

D. Ramón Guzmán Zapater
Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional

“Lecciones de la crisis: La perspectiva del FMI”

Buenos días. Ante todo quisiera agradecer la invitación para participar en estas Jornadas de la Abogacía del Estado, jornadas que encuentro especialmente útiles en estos momentos en que el grueso de la regulación nacional e internacional sobre el sistema bancario y financiero se encuentra inmerso en un proceso de profunda revisión. Me corresponde un papel difícil, restringirme a quince minutos para presentar una panorámica general de la crisis, tal y como ha sido entendida por el Fondo Monetario Internacional. Necesariamente tendré que pasar al galope por debates que, por otra parte, estoy seguro que la audiencia conoce. Me ceñiré en la presentación a hablar de las causas de la crisis, siguiendo el diagnóstico del Fondo Monetario, para describir a continuación la reacción, tanto de la Comunidad Internacional como del Fondo Monetario, a la misma y, en un tercer punto, muy brevemente, enumerar algunos problemas esenciales para el diseño de la regulación óptima de un sistema financiero más estable y más eficiente.

1.- La crisis es producto de una combinación de fallos de mercado, fallos de regulación y supervisión del sistema financiero, y fallos en el diseño y ejecución de la política económica. Si bien hablar con precisión sobre las causas de la crisis financiera internacional requeriría una conferencia monográfica, en los meses transcurridos desde su eclosión puede decirse que ha emergido un diagnóstico relativamente consensuado. Aunque no existe unanimidad a la hora de ponderar el peso de uno u otro factor en los acontecimientos, y, -quizás más preocupante-, las escuelas divergen sobre la manera de acometer su corrección, la lista de causas es conocida y puedo enumerarlas con cierta tranquilidad.

En primer lugar, la política monetaria. Los siete años de bajos tipos de interés, alto crecimiento y baja volatilidad que preceden al 2007-08, con una política monetaria laxa en las principales áreas monetarias, producen un escenario generalizado de tipos de interés muy bajos. Esa política, necesaria para estimular la economía tras la breve recesión del 2001, se prolongó probablemente demasiado y trajo un incremento del crédito global desmesurado. En el sistema financiero los tipos de interés muy bajos generan una compresión de los márgenes de intermediación de la banca que incentiva a los intermediarios financieros a, por una parte, hacer crecer su cartera de operaciones, por otra, a buscar rendimientos e incrementar el riesgo, y finalmente, facilita el incremento de los grados de apalancamiento de cada inversión/préstamo, acciones que ayudan a mantener y/o aumentar los niveles de beneficios.

La búsqueda de rendimientos se materializa también en un proceso de innovación financiera que crea modelos de negocio y productos complejos y opacos que supuestamente contribuyen a atomizar y distribuir el riesgo, si bien hoy sabemos que simplemente lo ocultan. Esta es la base del segundo gran factor en la crisis, el fallo de mercado o privado, la sistemática infravaloración del riesgo, por parte de las entidades financieras. Se produce un desprecio palmario de los riesgos extremos y se extiende una confianza ciega en los rating de las agencias sobre las inversiones y las securities que las representaban. Las causas últimas de estos fallos de mercado residen en parte en elementos del gobierno interno de las entidades y de sus procesos de control de riesgos (sistemas de compensación cortoplacistas y técnicas de evaluación de riesgos por ejemplo), y en aspectos de mercado (ausencia de transparencia en las transacciones de algunos títulos) en los que no puedo entrar.

Los factores citados se combinan catastróficamente con un fallo público tanto en la regulación del sistema financiero como en la supervisión de sus actividades. El fallo de supervisión y de

regulación a su vez tiene su causa última en la confianza en que la disciplina del mercado contendría el riesgo agregado en niveles aceptables. El supervisor se enfrenta a un problema de información, desconoce la operación del denominado sistema bancario en la sombra (actividades fuera de balance y de las entidades no reguladas), y tiene como mucho un conocimiento grosero de los títulos no negociados en Bolsa, sino over the counter. Demasiados riesgos se escapan a la supervisión y por lo tanto la regulación no puede corregir tendencias peligrosas. Ex ante, los vacíos normativos y la creatividad de la propia innovación financiera dejaron al supervisor inerme ante los acontecimientos. La supervisión tradicional por lo demás se caracterizaba por una concentración excesiva en la estabilidad individual de cada una de las entidades financieras, y carecía de una perspectiva más amplia que se dirigiese a medir y controlar los niveles de riesgo agregado o sistémico que pudieran materializarse por una crisis de liquidez o de solvencia en una u otra parte del sistema.

Estos son las piezas fundamentales del diagnóstico. Además ha habido factores aceleradores, como el carácter pro-cíclico de las regulaciones de capital mínimo o de valoración contable de los activos, o los fallos en los mecanismos de resolución de crisis que produjeron un agravamiento de la crisis. A partir de un momento dado la coordinación internacional y las soluciones domésticas produjeron una intervención pública generalmente eficaz hasta el día de hoy.

La crisis comienza en el verano del 2007 y se plasma en un incremento gradual de los costes de financiación para la banca y de la volatilidad en los mercados. Tras la quiebra de Lehman Brothers la tensión que venía creciendo a lo largo todo el 2008 estalla en una crisis de confianza de dimensiones sin precedente. La incertidumbre sobre la solvencia de los bancos hace que los costes de fondeo en el interbancario alcance niveles prohibitivos. Los bancos más afectados por la incertidumbre carecen de liquidez. Bancos centrales y los gobiernos adoptan un conjunto de medidas sin precedentes y, a lo largo del 2008/2009 se evita el desastre. A modo de ejemplo se pueden señalar las ventanillas de liquidez de los grandes bancos centrales, los swaps de la Reserva Federal americana con países emergentes, garantías soberanas prestadas a la emisión de deuda por los bancos, incluso toma de capital en los más afectados, las cumbres del G20 con la enorme dotación de recursos al FMI, la creación de la FCL por el propio FMI (Línea de Crédito Flexible) o la publicación de los estrés test del Tesoro americano sobre sus grandes bancos. Todas estas intervenciones, absolutamente excepcionales, no solo garantizaron la liquidez y la solvencia de un sistema bancario repentinamente secado, sino que actuaron sobre la confianza de los mercados como una inequívoca señal pública, y en esa medida condujeron a sensibles reducciones en el grado de incertidumbre y el pánico que atenazaba los mercados financieros.

Inevitablemente se produce un desplome de la actividad económica, no solo por la restricción progresiva del crédito al consumidor y a la empresa, sino más simplemente porque el contexto de incertidumbre en que vivíamos solo recomendaba atrasar decisiones de consumo o inversión. Las últimas previsiones del Fondo, de octubre, parecen confirmar que la mayoría de países avanzados empieza a recuperarse. Es importante saber que este es un proceso de recuperación extremadamente frágil, dependiente de las ayudas públicas y de los estímulos fiscales, y que será largo. Los países emergentes parecen rebotar con más fuerza. En cuanto al sistema financiero, aunque su situación es mejor que hace unos meses, es todavía extremadamente delicada, dependiente de las ayudas públicas en varios países. Además, el proceso de saneamiento de balances no ha terminado y los mercados de titulización no funcionan con normalidad. Si bien se ve la luz al final del túnel, lo cierto es que nada será igual del otro lado.

2.- Reacción del FMI a la crisis. Conviene precisar las misiones del FMI para comprender su papel pre y post crisis. En primer lugar, el Fondo no es un organismo regulatorio ni tiene competencias directas supervisoras. El Fondo financia a países cuando entran en crisis de pagos, cuando necesitan divisas porque su relación con el exterior está en una situación de máximo estrés; y actúa además a modo de supervisor de la estabilidad monetaria internacional (desde una perspectiva amplia entonces, resultó ser un supervisor tan ineficaz como todos los demás). Además, el FMI desarrolla una actividad muy importante como plataforma de coordinación de la política económica y, -más aún en el contexto de esta crisis-, como secretariado técnico del G7 (ahora del G20, quizás el mayor cambio en la arquitectura financiera internacional), emitiendo recomendaciones a las autoridades de los países.

Desde esta posición de asesor y plataforma de coordinación de políticas, el FMI hizo tres recomendaciones generales a la comunidad internacional tras el estallido de la crisis en octubre del año pasado. Lo primero y primordial era restaurar la salud del sistema financiero; en el gran debate sobre la conveniencia de extirpar los activos tóxicos del balance o la necesidad de inyectar capital y en momentos de confusión sobre cuáles eran las medidas más eficaces para estabilizar a los bancos en los países avanzados, el FMI adoptó una posición ecléctica, sugiriendo que en función de las características de cada país y de las circunstancias de cada sistema bancario, todas las combinaciones de actuación podían ser justificadas, rechazando una solución apriorística. En cuanto a políticas macro el Fondo ha sido el gran abogado de una fuerte expansión de la política monetaria y de la política fiscal para sostener la demanda y reactivar el proceso de crecimiento, detenido a raíz de la crisis.

Un resumen de las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en algunos países, permite entender la dimensión del problema y la variedad de soluciones a que recurrieron las autoridades nacionales, crecientemente coordinadas a través del G20 y en Europa. A modo de ejemplo el Reino Unido se ha gastado por adelantado el 20% del Producto Bruto, en distintos tipos de ayudas: inyecciones de capital, compra de activos o préstamos por parte del Tesoro, garantías a las emisiones de deuda de los bancos o provisiones de liquidez, por parte del Banco Central. Aun teniendo en cuenta la provisión de liquidez por parte del Banco Central Europeo, España compara relativamente bien. El conjunto de ayudas para el sistema bancario español es menor en términos relativos y además las medidas han sido poco utilizadas relativamente, por el mejor estado de solvencia y liquidez de nuestro sistema.

En su rol más propio y esencial, derivado directamente de su mandato original, el FMI acudió rápidamente a asistir a los países en crisis (inicialmente sobretudo países con graves problemas de pagos en Centro y Este de Europa): incrementó notablemente el volumen de préstamos, tanto total como unitario. El préstamo unitario del Fondo a sus Países Miembros se ha multiplicado por cinco en estos meses mediante un incremento del nivel de acceso a los recursos. Además se ha reformado el instrumental de préstamos, para hacerse mucho más fácil recurrir al Fondo Monetario (suavizando la condicionalidad asociada a cada préstamo). Se ha creado una línea -que mencionaba antes- la Flexible Credit Line, que permite a países con buena conducción de la política macroeconómica recurrir a préstamos del Fondo, sin necesidad de establecer una condicionalidad previa.

Por otra parte, el incremento de los recursos aprobados en el G20 de Londres, fue una señal añadida de confianza a los mercados, con un impacto muy sustantivo en la estabilización de la situación en los países emergentes a partir del mes de abril. El Fondo disponía aproximadamente de doscientos cincuenta mil millones de dólares para prestar y el G20 acordó dotarlo con otros quinientos mil millones. Además, el Fondo Monetario aprobó la asignación de doscientos cincuenta mil millones de derechos especiales de giro (DEGs), un activo de reserva especial hasta entonces poco utilizado. El efecto inmediato fue un

incremento de las reservas internacionales de los Bancos Centrales de todos los países del mundo. Naturalmente los DEG no significaron una contribución crucial a la solución de la crisis en los países más grandes, pero para muchos países pequeños y medianos la asignación fue una dotación de tranquilidad y un aumento significativo de su margen de maniobra.

Para entender la dimensión del cambio en las operaciones del FMI conviene recordar que en el 2006 el Fondo tenía una cartera de préstamos de unos siete mil millones de dólares, aproximadamente el mismo balance que la Caja de Burgos. Antes de la crisis el Fondo era una institución que languidecía en la escena multilateral internacional. En la era de la “gran moderación” sus facultades como mecanismo interventor anti-crisis parecían ser el residuo de un orden económico pretérito, solo necesarias en países de bajo ingreso y de escasa capacidad de gestión de las políticas económicas. La mayoría de los países emergentes o en desarrollo y por supuesto el mundo avanzado, habría aprendido de crisis pasadas y el FMI parecía redundante en esa medida. Era además una institución incómoda en tanto que su mensaje de ortodoxia económica la sometía permanentemente a la crítica de la sociedad civil progresista.

Las recomendaciones detalladas de política del Fondo son el correlato del diagnóstico, con más énfasis en uno u otro de los factores causantes de la crisis. Me interesa destacar dos

a) la política monetaria debe sufrir un cambio sustantivo, fundacional -diría yo- a partir de esta crisis. El gestor de la misma no podrá dejar de monitorear la estabilidad financiera, y deberá adoptar un objetivo, siquiera indicativo, macro financiero de estabilidad, el crecimiento del crédito. De alguna manera además, la política monetaria deberá colaborar a la instrumentación de una reacción ante los incrementos en el riesgo agregado o en el riesgo sistémico.

b) Cualquiera que haya sido la importancia del papel de los desequilibrios globales en esta crisis (el FMI la considera limitada), esta cuestión está muy presente en todos los análisis por su potencial desestabilizador. Como saben, la acumulación de ahorro en los países exportadores, -sobretudo China y los países exportadores de petróleo-, introduce un enorme nivel de liquidez en las economías avanzadas, sobre todo en los grandes consumidores (des-ahorradores) como Estados Unidos. Es, en ese sentido, contribuyente neto a ese clima de intereses bajísimos y, en esa medida, la rectificación de esos patrones de demanda mundiales es una prioridad de la coordinación de esfuerzos internacional.

Respecto de las recomendaciones en regulación y supervisión me limitaré a poner énfasis en el tema de la información. Esta crisis se gestó, desde el punto de vista del Fondo Monetario, fundamentalmente en defectos regulatorios y de supervisión, por una ausencia de información y de control sobre los niveles de riesgo en el sistema. Todas las medidas dirigidas a mejorar la transparencia del sistema financiero, -temas de información, perímetro de regulación y supervisión, transparencia de precios y mercados-, son aquellos en los que más énfasis ha venido poniendo el Fondo Monetario a lo largo de estos meses.

3.- En paralelo a los esfuerzos dirigidos a la estabilización y recuperación de las economías, el Fondo participa en el conjunto de debates internacionales dedicados a definir el sistema financiero que queremos darnos para el futuro. El objetivo puede definirse con una perspectiva amplia como la búsqueda de una regulación y una supervisión que minimicen la inestabilidad y gobiernen un sistema financiero eficiente y al servicio de la economía real. Es ésta una decisión crucial para el crecimiento potencial y aunque existe urgencia en terminar la tarea, por un imperativo político y social, la complejidad de las decisiones explica la lentitud

de los progresos. La prudencia recomienda cautela; lo prioritario en estos momentos es salir de la crisis y sanear el sistema financiero, y ninguna de las dos cuestiones está resuelta. En todo caso, las soluciones que encontremos para muchos de estos problemas han de ser coordinadas internacionalmente, o carecerán de eficacia alguna. Por último conviene saber que en muchos de estos debates estamos entrando en un territorio donde existe bastante poca literatura y menos evidencia empírica para sustentar las propuestas de acción.

Además, no es inhabitual que cualquier discusión en estos puntos venga preñada de ideología. Me limito aquí a exponer una opinión personal. Entiendo que lo que la sociedad necesita es recuperar un sistema financiero potente y eficaz, pero también seguro y estable. Desde esta perspectiva la gran víctima de esta crisis son los mercados de activos titulizados. El negocio financiero desintermediado va a verse revisado profundamente y los mercados de productos complejos y opacos no se recuperarán, y es deseable que así sea. Ahora bien, hemos regresado a un nivel de titulización del negocio financiero parecido al del año 2000, y esto implica riqueza perdida y potencial de crecimiento perdido. Esto es precisamente lo contrario de lo que sucedía en crisis bancarias pasadas, cuando florecía la desintermediación como resultado de los problemas del negocio bancario tradicional. Ahora necesitamos más que nunca un sistema financiero regulado, controlado, pero no ahogado por una institucionalidad que asfixie su capacidad de captar recursos de los ahorradores y trasladarlos a los inversores.

Un ejemplo de la problemática económica que subyace los debates a día de hoy es la cuestión del tratamiento a dar a las entidades sistémicas, tema candente en España por el tamaño de nuestros dos grandes bancos. Las entidades sistémicas se suelen definir como aquellas a las que hay que salvar cuando tienen problemas, por las consecuencias que tendría dejarlas quebrar para el resto de la economía. Ahora bien, esta definición ex post carece de valor desde el punto de vista del establecimiento de pautas de regulación y supervisión de las mismas. Solo una definición ex-ante arroja alguna luz. El Fondo Monetario, en un estudio conjunto con el Consejo de Estabilidad Financiera, definió las entidades sistémicas como aquellas que, bien por su tamaño, por su grado de interconexión con el resto de la economía o del sistema financiero o por la naturaleza única del papel que juegan, deben ser rescatadas en caso de crisis. Como saben, el hecho de que estas entidades, sepan o intuyan que en caso de fracasar el Estado acudirá a su rescate genera todo un conjunto de problemas que se estudian en la literatura de seguros y bancaria bajo el epígrafe del “riesgo moral”. Resumiéndolos, por un lado ese seguro tácito es un incentivo perverso a la toma de riesgos, pero además un problema de equidad social (apropiación de beneficios en bonanza, reparto de pérdidas en crisis) y una distorsión muy fuerte de la competencia (menores costes de fondeo para los bancos grandes).

Pero no existen soluciones sencillas a esta problemática. El argumento extremo contra el “riesgo moral”, en el cual quizás nadie crea ya, implicaría una prohibición de ayudar a ninguna entidad. El ejemplo práctico que se opone a estos planteamientos es que equivalen a denegar el tratamiento al fumador en los sistemas de salud pública cuando sufre un infarto y su vida está en juego. En realidad el tratamiento tradicional que tenía este fenómeno era el mismo que el elefante en la salita, esa anécdota tan inglesa donde por discreción y para no molestarlo, una familia calla mientras comparte su té con un elefante. Del elefante no se habla, simplemente está allí. Ésta era la proposición central de los interventores y de las autoridades financieras. Lo más que podía trascender es que, llegado un caso de quiebra de una entidad de este tamaño, el sistema de Garantía de Depósitos se haría cargo de los depósitos y la intervención decidiría qué hacer con el capital y el resto del pasivo de ese banco, para liquidarlo de la manera más ordenada posible. Lo más probable, naturalmente, es que nunca se liquidase, que las autoridades lo salvaran, pero de eso, ya digo, no se hablaba.

El problema no es solo teórico, es también práctico, en cuanto a la aplicación de la definición misma de qué es una entidad sistémica. En este sentido ésta crisis no parece causada por entidades sistémicas, más bien pareciera una crisis causada por modelos de negocio complicados, por opacidad en la generación de productos y por problemas de información – como decía antes-. Entonces, la definición de lo que es una entidad sistémica podría ser incompleta si no contempla todos los factores relevantes para su contribución al riesgo del sistema.

Sea como fuere, el Consejo de Estabilidad Financiera está barajando cinco o seis mecanismos para dar un tratamiento específico a los bancos sistémicos. Las iniciativas se dividen entre las que se dirigen a prevenir la quiebra de estas instituciones y aquellas que pretenden ayudar a establecer mecanismos de quiebra ordenados o a que las propias entidades concurren a compartir el coste de su rescate. Un requerimiento de capital, capital contingente, la creación de fondos, el establecimiento de impuestos (se ha hablado del retorno de la Tasa Tobin), testamentos en vida, y separación de actividades o partición etc., de todo esto hablarán mis colegas más a fondo. Todas estas medidas son, tomadas una a una, de eficacia incierta, todas tienen ventajas e inconvenientes. Es muy importante tener una visión global de las mismas antes de adoptar una u otra. La suma de costes operativos a imponer a la banca (ratio de capital, de liquidez, de apalancamiento, tasa por tamaño, nuevos requisitos contables o de control de riesgos, estandarización de productos y creación de bolsas, living wills etc.) no debería asfixiar al negocio bancario si queremos retornar rápidamente a una senda de crecimiento.

La normativa contable es otra muestra de la complejidad de los debates. Se trata de corregir el impacto pro cíclico que ha tenido durante la crisis el hecho de que algunos títulos en el activo de los bancos tuvieran que registrarse contablemente a precio de mercado. Es preciso encontrar un balance entre la necesidad de tener una contabilidad que sea fiel reflejo de la realidad patrimonial de cada institución financiera, y que por otro lado, no contribuya a exacerbar el ciclo acelerando el deterioro de la situación de una institución. A este respecto importa destacar que existen un problema de armonización de normativas contables a uno y otro lado del Atlántico, del cual puede ser reflejo la última estimación de pérdidas en los bancos. El FMI estima que el 60% de las pérdidas totales estimadas en la banca estadounidense ya se ha materializado o se ha provisionado, el 40% está pendiente. En cambio, en el área Euro la proporción se invierte, solo el 40% de las pérdidas han sido reconocidas o cubiertas por provisiones. Esto habla de una velocidad de saneamiento de los balances manifiestamente distinta en un período de tiempo idéntico. La importancia de un saneamiento rápido no puede infravalorarse, si bien el proceso de reactivación del crédito tras una crisis de esta naturaleza puede prolongarse (unos dos años en crisis pasadas), una mala gestión pública puede alargar el desapalancamiento y abrigar lo que se llama en terminología más vulgar, “bancos zombi”, que mantienen en su balance esos activos tóxicos o esos activos deteriorados por bastante tiempo.

Me limito en conclusión a apuntar a la complejidad de todos estos debates y a destacar que es imprescindible hacer un análisis coste beneficio pausado del conjunto de las medidas que se quieran imponer a la banca, porque el impacto sobre su capacidad de actuación y su operatividad va a ser muy grande.

Muchas gracias.