



EL SISTEMA FINANCIERO Y EL TRÁNSITO HACIA LA MADUREZ DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO DEL EURO

Gonzalo García Andrés *

Resumen

El sistema financiero tiene que volver a ser una fuerza de impulso para que la economía española recobre una senda de crecimiento y empiece a reducir el paro. Como en el resto de la economía, el éxito en esta tarea pasará por centrarse en la calidad más que en la cantidad y asumir que tenemos que cambiar algunos aspectos básicos de nuestro funcionamiento institucional para madurar dentro del euro. Tenemos que aprender a vivir con menor abundancia de capital, concentrándonos en hacer las cosas mejor: elevar la productividad, organizar mejor el trabajo en las empresas, innovar... En el caso del sistema financiero, España cuenta con un acervo extraordinario de conocimiento, experiencia y talento tanto en el sector privado como entre los reguladores y supervisores. Sólo hay que ser fieles a la filosofía que tan bien ha funcionado desde hace 30 años y evitar que los cantos de sirena de los intereses a corto plazo y la tentación del *dejar hacer* vuelvan a desviar nuestra atención.

Abstract

The financial system must once again become a driving force enabling the Spanish economy to find the path back to growth and begin to reduce unemployment. As in the rest of the economy, success in this endeavour will involve focusing on quality rather than quantity, and accepting that we must change certain basic aspects of our institutional functioning in order to mature within the Euro. We must learn to live with less capital, by focusing on doing things better: increasing productivity, organising work within companies better, innovating... In the case of the financial system, Spain has an extraordinary wealth of knowledge, experience and talent in both the private sector and among its regulators and supervisors. All we have to do is remain loyal to the philosophy that has worked so well for the past 30 years and ignore the siren song of short-term interest and the temptation of laissez-faire so they do not turn our attention once more.

1. Introducción

Tras clausurar de forma abrupta el periodo más largo de prosperidad en su historia, la economía española ha entrado en una nueva etapa de ajuste estructural y reforma institucional. El desafío inmediato es depurar el exceso de inversión inmobiliaria. Pero el objetivo último es conseguir un funcionamiento más acorde con la pertenencia a la unión monetaria, que permita asentar un crecimiento sostenible y una reducción permanente en la tasa de paro.

La contribución del sistema financiero a este proceso es esencial, a pesar de que la reestructuración en curso pueda transmitir la idea de que está más volcado en la digestión de sus propios problemas. El comportamiento del sistema financiero español durante el último ciclo y la fase de crisis de los tres últimos años es un claroscuro. Los elementos de fortaleza han sido notables, en particular si se comparan con los países con mayor desarrollo financiero. Habiendo experimentado España un ciclo financiero-inmobiliario de los más intensos de los últimos años en un entorno de muy elevada competencia, la capacidad de resistencia, en particular, de las entidades con mayor importancia sistémica ha sido extraordinaria. Esta fortaleza deriva de la saludable combinación de un marco exigente de regulación y supervisión con una buena capacidad de gestión del negocio y de los riesgos en una parte del sistema.

* Director General de Financiación Internacional. Ministerio de Economía y Hacienda del Gobierno de España.

No obstante, la crisis ha sacado a la superficie un conjunto de debilidades y disfunciones en el sistema financiero, larvadas durante los años de expansión y agravadas durante la fase álgida del ciclo financiero-inmobiliario. Las principales han sido la concentración excesiva del riesgo en el sector de promoción inmobiliaria y la dependencia de la financiación mayorista. Estas debilidades amplificaron primero el impacto sobre la economía de la fuerte desaceleración del crédito para ajustarse a las nuevas condiciones de mercado, con especial incidencia en la financiación a empresas no financieras. De manera más reciente, las dudas sobre la viabilidad de algunas entidades en el sector de cajas de ahorro, en un entorno de mercados financieros todavía frágiles, han evidenciado la necesidad de llevar a cabo un proceso de reestructuración.

El sistema financiero español está inmerso de nuevo en un intenso proceso de transformación institucional. Por una parte, el sector de cajas está acometiendo una ambiciosa reconversión que, contrariamente a lo que hemos visto en otras latitudes, pretende abordar al mismo tiempo los problemas inmediatos de viabilidad y los problemas estructurales. Por otra parte, el marco de regulación y supervisión en el ámbito europeo está mudando para adaptarse a las lecciones de la crisis financiera y a las necesidades de un área con creciente integración financiera. Nuestro propósito es asomarnos más allá y tratar de vislumbrar cómo podría ser el sistema financiero que la economía española necesita para madurar definitivamente dentro del euro.

2. La política financiera española en el entorno post-crisis

El entramado institucional de las finanzas ha experimentado un cataclismo con la crisis. En primer lugar, se ha desmoronado el paradigma teórico que había amparado el proceso de crecimiento desbridado de la actividad financiera desde finales de los setenta, que llegó a su fase más barroca en los años previos a la crisis. La hipótesis de eficiencia de los mercados financieros, aplicación directa del supuesto de expectativas racionales, asumía que el funcionamiento autónomo del sistema financiero sería capaz de valorar adecuadamente los riesgos, de manera que los precios de los activos financieros fueran de manera continua fiel reflejo de su valor objetivo de acuerdo a la información fundamental. El comportamiento de los precios de los activos financieros se ajustaría a un patrón de normalidad e independencia (ausencia de memoria) que evitaría la formación de burbujas.

Desde que en el verano de 2007 se produjo un fuerte estrangulamiento de la liquidez, la dinámica en el corazón del sistema financiero mayorista global ha falsado casi punto por punto el paradigma de la eficiencia de los mercados. Ante la incertidumbre fundamental sobre la evolución de la economía y los efectos de su interacción con el sistema financiero, ha habido contagio, espirales contractivas, desaparición de mercados y hundimiento acumulativo de precio. En resumen, un gran fallo de coordinación con potencial devastador sobre la estabilidad económica y financiera¹.

¹ De la Dehesa (2009) explica de forma detallada los orígenes, el desarrollo y las respuestas de política económica y financiera a la crisis.



La gran cruzada en pos del *laissez faire* en las finanzas, capitaneada por los países anglosajones y la industria mayorista, ha dejado paso por el momento a una revisión en profundidad de la regulación para reforzar la intervención y limitar los desmanes con el lema *nunca más*. El núcleo de esta reforma es el reforzamiento de los requerimientos de capital y de liquidez para las entidades de crédito, incluyendo elementos anti-cíclicos, que ya se conoce como *Basilea III*. También se están adoptando algunas medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados, como las destinadas a los mercados de derivados no organizados o a las agencias de calificación de riesgos. La dirección política del G20 se ha completado con la transformación del antiguo Foro de Estabilidad Financiera en una institución global con mayor representación y un mandato más amplio, el Consejo de Estabilidad Financiera, que trabaja además estrechamente con el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional.

La reforma financiera en curso tiene dos elementos de debilidad. El primero es la ausencia de un paradigma alternativo que permita analizar en términos normativos el funcionamiento de un sistema financiero integrado y su interrelación con la economía real. Se han rescatado teorías valiosas del pasado y se han revitalizado líneas de investigación modernas prometedoras, pero por ahora prevalecen las explicaciones simplificadoras y pseudocientíficas que lo reducen todo a los problemas sistémicos y a la perversidad de la deuda y el apalancamiento. Será necesario esperar para que las nuevas normas cuenten con un fundamento teórico robusto.

El segundo es la dificultad para dar una respuesta a las cuestiones más fundamentales de eficiencia y equidad que la crisis ha puesto de manifiesto y que afectan a la estructura misma del sistema financiero. ¿Cómo evitar la socialización de las pérdidas privadas? ¿Cómo resolver el dilema entre competencia y estabilidad? ¿Cómo hacer que los mercados de renta fija funcionen? ¿Cómo acabar con conflictos de interés endémicos y el abuso en las remuneraciones?

Como sucede desde mediados de los ochenta, los cambios institucionales a escala global se aplican en España a través de normas comunitarias. Tras unos años en los que claudicó ante la presión anti-reguladora, la Unión Europea es ahora la mayor impulsora de la reforma financiera y está aplicando además medidas para adecuar la arquitectura de regulación y supervisión al elevado grado de integración financiera entre sus Estados miembros. Siguiendo las recomendaciones del Informe del Grupo de Larosière, ha convertido los comités de supervisores en autoridades europeas de supervisión y ha creado además el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico. Se trabaja ahora en la definición de un marco armonizado de intervención y resolución de entidades de crédito, que es una pieza clave para dar coherencia al conjunto.

Este nuevo entorno institucional que gobernará la actividad financiera en el mundo y en Europa es bastante acogedor para la política financiera española. La experiencia de las crisis bancarias de finales de los setenta y principios de los ochenta y la autonomía de los reguladores y supervisores respecto a los intereses de la industria fraguaron una aproximación institucional al sistema financiero que siempre consideró mercado, regulación y supervisión

como complementos. Con el tiempo, y una constante adaptación hacia las oportunidades y retos del exterior, esta fórmula hizo que España llegara al nuevo siglo con un sistema financiero situado entre los de mejor funcionamiento del mundo. En esencia se trataba de un sistema bancario con un modelo de negocio minorista bastante eficiente que operaba en un entorno de muy elevada competencia (en comparación con otros del entorno), complementado por unos mercados de tamaño y profundidad moderados pero basados en un esquema de funcionamiento que privilegiaba la seguridad y una industria de gestión de activos y de seguros relativamente pequeña y muy dependiente de las entidades de crédito.

Con la referencia inmediata de esta combinación razonable de mercado e intervención pública, la política financiera española ha sido muy activa en los principales debates previos a la crisis. En la Unión Europea ha defendido con ahínco la profundización de la integración basada en legislación común, incluyendo la regulación adecuada de los mercados mayoristas y la armonización gradual en el ámbito minorista. A pesar del gran avance que supuso el Plan de Acción de Servicios Financieros en el primer lustro de la década 2000, la fuerte resistencia de la industria mayorista, representada en las instituciones por el Reino Unido y un grupo de países creciente que defendía sus tesis, limitó mucho el alcance de los resultados. Sin embargo, en materia prudencial y de gestión de crisis, el cambio de dirección a partir de 2007 ha hecho que los nuevos proyectos se acerquen mucho a las propuestas que venía defendiendo España.

El nuevo modelo de supervisión y gestión de crisis que está construyendo la Unión Europea se parece mucho a la propuesta que hicieron el Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España y la CNMV en 2006 a sus colegas de los comités del Consejo y de los Supervisores. Y en el Informe final del Grupo de Larosière se aprecia una influencia muy destacada del miembro español del grupo. Quizá más importante que la estructura de autoridades y el equilibrio entre el refuerzo del centro europeo de decisión y el mantenimiento de competencias esenciales en los Estados Miembros es la necesidad de contar con un esquema legal eficaz de intervención y resolución de entidades de crédito, complementado con un fondo de garantía de depósitos. España siempre defendió concentrar los esfuerzos en esta dirección para mejorar la gestión de crisis, pero sólo gracias al revulsivo que ha supuesto la crisis de 2007-2009 la UE se ha decidido a impulsar este difícil proyecto.

Por otra parte, el nuevo enfoque de la regulación prudencial que se está desarrollando ha aceptado, tras años de discusiones y resistencias, la importancia de contar con instrumentos anti-cíclicos como la provisión estadística o dinámica.

El punto de partida de la política financiera española tras la crisis es pues bastante digno, en comparación con otros países que pretendían tener los sistemas financieros más avanzados del mundo. Pero la tarea de que el sistema financiero español vuelva a ser una fuerza impulsora de la economía requiere una reflexión crítica que permita valorar los errores cometidos durante el último ciclo inmobiliario y los ajustes que demanda el nuevo entorno institucional.



A nuestro juicio se han cometido principalmente dos errores, uno viejo y otro nuevo, en gran medida interrelacionados. La piedra en la que se ha vuelto a tropezar es el exceso de riesgo en el sector de promoción inmobiliaria. En la dinámica del capitalismo español el maridaje entre la construcción residencial y la financiación bancaria ha sido protagonista destacado de auges y posteriores caídas. En esta ocasión, la confluencia de factores reales y financieros propició un ciclo particularmente intenso con un fuerte efecto de arrastre en la actividad y el empleo. El descenso percibido como permanente en los tipos de interés reales y las expectativas cada vez más arraigadas de revalorización redujeron de manera muy notable el coste de utilización del capital-vivienda. Por otra parte, los factores socio-demográficos y la existencia de cierta demanda embalsamada derivada de los años noventa también impulsaron la demanda fundamental de vivienda.

La oferta respondió con agilidad, gracias a las menores restricciones sobre la generación de suelo urbanizable (y su utilización como fuente estable de financiación por parte de las corporaciones locales), a los flujos de entrada de mano de obra inmigrante y a la financiación en condiciones cada vez más favorables. En el periodo 2003-2006 este proceso se aceleró, de manera que al final del periodo el peso de la inversión residencial en el PIB superó el 7%, el crédito para promoción inmobiliaria crecía a ritmos del 50% anual y el déficit por cuenta corriente llegaba al 10% del PIB. En esta fase eufórica se produjo un cambio en la estructura del sector de promoción inmobiliaria, puesto que varias de las empresas tradicionales (propiedad de entidades de crédito en su mayoría) fueron adquiridas a precios exorbitantes por empresas que habían crecido rápidamente. Las propias entidades de crédito financiaron las adquisiciones, así como la compra masiva de suelo a precios que anticipaban el mantenimiento de la demanda de vivienda en niveles no sostenibles. La adicción a la renta (en el sentido clásico) nubló la vista a los promotores, creando un fuerte desequilibrio en el margen entre oferta y demanda de vivienda.

El error nuevo consistió en no asimilar las implicaciones del nuevo entorno institucional que supone la unión monetaria. La primera implicación es que la política monetaria no va a ajustarse a las condiciones financieras españolas. Hay quien señala ahora al BCE como causa de los excesos del ciclo financiero-inmobiliario en España. Y durante algunos años se lanzaban mensajes para que la autoridad monetaria subiera los tipos de interés, aun cuando la economía alemana estaba en pleno estancamiento. Esta forma de abordar el problema es inconsistente; desde la entrada en el euro, hay que asumir que los tipos de interés son exógenos en gran medida, de manera que si se considera necesario, es responsabilidad de las autoridades españolas adoptar políticas prudenciales para garantizar la estabilidad en la evolución de las condiciones financieras.

La segunda implicación es que la desaparición de la prima de riesgo de cambio no garantiza el acceso continuo a la financiación mayorista a tipos similares a los del resto del área. Desde 1999 y hasta 2007, la dispersión en las primas de riesgo de crédito de los emisores dentro del euro fue muy baja. Los inversores distinguían poco entre países y poco entre dis-

tintos emisores privados, incluyendo entidades de crédito y fondos de titulización de activos. La primera fase de la crisis ya supuso un paso hacia la diferenciación del riesgo de crédito y hacia la valoración de la liquidez. Y durante 2010 han emergido de golpe todos los factores de diferenciación, resquebrajando la estructura de primas de riesgo de crédito relativas. Las entidades de crédito españolas han tenido que adaptarse así a una restricción drástica de sus posibilidades de captación de recursos en los mercados. Las que conservan el acceso, ven como el coste de emisión oscila siguiendo los vaivenes de los mercados de deuda pública. Y muchas de las que habían emitido durante años sin apenas coste adicional respecto a las entidades de mayor tamaño y calidad crediticia tienen que aprender a funcionar sin apenas financiación mayorista.

La atención prioritaria de las autoridades y del sector está ahora puesta en culminar el proceso de reestructuración iniciado en 2009 con la creación del FROB e impulsado en 2010 con el Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros. Con la vista puesta más allá, y tratando de combinar la preservación de los elementos de fortaleza tradicionales con el aprendizaje de las lecciones de los errores de los últimos años, la política financiera española podría encontrar inspiración en las siguientes ideas:

a) Una política prudencial decididamente anticíclica

Desde su introducción en 1999 por el Banco de España, la provisión estadística ha sido un ejemplo internacional de cómo introducir elementos anti-cíclicos en la regulación prudencial. Fue objeto de críticas por parte del sector bancario y fue difícil hacerla compatible con las nuevas normas contables internacionales. Con la llegada de la crisis, la provisión estadística ha servido de colchón para que las cuentas de resultados (e indirectamente el capital) pudiera absorber el abrupto cambio en las dotaciones para insolvencias (Saurina, 2009)².

Aun así, la provisión estadística es sólo un atisbo de cómo podría funcionar un marco de regulación y supervisión prudencial abiertamente anti-cíclico. Como afirman algunos de sus críticos, la provisión no consiguió atenuar el crecimiento del crédito para la construcción residencial. Y el propio supervisor no concebía la provisión estadística como un instrumento anti-cíclico. De hecho, durante años el Banco de España defendía que la provisión no trataba de afectar al ciclo, sino que su objetivo se limitaba a reflejar en las cuentas de resultados pérdidas ya incurridas pero todavía no afloradas en los balances.

Con la nueva vuelta de tuerca al proceso de reestructuración del sector bancario anunciada por el Gobierno el 24 de enero de 2011, las entidades españolas tendrán que contar con requerimientos de capital superiores a los establecidos por *Basilea III* al final del periodo de

² Fillat y Montoriol-Garriga (2010) simulan la aplicación de una provisión estadística como la española en los principales bancos de EEUU y concluyen que, de haberse aplicado en el ciclo previo a la crisis, se hubieran reducido de forma notable las inyecciones de capital público necesarias para estabilizar el sistema.



implantación. A pesar de las dificultades transitorias que algunas entidades experimentarán para cumplir el nuevo estándar, una base más potente de capital actúa como un seguro para disipar la incertidumbre, en un periodo de transición y cambio para la economía que puede durar todavía un tiempo.

Pero una vez completada la reestructuración será necesario establecer un conjunto de medidas prudenciales de carácter anti-cíclico, que integre no sólo el capital (el colchón que prevé *Basilea III* se aplicará de manera flexible por cada supervisor) y una provisión basada en las pérdidas esperadas a lo largo de un ciclo³, sino también otros elementos. Entre ellos, la relación mínima entre el valor del préstamo y el valor de la garantía (que podría elevarse en situaciones depresivas y reducirse en periodos de expansión excesiva) o los requerimientos de capital para algunos tipos de exposición con mayor sensibilidad al ciclo.

Con las reformas recientes en la supervisión financiera y macroeconómica dentro de la Unión Europea, tanto el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico como la Comisión Europea podrán identificar situaciones de fragilidad financiera y emitir recomendaciones a los países. Pero no hay que esperar a que la invitación a actuar venga de fuera. En el futuro, hay que asumir que la asincronía entre el ciclo financiero español y la política monetaria del área del euro requerirá una intervención, que debería ser temprana y automática. Partiendo de la experiencia y el conocimiento acumulado desde finales de los noventa, sería deseable llevar hasta sus últimas consecuencias el principio de que los problemas en el sistema financiero se fraguan durante las fases expansivas.

b) Reforzar la protección a los clientes y la supervisión de mercado

47

Hoy parece que todos los males de las finanzas se curarían si se depura la deuda y se conjura el riesgo sistémico (como quiera que éste se defina). Y se habla y se escribe mucho de capital, de liquidez, de apalancamiento... Pero ¿dónde se fraguó esta crisis?... Pues en un segmento del mercado minorista estadounidense que llevó al extremo la atrofia que puede desencadenar el *laissez faire* en un mercado financiero. El riesgo sistémico recoge la posibilidad de un fallo de mercado con unos costes económicos muy elevados por su contagio a través del conjunto de instituciones, mercados e infraestructuras y por su efecto sobre los bienes públicos sobre los que se asienta el normal funcionamiento de la actividad financiera. Y como hemos observado desde 2007, ese fallo puede originarse en la ausencia de un marco de regulación y supervisión orientado a proteger a los clientes como inversores, demandantes de crédito o asegurados.

³ El *International Accounting Standards Board* y el *Financial Accounting Standards Board* publicaron el 31 de enero de 2011 una nota conjunta para conseguir un tratamiento convergente de las normas de deterioro de préstamos, que se basarán a partir de ahora en la pérdida esperada a lo largo de un periodo.

La política financiera española ha situado la protección a los clientes entre sus principales objetivos. En términos comparativos con el resto de la Unión Europea, el nivel de protección a los clientes en España es relativamente alto. En las discusiones de los últimos años se ha defendido de manera consistente la armonización de las normas de protección y de conducta a escala europea; y se reaccionó tanto a los casos de fraude en el sector doméstico de valores, como a los problemas de buen gobierno y fiabilidad de la información financiera que se hicieron patentes en Estados Unidos al principio de la década 2000.

De cara al futuro, el énfasis en los aspectos prudenciales no debe suponer que se relegue la protección a los clientes a un segundo plano. La reforma de la estructura de la supervisión que se barajó durante la legislatura iniciada en 2004 y sobre la que parecía haber un alto grado de consenso podría contribuir a reforzar la protección a los clientes y la supervisión de mercado. En cualquier caso, hay que seguir mejorando en los tres ámbitos siguientes:

- **Educación y capacitación financieras.** Shiller (2008) propone reaccionar a la crisis profundizando en la capacidad del sistema financiero para mejorar las posibilidades de elección de los ciudadanos. Para lograrlo, es preciso democratizar las finanzas, ayudando a los clientes a entender los productos y planificar adecuadamente para cubrir sus necesidades. Aunque en España no existía una tradición de atención a los aspectos de educación financiera, en los últimos años, el Ministerio de Economía y Hacienda y los supervisores han tratado de establecer las bases de un esquema de promoción de la educación y la capacitación financieras. El portal conjunto del Banco de España y de la CNMV y el portal de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones son una buena muestra de este impulso. Se trata sin duda de un esfuerzo de largo aliento, cuyos resultados sólo serán visibles en el medio y largo plazo. Pero merece la pena perseverar, tratando también de implicar a las propias entidades financieras, que en algunos ámbitos ya son activas en cuestiones relativas a la educación financiera.
- **Regulación de productos y normas de conducta.** La *Financial Services Authority* del Reino Unido acaba de publicar un documento de discusión en el que propone un nuevo enfoque de la protección a los clientes que supone una ruptura con el que ha mantenido desde su creación y que llegó a alcanzar gran influencia en la Unión Europea. Pues bien, la FSA considera que será necesario utilizar normas más intrusivas para defender a los clientes, llegando en algunos casos a prohibir ciertas prácticas que se consideren abusivas o potencialmente peligrosas. En España existen los instrumentos para hacer efectiva la protección y en los últimos años se han reforzado algunos de ellos, involucrando también a las entidades. También se ha respondido, aunque quizá con cierto retraso, a algunas de las amenazas que se cernían sobre los clientes de servicios financieros, tanto en el ámbito de la intermediación crediticia como en el ámbito de la inversión. Pero en el futuro habrá que seguir actuando con diligencia para evitar que los problemas de información o las dificultades de comprensión generen



situaciones de fraude, abuso o simplemente de contratación de productos financieros que generen riesgos para los clientes o para el conjunto del sistema. En particular, será necesario seguir atentos a cubrir aquellos ámbitos donde se desarrollan nuevas actividades sin cobertura de regulación y supervisión, y en las que suelen plantearse dudas respecto a qué autoridad es competente para intervenir.

- **Supervisión eficaz.** Muchos han descubierto ahora que en los años previos a la crisis lo que falló no fue tanto la regulación como la supervisión. Tanto EEUU como el Reino Unido están inmersos en una revisión en profundidad de sus sistemas de supervisión. En España se ha asumido desde hace tiempo que si se quiere que se cumplan las normas financieras, hay que supervisarlas. La estructura de supervisión vigente no es probablemente óptima y, como se ha señalado, se ha planteado la posibilidad de una reforma de alcance moderado para actualizarla. En cualquier caso, lo esencial es la capacidad del supervisor para conocer bien el negocio, el funcionamiento de los mercados y sus posibles fallos, así como la autoridad y la credibilidad para actuar. Se trata de una tarea extraordinariamente compleja y difícil. Requiere capital humano en un entorno en que las diferencias de remuneración entre sector público y sector privado son notables; requiere capacidad operativa para conciliar la intrusión en la actividad privada causando el mínimo coste en términos de distorsión en el funcionamiento del mercado; y requiere también un entorno institucional y político que facilite su actuación con independencia.

Este esfuerzo resulta necesario, además de por razones de eficiencia, por razones de legitimidad y confianza del público en el sistema financiero.

c) Mantener un alto grado de competencia efectiva

La competencia en el sistema bancario español ha sido desde hace años relativamente elevada en relación a la Unión Europea y a otros países avanzados (Comisión Europea, 2006). Las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, con una fuerte presencia comercial en sus territorios de origen explican en parte la fortaleza de la competencia en la provisión de servicios financieros. Con la reestructuración de 2010-2011, se ha reducido de forma notable el número de entidades, aumentando por tanto el grado de concentración del sistema. Este proceso no tiene por qué afectar negativamente *per se* al grado de competencia. De hecho, la diferenciación en las condiciones de acceso al mercado entre las entidades percibidas como más solventes y las más débiles ya supone un cambio sustancial en las condiciones de competencia, puesto que las segundas tienen muy difícil igualar los precios de los servicios ofertados por las primeras. La reestructuración del sector de cajas permite así que las entidades resultantes tengan la fortaleza suficiente para competir en condiciones de igualdad con el resto de cajas, bancos y cooperativas de crédito.

Aunque en el corto plazo será difícil que la competencia prime sobre la estabilidad, la política financiera española debe seguir defendiendo la compatibilidad entre ambas. Es posible que la competencia en el mercado español en presencia de una demanda muy fuerte haya hecho que las entidades con peor capacidad de gestión hayan tratado de mantener sus cuotas de mercado y la progresión de sus beneficios a costa de aumentar el perfil de riesgo de sus activos. Pero también lleva desde hace años impulsando la eficiencia y la mejora en la prestación de servicios en todo el sistema, erigiéndose en un factor de disciplina esencial. Y la competencia entre las entidades más fuertes por ganar cuota de mercado en el entorno actual puede ser un elemento de reactivación de la oferta de crédito.

Por todo ello, una vez que se complete el proceso de reestructuración, sería deseable analizar cómo ha afectado al nivel de competencia efectiva el cambio en la estructura del mercado.

d) Preservar la diversidad institucional y la inclusión financiera

Uno de los rasgos distintivos del sistema bancario español es el peso de entidades que no adoptan la forma de sociedad anónima. Desde su equiparación operativa con los bancos y la supresión de los límites geográficos a su actividad, las cajas han ido ganando cuota de mercado hasta situarse en torno al 50%, aunque con diferencias en función de la variable utilizada para medirla. Las cooperativas de crédito también tienen una presencia no desdeñable en nuestro mercado. Además del efecto positivo ya comentado sobre la competencia, la presencia de cajas y cooperativas ha tenido efectos sociales beneficiosos a través del uso de una parte de sus excedentes en la Obra Social y de los servicios prestados a los socios. Esta diversidad institucional también ha tenido un efecto positivo sobre el grado de inclusión financiera. En efecto, en España el acceso de los ciudadanos a los servicios financieros básicos es comparativamente muy alto y los fenómenos de exclusión muy poco relevantes.

La crisis y el proceso de reestructuración en marcha pueden tener *a priori* efectos significativos tanto sobre el grado de diversidad institucional como sobre la incidencia de la exclusión financiera.

Los problemas de exceso de riesgo en la promoción inmobiliaria y dependencia de la financiación mayorista han alcanzado especial gravedad en una parte del sector de cajas de ahorro. La reforma de la Ley 11/2010 y la elevación de los requerimientos de capital en enero de 2011 están propiciando cambios de calado en la estructura legal de los grupos financieros liderados por cajas. La tendencia hacia la creación de bancos para concentrar el negocio bancario y tener más facilidad de apelación al mercado (incluyendo más facilidad para que el FROB pueda entrar y salir del capital, en caso de no poder captar capital privado) se está generalizando. Visto en perspectiva, las cajas perdieron una gran oportunidad en 2004-2006



para activar el instrumento de las cuotas participativas, después de la reforma de la regulación y en un contexto de mercado favorable. A pesar de la mejora adicional del instrumento en la Ley 11/2010, lo cierto es que resulta complicado que los inversores mayoristas confíen en un instrumento inédito en la situación actual.

Por tanto, es previsible que la gran mayoría de cajas acaben prestando los servicios financieros bancarios a través de un banco. Si bien inicialmente las propietarias de estos bancos serán las cajas, o las fundaciones en que se conviertan, es lógico pensar que en muchos casos compartirán el accionariado con capital privado, ya sea de inversores institucionales o de otros bancos o, de forma temporal, con el FROB.

Una vez culminada la reestructuración, el peso real de las cajas en el sector será menor y, sobre todo, será distinto. Aquéllas que han gestionado bien sus riesgos durante el ciclo expansivo seguirán controlando empresas financieras con gran potencial y generando un dividendo social significativo. Las que no han sido capaces de gestionar adecuadamente el riesgo tendrán que aceptar que su valor patrimonial ha decrecido y que tendrán que dar entrada a nuevos socios para revitalizar el negocio.

El legislador ha establecido distintas opciones para las cajas de ahorro, asumiendo que cada entidad tiene que evolucionar de acuerdo a sus necesidades y huyendo de soluciones drásticas. Parece una opción razonable, dados los beneficios sociales que reportan las cajas y las dudas sobre la idoneidad de la sociedad anónima como única forma jurídica compatible con una empresa bancaria sana y eficiente.

Las cajas no volverán a ser lo que eran. Pero sería bueno que, una vez asumidos los errores y depurados los excesos en las más débiles, el sistema financiero español mantuviera viva su impronta, tanto en el destino social de una parte del excedente como en el acceso casi universal a los servicios financieros.

3. Una estructura de capital y de financiación robusta, con mercados más integrados en la zona euro

El crecimiento de los activos totales del sistema bancario español se aceleró de forma notable a partir de 2004, de la mano del crédito para la adquisición de vivienda y la promoción inmobiliaria. La necesidad de financiar esta expansión del activo transformó la estructura del pasivo del sistema bancario y tuvo un reflejo muy significativo en las relaciones financieras de España con el exterior.

Desde una perspectiva macroeconómica, la tasa de inversión aumentó hasta situarse en el 30% del PIB, un nivel más propio de un país emergente que de una economía desarrollada.

Dado que el ahorro mantuvo una senda suavemente descendente (resultado del creciente ahorro público y del fuerte desahorro del sector privado), la brecha entre ahorro e inversión, es decir, el déficit de la balanza por cuenta corriente, se amplió hasta llegar al 10% del PIB en 2006, como se ha señalado anteriormente.

La contrapartida financiera de ese aumento de la inversión fue el empeoramiento de la posición de inversión internacional que refleja la posición deudora neta de España frente al resto del mundo, que pasó de 354.000 millones de euros a final de 2003 a 822.000 millones de euros a final de 2007⁴. Este aumento de la deuda neta se instrumentó en gran medida a través de la inversión de cartera de los no residentes en activos emitidos principalmente por las entidades de crédito y por los fondos de titulización de activos. Así, el saldo de inversión de cartera del exterior en España en valores distintos de acciones pasó de 274.000 millones de euros a final de 2003 a 824.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2007. También se captaron fondos en el mercado interbancario, tanto a través de depósitos como utilizando *repos*. El grueso de esta financiación provenía de inversores situados dentro del área del euro (en particular entidades de crédito, fondos de inversión y fondos de pensiones de Francia y Alemania), que buscaban activos sin riesgo de cambio y con una pequeña prima de rentabilidad.

La financiación del nuevo crédito con recurso a la emisión de cédulas hipotecarias y a la constitución de fondos de titulización⁵ alteró la estructura del pasivo. Descendió la ratio entre depósitos y créditos y las entidades tuvieron que acumular o captar recursos propios para evitar un deterioro de la solvencia. Aunque las ratios agregadas de capital descendieron sólo levemente, la calidad de los recursos propios sí se vio afectada en muchos casos, con un aumento del peso de la deuda subordinada y de los instrumentos híbridos (como las participaciones preferentes).

En realidad, el fuerte ritmo de expansión del crédito evidenció la limitación de las cajas de ahorro para poder mantener el nivel y la calidad de sus recursos propios. La reforma legal y reglamentaria en el régimen de las cuotas participativas (ente 2002 y 2004) tenía como objetivo esencial paliar esta situación. Pero como ya se ha señalado, sus posibilidades no fueron explotadas.

Dado que la financiación en el mercado se contrajo a tipo variable y a plazos no muy alejados de los vencimientos medios de las carteras hipotecarias, los riesgos de desajuste entre plazos y tipos de interés se mitigaron en gran medida.

⁴ Todos los datos de esta sección proceden del Banco de España.

⁵ En principio, el efecto de la titulización sobre el balance es diferente, pues se transmiten a los inversores los riesgos de la cartera de activos titulizada. Aunque se limitan mucho los riesgos de crédito y de tipo de interés, la entidad originadora mantenía habitualmente una posición de capital que le suponía asumir la primera pérdida. Por otra parte, la aplicación estricta por el Banco de España de la normativa contable llevó a la consolidación de varios fondos de titulización en los que la transferencia del riesgo no había sido efectiva.



Estos años de explosiva inversión inmobiliaria financiada con deuda dentro del área del euro coincidieron con un periodo de cambios notables en el marco institucional de los mercados de instrumentos financieros, tanto en España como en el resto de la Unión Europea. Siguiendo la estela de otros países, los mercados españoles se lanzaron a un proceso de desmutualización e integración, que culminó con la creación de Bolsas y Mercados Españoles, grupo que integra todos los sistemas de negociación, registro, compensación y liquidación de los mercados regulados españoles, incluyendo la bolsa, AIAF, MEFF e Iberclear (que a su vez integró la antigua Central de Anotaciones de Deuda del Estado, base del mercado de deuda pública).

En esos mismos años, el Plan de Acción de Servicios Financieros 1999-2005 modernizó y amplió la legislación común sobre mercado de valores, con directivas como las de folletos, transparencia, garantías financieras, abuso de mercado y mercados de instrumentos financieros (conocida como *Mifid*). A los agujeros que consiguieron introducir en estas normas los defensores de los grandes intermediarios mayoristas se le añadió el de la ausencia de una directiva para armonizar el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación (que quedó confirmada con la llegada de Charles McCreevy como comisario de Mercado Interior).

La dinámica de consolidación en los mercados europeos siguió su curso, a pesar de la inexistencia de unas reglas del juego claras. El choque entre depositarios de valores internacionales (*Euroclear*, *Clearstream*) aliados o integrados con las bolsas más grandes (*Euronext*, *Deutsche Borse* y *London Stock Exchange*) se hizo cada vez más intenso. Mientras, los mercados españoles han permanecido atentos a los movimientos de la industria y de los reguladores, sin decantarse por una integración clara. Tanto la ambigüedad de las autoridades comunitarias como la dificultad de conciliar algunas especificidades históricas de los mercados españoles con la práctica más habitual en los mercados internacionales contribuyen a explicar esta situación. Por otra parte, las entidades de crédito no tuvieron dificultad en obtener financiación del exterior a través de los mercados domésticos (tanto las cédulas hipotecarias como los bonos de titulización de activos se admitían a negociación en el mercado AIAF).

Cuando estalló la crisis en el verano de 2007, los mercados europeos de financiación bancaria sufrieron una brusca dislocación, desde el interbancario al mercado de bonos hipotecarios garantizados (*covered bonds*). Las entidades de crédito españolas sufrieron de inmediato un drástico endurecimiento de sus condiciones de financiación (no sólo en precio, sino también con racionamiento de cantidad), que fue el canal a través del cual la crisis comenzó a afectar a la economía española.

En estos tres años y medio, el sistema bancario español ha tenido que adaptarse a un entorno de escasez crónica de financiación de mercado, que se ha acentuado durante los episodios de tensión financiera de 2010. Ha elevado el capital y ha tratado de expandir su base de depósitos, tanto sustituyendo ahorro en fondos de inversión como compitiendo en precios. Y ha aprovechado también las ventanas de oportunidad para volver a salir al mercado a captar

fondos. También se ha elevado el recurso al BCE hasta un porcentaje acorde con el peso de los activos españoles en el área, que se superó de forma transitoria en los meses de verano de 2010 ante el aumento de la presión financiera ligada a la crisis de la deuda soberana.

Uno de los objetivos básicos del proceso de reestructuración iniciado en 2010 es facilitar una solución duradera a las dificultades de acceso a la financiación mayorista actuando en tres frentes. En primer lugar, la elevación de los requerimientos mínimos de *core capital* reduce riesgos e incertidumbres para los acreedores de las entidades; en segundo lugar, los ajustes de capacidad permiten sanear la cuenta de resultados, con efectos positivos sobre la rentabilidad económica futura; por último, la exigencia de una transparencia todavía más completa en las exposiciones al sector inmobiliario ayudan a que los inversores valoren de manera adecuada los riesgos derivados de los activos potencialmente dudosos.

De cara al futuro, no hay duda de que el pilar esencial de una estructura financiera robusta será la base de capital. Por eso los esfuerzos que se hagan durante 2011 para captar nuevo capital permitirán poner los cimientos para una nueva fase de expansión de la actividad financiera. Aunque no hay que descartar ninguna fuente de captación de recursos, sería deseable no abusar de la apelación al ahorro minorista y tratar de que una parte no desdeñable de los fondos provengan de inversores institucionales. El reajuste en las carteras de los ahorradores minoristas durante los últimos tres años ya ha elevado de manera considerable su exposición al sistema bancario doméstico.

La emisión de deuda seguirá siendo un instrumento útil, aunque su gestión deberá ser mucho más prudente. La crisis ha demostrado que una entidad de crédito que no cuente con una base de depósitos sustancial sufrirá una fragilidad latente que podrá emerger en cuanto los mercados experimenten una convulsión. Aun así, la estabilidad de los depósitos tendrá que complementarse, al menos para las entidades medianas y grandes, con una presencia significativa en los mercados de instrumentos de deuda. Ahora bien, la gestión de los riesgos de liquidez (siguiendo las nuevas normas adoptadas en *Basilea III*) y de diferencial de riesgo de crédito tendrá que recibir una atención prioritaria, combinándose con la más tradicional gestión del riesgo de interés. Cuando los mercados de deuda de la zona euro vuelvan a un estado de menor aversión al riesgo y se compriman de nuevo los diferenciales de riesgo de crédito (lo que ocurrirá, antes o después), será el momento de no olvidar las duras lecciones de estos años y actuar con suma prudencia.

Una incógnita que tardará tiempo en despejarse es el papel que podrá desempeñar la titulización de activos en la futura gestión del balance de las entidades de crédito. Por el momento, esta técnica ha caído en desgracia porque se la considera germen y fermento de la crisis. Poco importa que la operativa que contribuyó a la crisis fuera una versión degenerada y disparatada de la titulización, que no tendría por qué invalidar actividades como las que, por ejemplo, se realizaron en España, que han tenido un desempeño bastante razonable. Lo más probable es que al menos durante unos años las entidades tengan que gestionar sus balances sin la posibilidad de sacar al mercado una parte de sus carteras.



El reforzamiento de la estructura de financiación del sistema bancario debería ir acompañado de una mejora en el marco institucional de los mercados de instrumentos financieros españoles. Más allá de los legítimos intereses comerciales de BME, sería deseable que los mercados españoles dieran nuevos pasos para integrarse mejor con la UE y en particular, con el área del euro.

Aunque quizá tarde un tiempo en subir a lo alto de la agenda, la reforma de los mercados financieros europeos es imprescindible. Por una parte, la crisis ha generado una re-nacionalización en el funcionamiento de los mercados que amenaza con dilapidar años de avances en la integración. Por otra parte, la fragilidad y el desmoronamiento de los mercados de deuda privada (y los problemas en los mercados de deuda pública) es uno de los mayores problemas que la crisis pone de manifiesto. Una tarea fundamental pendiente para los responsables de política financiera, los supervisores (en particular la nueva ESMA, la autoridad europea de mercados financieros) y el propio sector es la construcción de esquemas institucionales que permitan el desarrollo de mercados de deuda eficientes y robustos.

Y España puede contribuir de forma notable a que esta perspectiva de mayor integración de los mercados de valores tome cuerpo en los próximos años. Para ello tendría que defender la integración de mercados como los de bonos garantizados hipotecarios y no hipotecarios. La existencia de activos domésticos distintos fragmenta la liquidez e impide la creación de un mercado que podría convertirse en uno de los más líquidos y profundos del mundo. Hay muchas resistencias a avanzar en esa dirección, pues se trata de mercados que en algunos países tiene una tradición histórica y un gran arraigo (sirvan como ejemplos el Pfandbriefe alemán y el mercado de bonos hipotecarios danés). Pero merece la pena trabajar en esa dirección, porque los beneficios de un mercado integrado serían enormes, incluyendo una mayor utilización del euro como moneda de reserva internacional.

En el ámbito de la deuda pública, también hay margen para mejoras. En 2010 ha quedado patente que el mercado de *repos* sobre deuda pública, que es uno de los segmentos esenciales de los mercados monetarios, aconseja actuar a través de una entidad de contrapartida central. Varias entidades han logrado encontrar una solución eficaz de corto plazo haciéndose miembros de las cámaras de contrapartida central existentes en la UE. Pero la experiencia debe servir para que se alcancen soluciones definitivas en el mercado de repos y se estudie si la operativa con entidades de contrapartida central no debería convertirse en un elemento común a todos los mercados españoles.

También hay que avanzar en la eficiencia, la transparencia y el acceso de los inversores minoristas al mercado de deuda pública. En principio, se trata del mercado de deuda más líquido y más profundo. El mercado de deuda del Estado fue el primer mercado *moderno* en España y ha funcionado tradicionalmente con una infraestructura de negociación, registro, compensación y liquidación eficiente, gestionada de manera conjunta por el Banco de España y el Tesoro Público, con la participación de las principales entidades intermediarias. Aun así, el mercado de

deuda pública español hoy es un mercado esencialmente no organizado, donde gran parte de la negociación se realiza de forma bilateral y donde existe transparencia *ex ante* gracias a las obligaciones de cotización de los creadores de mercado en las dos plataformas multilaterales (SENAF y MTS), pero muy limitada transparencia *ex post*. Además, a pesar de los esfuerzos del Tesoro Público y del Banco de España, los inversores minoristas sólo puede operar con costes de transacción elevados. El contraste con el funcionamiento de la Bolsa es llamativo.

Parte de los problemas de eficiencia, transparencia y resistencia a perturbaciones de los mercados de deuda son inherentes a la naturaleza de los instrumentos que se negocian en ellos. En la Bolsa se negocia un solo instrumento por cada emisor, mientras que la deuda de un emisor está compuesta por un conjunto de instrumentos con distintos vencimientos. Aun así, es esencial iniciar un programa de trabajo, contando con los participantes en el mercado (intermediarios, pero también emisores e inversores) para introducir mejoras en el marco institucional de los mercados de deuda.

4. Eficiencia y valor añadido en la financiación y la prestación de servicios a empresas y hogares

El sector privado no financiero ha vivido unos años de plétora en su acceso a recursos financieros con pocos precedentes históricos. Los hogares, incluso los de rentas más bajas e inestables, han podido adquirir viviendas pagando tipos de interés reales negativos y sin poner apenas capital ahorrado. Para las empresas, la disponibilidad de crédito no ha sido en general una restricción vinculante en el desarrollo de sus negocios.

56

El sistema bancario ha respondido a la fuerte demanda de financiación en un entorno de fuerte competencia siguiendo un patrón sencillo. A los hogares se les ha financiado casi exclusivamente a tipo variable con garantía hipotecaria, aplicando diferenciales de riesgo de crédito muy pequeños, que se han utilizado para captar los ingresos de servicios complementarios normalmente asociados a una hipoteca. Y el crédito a empresas ha seguido un patrón cíclico muy acusado, además de una distribución sectorial muy desequilibrada por la preeminencia de las actividades ligadas a la construcción y a la promoción inmobiliaria. La respuesta de las entidades a la fuerte restricción en las condiciones de acceso a los mercados mayoristas ha sido un racionamiento muy intenso de la concesión de crédito a empresas con poca diferenciación entre sectores que ha agravado el impacto de la crisis económica sobre la economía.

Respecto al resto de servicios financieros prestados por grupos bancarios, hay muchas diferencias en función del tipo de producto. En términos generales, los servicios de pagos en España son de alta calidad y se prestan a costes razonables. En los servicios de gestión de activos la relación entre el valor añadido y el coste es muy mejorable en términos globales.



La vinculación entre la relación con la entidad de crédito y la gestora de activos reduce la competencia⁶ y los incentivos para mejorar la relación calidad-precio y en muchos casos el pequeño tamaño de los patrimonios gestionados por las gestoras impide aprovechar las economías de escala.

En cuanto a la estructura de ingresos de las entidades, a pesar del aumento progresivo del peso de las comisiones por servicios prestados, el elevado volumen de los años álgidos del ciclo financiero-inmobiliario permitía mantener los precios en niveles relativamente moderados para poder atraer el mayor volumen de crédito y servicios relacionados posible.

El modelo de negocio de la banca minorista, que es la esencia y la fortaleza del tipo de banca que hacen las entidades españolas, será necesariamente distinto una vez se complete la reestructuración. Tendrá sin duda los mismos fundamentos: una relación directa con los clientes a través de una red con oficinas numerosas pero con pocos empleados, una constante integración de la tecnología en la prestación de servicios para reducir los costes de transacción y una eficiencia operativa elevada. Pero tendrá que apoyarse más en la calidad que en la cantidad. Las condiciones en las que se otorgue crédito tendrán que reflejar de manera más ajustada el riesgo, con niveles de préstamo-valor y de diferencial sobre tipos de mercado modulados en función de la calidad crediticia del prestatario.

Por otra parte, sería lógico que la nueva financiación hipotecaria fuera más diversa en cuanto a sus condiciones de tipo de interés. La reforma del mercado hipotecario que se introdujo con la Ley 41/2007 suprimió los elementos regulatorios que tendían a encarecer la financiación con periodos de fijación del tipo de interés. Aunque las condiciones de financiación de las entidades a distintos plazos en los últimos tiempos no favorecen la introducción de este tipo de productos, una vez se normalicen los diferenciales de riesgo de crédito y la política monetaria, los beneficios de los préstamos hipotecarios a tipo fijo o mixto serán más evidentes. En realidad, no parece razonable que dentro de una unión monetaria el sector de hogares soporte de manera completa el riesgo de tipo de interés de la financiación hipotecaria. En el entorno de política monetaria de los últimos diez años la opción por los tipos variables ha salido muy bien. Pero de cara al futuro la diversificación en función de las características y preferencias de los prestatarios permitiría al sistema bancario compartir y gestionar parte del riesgo de interés. Asumiendo que la política monetaria puede no sincronizarse con la evolución económica y financiera doméstica, una menor sensibilidad de la renta disponible a los tipos de interés atenuará el efecto de amplificación en el ciclo que hemos observado en los últimos años.

Frente a una demanda de crédito que no volverá a alimentar por sí sola las cuentas de resultados como en el pasado, las entidades tendrán que impulsar de nuevo la prestación de otros servicios financieros de alto valor añadido, cuya demanda potencial en España es todavía elevada. A principios de los noventa, muchas entidades de crédito españolas fueron

⁶ No obstante, la regulación de los traspasos entre fondos de inversión, que difiere la tributación cuando se reinvierte en otro fondo ha sido un factor de dinamización y estímulo a la competencia en este mercado.

avanzando hacia la creación de grupos financieros que ofrecían productos de seguro y de gestión de activos junto con los servicios bancarios tradicionales. Pero la eclosión del ciclo financiero-inmobiliario enfrió las perspectivas de esta orientación estratégica del negocio que ahora tenderá a reanimarse. Cuando se supere de manera definitiva la etapa de la crisis, los hogares españoles se encontrarán con mayor ahorro y menor apetito por la inversión en vivienda. Así, lo lógico sería que la parte de la riqueza total de los hogares en activos financieros tendiera de nuevo a ascender, junto con la demanda de productos de seguro. Y será el momento de impulsar la oferta de estos servicios, sin ampararse en tratamientos fiscales o regulatorios privilegiados, sino en una relación entre calidad y precio ajustada.

En la financiación a empresas deberían reforzarse la disciplina y la estabilidad. Se trata de un negocio complicado, muy intensivo en información y análisis para evaluar el riesgo de crédito y en el que los márgenes se estrechan mucho en tiempos de auge. La disciplina tiene que ser doble, afectando tanto a las entidades como a las empresas. Las entidades tienen que evitar buscar la generación de ingresos concentrando excesivamente el riesgo en empresas y sectores ligados al ciclo y con riesgo de sostenibilidad. Pero también los prestatarios tienen que asumir que su disponibilidad de crédito dependerá, sobre todo en periodos de dificultades macroeconómicas y financieras, de la solvencia de sus empresas. Hay que fomentar el fortalecimiento de los balances mediante la reinversión de beneficios y la moderación del apalancamiento.

Respecto a la estabilidad, hay que aprender de lo ocurrido en 2008 y 2009. Como prescriben las normas de recursos propios, la evaluación de la pérdida esperada debe tomar en cuenta un periodo suficientemente significativo. No se pueden tomar las decisiones de otorgamiento de crédito durante una etapa expansiva proyectando su mantenimiento. Hay que valorar la capacidad de las empresas para adaptarse a coyunturas más adversas tanto económicas como financieras.

5. Conclusión

La entrada en la unión monetaria europea como miembro fundador fue para España un hito histórico. De algún modo, la llegada del euro a nuestras manos cristalizaba décadas de esfuerzo de modernización y apertura de la economía española. El efecto más inmediato de la incorporación a un área monetaria integrada fue el acceso a una oferta de capital casi infinitamente elástica. Y durante unos años nos dejamos llevar por la perspectiva de una abundancia de capital perpetua, que podía combinarse fácilmente con trabajo procedente del exterior.

La crisis financiera ha liquidado de forma abrupta esta etapa; el capital sigue siendo abundante en la economía mundial, pero la liquidez es ahora un espejismo y hay grandes discontinuidades en los flujos de recursos financieros adicionales. Después de un proceso



tan intenso de crecimiento basado en la inversión, es lógico que la economía española esté sujeta a un cierto escrutinio extra por parte de los inversores internacionales. Hemos entrado en una etapa de cambio y de transformación estructural que lleva aparejada algunas dosis de incertidumbre.

A pesar de la proliferación y persistencia de narrativas funestas sobre la economía y el sistema financiero español, durante 2010 hemos dado grandes pasos hacia la superación de la crisis mostrando una resistencia y una capacidad de reacción muy notables. La economía se ha estabilizado a pesar de encajar un fuerte ajuste fiscal estructural y dos episodios de intensa presión financiera en primavera y otoño. Las reformas en los ámbitos laboral, de pensiones y financiero se han encarrilado. Y el sector privado ha seguido avanzando en su adaptación al nuevo entorno.

El sistema financiero tiene que volver a ser una fuerza de impulso para que la economía española recobre una senda de crecimiento y empiece a reducir el paro. Como en el resto de la economía, el éxito en esta tarea pasará por centrarse en la calidad más que en la cantidad y asumir que tenemos que cambiar algunos aspectos básicos de nuestro funcionamiento institucional para madurar dentro del euro. Tenemos que aprender a vivir con menor abundancia de capital, concentrándonos en hacer las cosas mejor: elevar la productividad, organizar mejor el trabajo en las empresas, innovar... En el caso del sistema financiero, España cuenta con un acervo extraordinario de conocimiento, experiencia y talento tanto en el sector privado como entre los reguladores y supervisores. Solo hay que ser fieles a la filosofía que tan bien ha funcionado desde hace 30 años y evitar que los cantos de sirena de los intereses a corto plazo y la tentación del *dejar hacer* vuelvan a desviar nuestra atención.

Referencias bibliográficas

- De la Dehesa, G. (2009): *La primera gran crisis del siglo XXI*. Madrid, Alianza Editorial.
- De Larosière Group (2009): *Report to the European Commission*.
- Fillat, J. y Montoriol-Garriga, J. (2010): «Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provision system». Federal Reserve Bank of Boston, Working Papers QAU10-4.
- Financial Services Authority (2011): «Product Intervention». Discussion Paper 11/1.
- International Accounting Standards Board (2011): «Financial Instruments and Impairment». Supplement to ED/2009/12 31.
- Saurina, J. (2009): «Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool»; en *Bank of Spain Financial Stability Review* (17); pp. 11-26.
- Shiller, R. (2008): *The Subprime Solution*. Princeton University Press.