisamente esos errores los que debemos corregir. Es verdad que detrás de esta crisis está también la codicia de muchos agentes del sector privado, lo que explica por ejemplo la conducta tanto de quienes estaban al frente de las entidades que alentaron la inversión en productos tóxicos, como la de muchos de los que invirtieron en esos productos tóxicos. Por otra parte, es innegable que la conducta de muchas familias y empresas, que en algunos países se endeudaron en exceso, también ha contribuido a agravar la crisis y va a retrasar la recuperación.

Todo esto es cierto: es verdad que detrás de la crisis está la conducta de muchos participantes en los mercados, pero, desde hace mucho tiempo, sabemos que la obligación del Estado y de las autoridades en general, a la hora de diseñar sus regulaciones, es tener en cuenta estas debilidades humanas y ese deseo irrefrenable de ganar más dinero o más poder. Adam Smith, el padre de la ciencia económica, nos alertó en su famoso libro de cómo no había que esperar nada de la benevolencia del carnicero, sino que la sociedad debería preocuparse de establecer un marco que obligara a los que participan en los mercados a servir a los intereses de todos. Son muy nobles los sermones que hemos escuchado en los últimos tiempos sobre la necesidad de que empresarios y banqueros reduzcan sus deseos de ganar dinero, pero no olvidemos que las buenas regulaciones son las que aseguran que la codicia de unos no dañe el bienestar del resto de los ciudadanos.

El daño causado por la crisis ha sido bastante generalizado y, la mayoría de los países son responsables, si no de todos, al menos de algunos de los errores cometidos. En España podemos felicitarnos por haber tenido una regulación y supervisión bancarias bastante conservadoras, pero a la vista de lo sucedido parece claro también que, a pesar de los esfuerzos de los distintos gobiernos, el hecho de haber mantenido las cuentas públicas en números rojos hasta el año 2004 y sólo haber contado con unos modestos superávits desde entonces hasta el año 2007 no fue

suficiente para compensar el efecto que, sobre los niveles de endeudamiento de todos los agentes, tuvieron los tipos reducidos que nos trajo la unión monetaria.

Pero hoy quiero atraer su atención sobre algo muy positivo que se está produciendo en estos momentos, y que debería alimentar un cierto optimismo sobre la especie humana. Porque, aunque es evidente que estamos sufriendo las consecuencias de muchos errores pasados de autoridades y gobiernos, también es verdad que la actual reacción a la crisis por parte de todos está yendo en el sentido adecuado, y creo que debemos celebrarlo.

Recordemos por un momento la reacción que desató la crisis de 1929, quizá la más comparable a la que estamos viviendo actualmente, y veremos que nos podemos felicitar al constatar que esta vez no se han cometido los errores de entonces.

La crisis de los años treinta dio lugar a dos tipos de reacciones nefastas que felizmente no se han producido en esta ocasión. Por un lado, hubo una reacción generalizada contra la economía de mercado, que se tradujo en un aumento extraordinario de la intervención del Estado en la asignación de recursos. Las nacionalizaciones, las intervenciones o la planificación estatal se impusieron en casi todas las economías. Por otro lado, se produjo también otra infortunada reacción, la tendencia de todos los países a encerrarse en sí mismos para buscar soluciones a la crisis, embarcándose en un nacionalismo económico cuyo rasgo más visible fue la explosión de proteccionismo, y que sin duda fue otro de los factores que sirvieron para intensificar y alargar la crisis económica de los años treinta.

No digo que entre las reacciones a la presente crisis no podamos encontrar algunos ejemplos de haber caído en la tentación de buscar de soluciones puramente nacionales o de haber incrementado el intervencionismo del Estado. Así, en los primeros momentos, algunos países que estaban en una situación muy complicada, reaccionaron en solitario, por ejemplo, en lo relativo a dar garantía absoluta a todos los depósitos. Otros nacionalizaron bancos o los recapitalizaron introduciendo elementos distorsionantes de la necesaria igualdad competitiva.

Pero lo cierto es que, hasta el momento, las autoridades públicas de la mayoría de los países han resistido con notable éxito las tendencias intervencionistas y nacionalistas, y se han dado pasos determinantes en la búsqueda de soluciones cooperativas en el ámbito financiero. Las cumbres de jefes de Estado y de Gobierno del G20, la primera de la cuales tuvo lugar en noviembre de 2008, son quizá el mejor símbolo de que la reacción a la crisis ha estado guiada por la idea de que la cooperación internacional es imprescindible. Pero ha habido muchas más actuaciones en esa línea. Al principio de la crisis, los bancos centrales actuaron de forma cooperativa para inyectar liquidez. En Europa, los jefes de Estado y de Gobierno alcanzaron en octubre de 2008 acuerdos

para un programa coordinado de medidas de actuación en el ámbito del sistema financiero y posteriormente transformaron el programa de trabajo del G-20 en una hoja de ruta para la UE.

Con la vista puesta en las reformas necesarias en el sistema financiero, el informe Larosière propuso crear dos estructuras para coordinar la vigilancia macroprudencial y la supervisión microprudencial en Europa, cuya puesta en marcha se está desarrollando mediante un trabajo interinstitucional entre la Comisión Europea, el Consejo y el Parlamento, con la colaboración del BCE, los comités de supervisión y los supervisores y bancos centrales nacionales. Se está trabajando en el Comité de Basilea a escala global y en el CEBS en el ámbito europeo para revisar los acuerdos de Basilea II, y el Consejo Internacional de Estándares de Contabilidad está avanzando en la revisión y la estandarización de las normas contables. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional está diseñando un ejercicio que debería permitir anticipar los focos de riesgo y vulnerabilidad -globales, nacionales o de instituciones individuales- que pudieran dar lugar a una crisis, proporcionando así una herramienta preventiva a las autoridades.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) es otro ejemplo del esfuerzo de cooperación internacional ante la crisis. En este organismo, heredero del Foro de Estabilidad Financiera se sientan ahora gobernadores de los bancos centrales, supervisores y secretarios de estado de los Ministerios de Economía de los países del G20, España incluida, así como algunos representantes de organismos internacionales. El pasado 26 de junio tuvo lugar su primera reunión en su nuevo formato y sus trabajos pueden servirnos de ejemplo de ese espíritu de trabajar juntos a nivel global.

En dicha reunión hubo acuerdo sobre la necesidad de consultar con el resto de miembros para desarrollar planes sobre posibles estrategias de salida de las políticas que se adoptaron como respuesta a la crisis en el ámbito del sistema financiero. Por otra parte, se intercambiaron experiencias sobre los ejercicios de estrés que ya han realizado o que prevén llevar a cabo, y se acordó continuar intercambiando información sobre los supuestos y las metodologías utilizadas en estos ejercicios.

Además, el Consejo hizo balance del progreso en la implantación de las recomendaciones realizadas con anterioridad en este mismo foro y en el ámbito del G-20. Entre otros temas tratados cabe resaltar la valoración del proceso de revisión de los estándares internacionales de contabilidad, que en los últimos meses ha avanzado en la línea de mejorar y simplificar la contabilización de los instrumentos financieros y de las provisiones por préstamos impagados. En este ámbito, se reiteró la necesidad de que las principales economías converjan en la regulación contable, se tengan en cuenta los posibles efectos procíclicos de las normas contables y se

exploren vías de diálogo técnico entre los responsables de la regulación contable, de una parte, y los reguladores de los mercados financieros y los supervisores prudenciales, de otra.

También se revisaron los progresos en el desarrollo de instrumentos que sirvan para aplicar lo que se denomina enfoque macroprudencial de la regulación y la supervisión. La actual crisis financiera ha puesto de manifiesto que hasta ahora la regulación y la supervisión se habían centrado en exceso en las entidades individuales, sin considerar suficientemente los riesgos para el conjunto del sistema.

Asimismo, el FSB analizó el proceso de revisión del ámbito o alcance de aplicación de la regulación financiera, que, de acuerdo con la opinión generalizada, debe incluir dentro de sus límites a instituciones, como los *hedge funds* y las agencias de *rating*, y a productos y mercados financieros que hasta ahora han estado sujetos a regulaciones excesivamente laxas; también se insistió en la importancia, no sólo de que existan unos estándares internacionales de regulación y supervisión, sino de que esos estándares se observen de una forma homogénea; se analizaron las iniciativas en curso para la creación de colegios de supervisores de distintos países, que deben permitir una supervisión mucho más efectiva de las entidades que operan a escala global; y por último, se revisaron las iniciativas para establecer unos sistemas de retribución más razonables en el sector financiero.

Como ven, el solo relato de lo tratado en la última reunión del FSB puede servir de ejemplo de cómo la cooperación internacional está progresando en múltiples foros e instituciones con el objetivo de construir entre todos un sistema financiero global más sólido.

Por otra parte, la crisis está obligando a revisar algunos paradigmas de la regulación que estaban vigentes antes de la misma. Las que parecían certezas sobre lo que se consideraba un funcionamiento correcto de los mercados financieros están sometidas hoy a profunda revisión. Pero felizmente este proceso de revisión está llevándose a cabo de forma pragmática, evitando los excesos que se derivan de posturas dogmáticas o ideologizadas. Sin duda, cuando la crisis irrumpió con toda su crudeza surgieron algunas voces pidiendo “más Estado y menos Mercado”, pero hay que reconocer que después han quedado relegadas a las páginas marginales de los periódicos. Si uno presta atención a cómo se está produciendo ese proceso de revisión de la regulación de los mercados financieros, observará que no se está actuando con un talante pretencioso o grandilocuente, sino con la modesta actitud de identificar lo que ha fallado y buscar soluciones a los problemas, adoptando siempre una postura pragmática y no ideologizada.

A veces pienso que, en este proceso de revisión de paradigmas en el que estamos inmersos, la razón por la cual nadie ha planteado seriamente la idea de los años treinta de contar con más

Estado y menos Mercado se debe, en buena parte, no sólo a que todos hemos aprendido del pasado, sino a que el principal rasgo que ha caracterizado a esta crisis ha sido justamente la interrupción del funcionamiento fluido de los mercados, hasta el punto de que algunos de ellos, como el de la titulaciones, prácticamente han desaparecido. Si tuviéramos que describir cuál es el principal problema del momento actual de la crisis del sistema financiero, no es precisamente que haya mucho mercado, sino, lamentablemente, que hay demasiado poco. Algunos mercados siguen funcionando mal y otros, para nuestra desgracia, han dejado de existir.

Por ello es tranquilizador que todos los países del Grupo de los 20 declararan en su primer comunicado que las medidas orientadas a estabilizar los mercados financieros y a asegurar que no vuelva a repetirse una crisis como la actual deben guiarse por la creencia compartida por todos sus miembros en que los principios del mercado, los regímenes abiertos de comercio y de inversión, así como los mercados financieros regulados de forma efectiva, son los que promueven el dinamismo, la innovación y la actividad emprendedora, y estos son los elementos esenciales para favorecer el crecimiento económico, el empleo y la reducción de la pobreza.

Y es que la función del Estado no es la de sustituir al Mercado; esto es, a los individuos y empresas que actúan en él, sino ocuparse precisamente de que los mercados funcionen con normalidad, de asegurar que no se paralicen, de que sirvan al interés general. Sólo excepcionalmente o transitoriamente, el Estado debe intervenir en la asignación de los recursos de una economía. La tarea esencial del Estado es la de establecer las reglas del juego y no la de intervenir en el mismo, dejando al mercado, esto es a los individuos y las empresas, decidir sobre la asignación de recursos. El Estado no debe entrometerse en la gestión de las compañías aéreas o las fábricas de alimentos enlatados, sino que debe ocuparse de su regulación, de que no se introduzcan productos tóxicos en las latas y se respete la seguridad de las aeronaves. De esta forma asegura algo que es fundamental para el funcionamiento de los mercados: la confianza de los que en ellos participan.

Por otra parte, muchos de los problemas que se han detectado en la regulación y la supervisión financiera provienen del otro extremo, de quienes negaban al Estado su función de promover el adecuado funcionamiento de los mercados y proclamaban que bastaba con la autorregulación de los mismos. Y es que así como el mercado es clave para el buen funcionamiento de las economías y no se ha inventado otro modelo mejor a la hora de asignar los recursos económicos, es equivocado pensar que los mercados pueden funcionar espontáneamente, sin que el Estado esté detrás, defendiendo e impulsando su buen funcionamiento a través de la regulación y la supervisión.



Refiriéndonos al sistema financiero, son muchos los ejemplos que se podrían dar de esa necesaria labor del Estado de ocuparse de que haya más y mejores mercados pero, en aras de la brevedad, comentaré sólo uno: la promoción de la transparencia.

El funcionamiento de los mercados financieros, como el de todos los mercados, es el resultado de las decisiones económicas que toman los agentes privados. Pero es obvio que para tomar una decisión correcta es necesario contar con la información relevante. Esto no quiere decir que no exista incertidumbre, sino que las decisiones han de estar bien fundadas.

Por lo tanto, la regulación financiera ha de asegurar que las entidades trasladen al mercado toda la información que es relevante para la toma informada de decisiones. Y que se garantice que esa información sea además fiable y transmitida a tiempo.

Esto exige que las entidades revelen información cuantitativa sobre su actividad que permita conocer qué riesgos están asumiendo, qué capacidad tienen para hacerles frente y qué resultados están obteniendo. Pero siendo esto importante, lo es en igual medida la información cualitativa que permita interpretar adecuadamente las cifras, conocer con qué criterios se están elaborando, que permitan entender la estrategia de negocio y que refleje también los procesos y medios de los que la entidad dispone para gestionar adecuadamente los elementos de riesgo inherentes al desarrollo de su actividad.

La crisis financiera actual ha demostrado que no ha existido la transparencia suficiente. La información no llegó bien al mercado. Un ejemplo claro es el relativo a los productos financieros más complejos desarrollados en los últimos años. Cuando los problemas se tornaron más acuciantes, a finales de 2008, no se sabía qué riesgos estaban asumiendo las diferentes instituciones financieras. En realidad, no se conocía quién estaba asumiendo esos riesgos. Ante esta situación, los participantes en los mercados reaccionaron como se hace siempre frente a lo desconocido: con desconfianza. Si no se puede discriminar entre quienes están más expuestos a los riesgos y quienes lo están menos, entre quienes han actuado con prudencia y los que no lo han hecho, la consecuencia es que se trata a todos por igual. Muchos mercados de financiación que hasta entonces habían sido clave se cerraron o dejaron de funcionar correctamente por la ausencia de la información necesaria y se trató indiscriminadamente a unos y a otros, fomentando problemas en entidades e instituciones que, probablemente, no los tenían o los padecían en menor medida.

Los reguladores y supervisores están teniendo todo esto en cuenta. Se está trabajando en diferentes ámbitos, como por ejemplo en el desarrollo de Basilea II, cuyo tercer pilar aborda precisamente la necesidad de informar a los mercados. Los reguladores contables y los de las

agencias de *rating* también se preocupan de estas cuestiones, y conceden una importancia creciente a exigir una explicación adecuada acerca de cómo y bajo qué criterios se generan la información que se transmite al mercado.

Esta labor colectiva orientada a mejorar la transparencia es sólo un ejemplo del notable esfuerzo de cooperación internacional que se está desarrollando para avanzar hacia un nuevo modelo de sistema financiero, para identificar los fallos y para proponer cambios en materia de regulación y supervisión con el ánimo de solventar dichas deficiencias. Y ese proceso de transformación se está realizando sobre la base de los principios a los que me he referido anteriormente: favorecer el funcionamiento del mercado subsanando los problemas que se detecten, y a la vez, intentar que las respuestas nacionales no frenen la deseable globalización del sistema financiero. Más y mejores mercados, más y mejor cooperación internacional es lo que necesitamos y lo que, felizmente, se está tratando de construir entre todos.

Es cierto que pocas de estas propuestas de cambio en la regulación y la supervisión van a servir para salir de la crisis. La mayoría están pensadas para evitar que se vuelva a producir otra de similares características. La salida de la crisis tiene más que ver con el acierto en las políticas macroeconómicas -la monetaria y la fiscal,- así como en las de apoyo del sistema financiero o en las reformas estructurales, tan imprescindibles en muchos países. Hoy la mayoría de las instituciones que elaboran previsiones coincidimos en que la recuperación de la economía mundial se podría producir en torno al principio del año que viene. Pero los niveles de incertidumbre son enormes. Hay un proverbio chino que cuenta que no se puede decir que un hombre ha sido feliz hasta que haya cumplido el último día de su vida. Y probablemente deberíamos mostrar la misma cautela a la hora de certificar la salida de la crisis.

Pero el hecho de que las autoridades de los principales países del mundo hayan coincidido en la orientación de los esfuerzos para mejorar la regulación y la supervisión del sistema financiero – más cooperación internacional y más economía de mercado - es muy positivo y debemos celebrarlo. Con ello se aleja el que podría ser el peor de los escenarios de reacción a la crisis: la desglobalización del sistema financiero. Parece que hemos aprendido de los años treinta que las peores consecuencias de una crisis no vienen tanto de la crisis en sí como de las inadecuadas reacciones a la misma, que la pueden agravar y prolongar. Por ello, en el caso que la crisis se prolongara más de lo que deseamos, deberíamos seguir resistiendo las llamadas al aislacionismo y al intervencionismo. Hasta la fecha los pesimistas se han equivocado. La humanidad no ha tropezado dos veces en la misma piedra.

De momento.

Muchas gracias.