

BANCO DE **ESPAÑA**



Madrid, 30 de noviembre de 2006

Discurso Inaugural
Conferencia sobre "Integración y estabilidad financieras en Europa"

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador del Banco de España

Buenos días, señoras y señores. Permítanme, en primer lugar, darles la bienvenida. Nos sentimos realmente muy honrados de celebrar esta conferencia en la sede del Banco de España en Madrid.

Algunos de ustedes quizá son demasiado jóvenes para recordarlo, pero fue aquí en Madrid, en el año 1989, donde el Consejo Europeo decidió iniciar la primera fase de la Unión Económica y Monetaria, contemplada en el Informe Delors, que constituyó el catalizador del proceso de creación de la UEM. Me gustaría comenzar hoy mi intervención con una cita de dicho informe, una cita que se refiere a la integración financiera y que, simplificando, dice lo siguiente:

Mediante la aprobación y entrada en vigor de las oportunas directivas comunitarias, se realizará plenamente el objetivo de crear una zona financiera única, en la que sea posible la libre circulación de todo tipo de instrumentos monetarios y financieros y en la que la prestación de servicios financieros en el ámbito de los bancos, los seguros y los valores mobiliarios se realizará de manera uniforme en toda el área.

En esta cita pueden apreciar la atractiva sencillez con que el informe define lo que es un mercado financiero integrado: un mercado en el que todos los instrumentos monetarios y financieros circulan libremente y en el que los servicios bancarios, de valores y de seguros se ofrecen de manera uniforme.

No obstante, la palabra «uniforme» podría sonarnos un poco extraña hoy día, cuando preferimos utilizar términos más suaves como «convergencia». Ahora bien, es evidente que el Sr. Delors no estaba pensando en la uniformidad de los propios servicios, sino más bien en la necesidad de velar por que dichos servicios se ofrecieran y se pudiera acceder a ellos en igualdad de condiciones en toda la UE.

Lo que es notable es que el Sr. Delors se estaba refiriendo a las medidas que deberían adoptarse en la primera fase de la UEM. Esperaba que el mercado financiero integrado fuese ya una realidad al inicio del proceso de la UEM, antes de pasar a las etapas siguientes. Han transcurrido casi 17 años desde que se pusiera en marcha la primera fase y hace casi ocho años que iniciamos la

tercera. La UEM ha demostrado ser un éxito, pero la zona financiera única que se define en el Informe Delors aún no se ha conseguido plenamente.

Claro está que se han logrado progresos impresionantes en algunos ámbitos, por ejemplo, en el de los mercados monetarios europeos, y que se ha avanzado bastante en otros, como en los mercados de renta fija privada y de deuda pública.

Sin embargo, en algunas áreas la situación aún dista mucho de la idea de integración propuesta por el Sr. Delors.

Si nos centramos en los mercados bursátiles, por ejemplo, es cierto que se ha observado un descenso en el sesgo nacional de las carteras de los inversores. Pero el nivel general de dicho sesgo sigue siendo elevado, lo que indica la persistencia de un alto grado de fragmentación.

Por otra parte, los avances han sido muy limitados en el sector de los servicios financieros al por menor, en el que la prestación transfronteriza de dichos servicios es todavía casi simbólica.

Además, si bien ha continuado la concentración de los intermediarios financieros a escala nacional, la actividad internacional en materia de fusiones y adquisiciones no ha sido tan intensa como cabría esperar, tal y como ha señalado la Comisión Europea. Es evidente que hay excepciones, entre las que destaca por su cercanía la adquisición de Abbey en el Reino Unido por el Banco de Santander.

Ahora bien, ¿en qué afecta todo esto a los bancos centrales? ¿Deberíamos preocuparnos por la falta de avances? ¿Deberíamos fomentar activamente una mayor integración financiera? La cita del Informe Delors que mencioné al comienzo de mi intervención nos haría pensar en una respuesta afirmativa. De hecho, desde la perspectiva de la UEM es obvio que es deseable una mayor integración financiera.

¿Y por qué es deseable? Porque, en general, cuanto mayor sea el grado de integración financiera en la UEM, mayor será también la homogeneidad con que se transmitirán las decisiones de política monetaria a todos los países miembros.

A este respecto, la integración de los mercados monetarios es un hito importante por ser, precisamente, en este nivel del sistema financiero en el que se distribuye la liquidez de los bancos centrales y se transmiten las decisiones de política monetaria a los tipos de interés a corto plazo.

Del mismo modo, la falta de integración de los mercados al por menor es motivo de preocupación, ya que los bancos constituyen el pilar de la estructura financiera europea. Por lo tanto, la banca minorista desempeña un papel crucial en la transmisión de los impulsos de la política monetaria única en la UEM a los tipos de interés que, efectivamente, influyen en las decisiones de gasto de los hogares y las empresas.

Pero, aparte de nuestro interés en que la política monetaria se transmita de modo eficaz, existe un motivo más general por el que los bancos centrales desean una mayor integración.

En última instancia, el objetivo primordial de un banco central, como el de cualquier otra autoridad pública, es mejorar el bienestar de los ciudadanos. La evidencia empírica demuestra que la integración financiera tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico y, por consiguiente, sobre el bienestar. La Comisión Europea, London Economics y diversos investigadores nos han proporcionado interesantes estudios en los que se estima que la completa eliminación de las barreras nacionales en los mercados financieros europeos se traduciría en un incremento a largo plazo del crecimiento del PIB, que podría cifrarse hasta en un punto porcentual.

También se dispone de evidencia para Estados Unidos que apunta en la misma dirección y que se basa en el análisis de los efectos que tuvo la supresión de las restricciones a las que se enfrentaban los bancos para abrir sucursales fuera de su Estados o participar en la estructura de propiedad de entidades radicadas en Estados diferentes del propio.

Estos dos aspectos —transmisión de la política monetaria y mejora del bienestar de los ciudadanos— explican los esfuerzos realizados por los bancos centrales para contribuir al proceso de integración, aunque, en realidad, son la Comisión Europea y las fuerzas del mercado quienes han de llevar la iniciativa.

El ejemplo más palpable de la contribución de los bancos centrales quizá sea la creación de TARGET, auspiciado por el Eurosistema e introducido al comienzo de la tercera fase de la UEM con el fin de integrar el sistema de grandes pagos en toda la zona del euro. Es un hecho ampliamente reconocido que su éxito ha desempeñado un papel crucial en la integración de los mercados interbancarios de Europa.

Sin embargo, el mandato de la mayoría de los bancos centrales, incluidos, evidentemente, el Eurosistema y el Banco de España, recoge también otros objetivos. En este contexto, destaca un aspecto que merece especial atención. Me refiero, claro está, a la función de promover la estabilidad financiera.

Es precisamente en este ámbito donde el impacto de la integración financiera es menos evidente. ¿Fomenta la integración financiera la estabilidad financiera o, por el contrario, la pone en peligro?

De hecho, mientras que los investigadores han prestado gran atención a los efectos de una mayor integración sobre la renta per cápita y sobre la eficiencia de la transmisión de la política monetaria, no se ha estudiado suficientemente el impacto de la integración financiera sobre la estabilidad financiera. Esa es la razón por la que estamos celebrando esta conferencia.

A pesar de este déficit de investigación, parece claro que existen algunas áreas en las que la integración financiera favorece la estabilidad financiera.

En primer lugar, un sistema financiero más integrado brinda más oportunidades a inversores, prestamistas y prestatarios para diversificar los diferentes riesgos que conllevan sus decisiones financieras. Gracias a esa diversificación, estos agentes deberían verse menos expuestos a perturbaciones idiosincrásicas, los precios de los activos y los flujos financieros deberían tener un comportamiento menos errático y, como resultado, debería reducirse el riesgo de crisis financieras.

En segundo lugar, en un sistema más integrado, a los intermediarios financieros les resultaría más fácil crecer y, al mismo tiempo, con la ampliación de sus mercados potenciales, tendrían un incentivo para ello. Por lo tanto, unas instituciones más grandes estarían en mejor situación para

aprovechar las ventajas de unas mayores economías de escala y también aumentarían su fortaleza financiera para hacer frente a posibles perturbaciones.

Pero, lamentablemente, en economía no hay nada gratis y la integración financiera también puede tener efectos negativos sobre la estabilidad financiera.

Así, unos mercados financieros plenamente integrados facilitan la propagación más rápida de las perturbaciones entre los participantes en el mercado, afectando, con ello, a una mayor diversidad y cantidad de participantes. Las probabilidades de contagio aumentan.

Del mismo modo, cuanto mayor sea el tamaño de una institución, mayores serán las probabilidades de que llegue a ser relevante desde el punto de vista sistémico, lo que obviamente repercutiría en la estabilidad financiera en caso de que tenga problemas.

Además, cuanto más operen las instituciones a escala internacional, más se propagarán allende sus fronteras los riesgos asociados a su actividad.

A pesar de los retos que un sistema cada vez más integrado plantea para la estabilidad financiera, quisiera subrayar que, hasta el momento, la experiencia parece positiva tanto para España como para la economía mundial, pero es evidente que conviene profundizar en el estudio de estos aspectos. La pregunta obvia e inmediata es la siguiente: ¿podemos mitigar los efectos potencialmente negativos de la integración sobre la estabilidad financiera para aprovechar plenamente las ventajas que he citado anteriormente?

Las autoridades supervisoras son las responsables de hacer frente a los riesgos que he mencionado, pero no es una tarea fácil. A pesar de la existencia de legislación común de la UE en muchas áreas clave, la organización de la supervisión continúa realizándose en el ámbito nacional, lo que plantea dos retos fundamentales.

En primer lugar, ello significa que a los supervisores no les resulta fácil identificar todos los riesgos relevantes –tanto en el ámbito nacional como en el internacional– que afrontan las instituciones financieras de las que son responsables.

En segundo lugar, las instituciones que operan internacionalmente se enfrentan a duplicidades e incoherencias en la supervisión de que son objeto por parte de las distintas autoridades nacionales con las que han de tratar. Esto incrementa el coste de sus actividades y, en consecuencia, puede constituir un obstáculo para la integración.

En resumen, ante la mayor integración de la UE, las autoridades supervisoras han de hacer frente a un doble reto: cómo asegurar que sus medidas sean eficaces y, por lo tanto, contribuyan a preservar la estabilidad financiera y, al mismo tiempo, cómo garantizar la eficiencia de dichas medidas. Su respuesta ha sido aumentar la cooperación. Ciertamente, la cooperación entre los supervisores se ha intensificado de forma exponencial en los últimos años.

Más recientemente se ha adoptado el enfoque Lamfalussy, que ha enmarcado esta cooperación en una nueva estructura que tiene por objeto promover un enfoque más eficiente y eficaz tanto en la supervisión como en la regulación del sector de los servicios financieros de la UE. Los comités de supervisión que forman parte del marco Lamfalussy están llamados a desempeñar un papel destacado a este respecto.

Creo que todos coincidirán en que los esfuerzos que están realizando estos comités son realmente impresionantes. Con todo, es necesario que transcurra un tiempo para que estos esfuerzos den fruto, dado que el enfoque Lamfalussy todavía es relativamente nuevo, sobre todo en los sectores bancario y de seguros. Además, en la actualidad hay varias iniciativas en marcha cuyo objetivo es ahondar en las posibilidades de cooperación y convergencia que brinda este marco, y pienso que los resultados serán positivos.

Ahora bien, es posible que, en el largo plazo, el marco actual se considere insuficiente para satisfacer las necesidades de un mercado más integrado y que sea necesario replantearse más a fondo la organización de las responsabilidades de la UE en materia de supervisión. Personalmente, creo que este debate se intensificará en la próxima década. No obstante, a este respecto se debe proceder con mucha cautela, y yo soy un firme partidario de la idea de que sólo deben introducirse cambios si se identifican claramente los problemas.

En cualquier caso, con independencia de lo que suceda, creo que las soluciones que debemos buscar deben ser cooperativas en cuanto a su naturaleza, teniendo en cuenta, al mismo tiempo, las necesidades de todos los Estados miembros de la UE. En mi opinión, esta solución sería preferible a un enfoque que tienda a concentrar las responsabilidades en unos pocos Estados miembros, ya que las consecuencias de sus acciones se extenderían más allá de sus fronteras. La adopción de un enfoque más global ha permitido encontrar, en el pasado, soluciones a los retos europeos, y creo que esta es la mejor manera de avanzar. La consecución de la estabilidad financiera en la UE en su conjunto nos interesa a todos.

Teniendo presente lo que he dicho previamente, es obvio que los bancos centrales están realmente interesados en comprender mejor la manera en que los objetivos de integración y estabilidad financieras, o incluso de estabilidad macroeconómica, interactúan entre sí.

Ya he mencionado que ésta es un área que no está suficientemente estudiada. Hace dos años, la *Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe* identificó esta carencia y decidió incluir la relación entre integración financiera y estabilidad financiera en su lista de áreas de investigación prioritarias, planteando una serie de interesantes preguntas con el fin de orientar, en cierta medida, la labor de los investigadores.

Considero que es conveniente recordar las cinco preguntas que se plantearon:

- ¿Cómo pueden elaborarse normas financieras que impulsen la integración y garanticen, al mismo tiempo, la estabilidad financiera?
- ¿Cuáles son los principales vínculos entre integración financiera y contagio?
- ¿Cuáles son los mecanismos que pueden provocar el contagio y la fragilidad financiera?
- ¿Cómo influye la competencia en el sector de los servicios financieros en la capacidad del sistema para hacer frente a las perturbaciones?

- Y por último, ¿cómo y en qué medida afectan las crisis financieras a la actividad económica?

Como habrán observado, existe una correlación casi perfecta entre estas preguntas y los principales temas que se abordarán en las distintas ponencias que conforman el excelente y equilibrado programa que los organizadores han preparado para esta Conferencia.

Esto es importante porque pone de manifiesto que existe otra alternativa, menos explorada, con la que los bancos centrales pueden contribuir eficazmente a fomentar la integración financiera: identificar las cuestiones de política económica que requieren de las aportaciones de la comunidad académica y proporcionar a los investigadores un foro en el que puedan debatir sus ideas entre ellos y con las autoridades económicas que, si quedan convencidas, se encargarán de ponerlas en práctica.

Estoy seguro de que las ponencias que se presentarán y los debates que tendrán lugar durante esta conferencia proporcionarán a los bancos centrales material nuevo y de gran calidad que resultará de utilidad para encontrar la manera más eficaz de fomentar la integración financiera sin poner en peligro nuestro objetivo de promover la estabilidad financiera.

Espero sinceramente que esta conferencia anime a los investigadores a seguir trabajando en ésta y otras áreas relacionadas en los próximos años para que, de esa manera, se cierre rápidamente la brecha que se observa actualmente entre la relevancia, para la política económica, de las preguntas planteadas y la disponibilidad de estudios analíticos y empíricos que fundamenten las posibles respuestas.

Quisiera finalizar mi intervención dando las gracias a los organizadores, por reunir a un grupo tan distinguido de investigadores y autoridades económicas, así como a los asistentes, por su atención, y les deseo un fructífero intercambio de ideas y una agradable estancia en Madrid.

Muchas gracias por su atención.