



# EL FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Antonio Torrero Mañas

Universidad de Alcalá

## RESUMEN

España tiene un sistema bancario eficiente y competitivo, pero sobredimensionado, que ha volcado su capacidad crediticia sobre el sector de la construcción, y que precisa reestructurarse, eliminar el exceso de capacidad, capitalizarse y sanear su balance. Es inevitable el cierre de sucursales, la reducción de empleo y que se lleven a cabo procesos de concentración entre las entidades.

La reorganización y el saneamiento de nuestro sistema bancario es fundamental y prioritario puesto que de ello depende la normalización del crédito para empresas y familias. El resultado del proceso dependerá de la relación de fuerzas entre la óptica nacional, que parece liderar en solitario el Banco de España, y la localista de los gobiernos autonómicos. Pocas veces, como en esta ocasión, es tan necesario que se imponga una visión de Estado con una perspectiva integradora y de largo plazo. La suerte de nuestro sistema bancario depende de cómo se realice este proceso de saneamiento y reestructuración y, naturalmente, de cómo evolucione la economía española.

## ABSTRACT

*Spain's banking system is efficient and competitive, but oversized. It has relied heavily on the construction sector for creditworthiness and is in need of restructuring. This process must do away with excess capacity, capitalise and get its balance into shape. The closing of branch offices is unavoidable, jobs will be lost and entities will merge.*

*The reorganisation and rationalisation of our banking system is essential, and our top priority; company and family credit normalization is dependant on it. The result of this process relies on the show of force between the national point of view, apparently led almost uniquely by the Bank of Spain, and the local autonomic governments'. Rarely has the prevalence of the integrating and long term view point that only a State can provide been so important. The fate of our banking system depends on how this streamlining and restructuring process is carried out, and also, naturally, the evolution of Spanish economy.*

## 1. Introducción

Plantear cuál puede ser el futuro del conjunto de instituciones que conforman el sistema financiero español es, en cualquier situación, una temeridad. Mucho más ahora, cuando estamos en el centro de una convulsión financiera de gran amplitud (afecta a todos los países) e intensidad.

Se dice que los economistas explicamos muy bien las razones por las cuales se ha producido una situación inesperada, pero que fracasamos en nuestra capacidad de previsión. Mucho de cierto hay en esta crítica, sobre todo si se refiere a las anticipación de las crisis financieras. El gran pecado financiero de nuestro tiempo es, precisamente, que se ha actuado como si conociéramos el futuro, cuantificando el riesgo de que se cumplan las previsiones, dividiendo las carteras de activos en tramos según el nivel de riesgo estimado, y comercializando las participaciones.

Todas las decisiones económicas incorporan un anticipo de cómo será el futuro; los economistas debemos ser humildes sobre nuestra capacidad al respecto, pero no podemos evadir nuestra responsabilidad. Nuestras posibilidades son muy limitadas –no nulas– y, por tanto, aunque la modestia debería ser la palabra clave, no podemos dejar de pronunciarnos sobre cuál nos parece el escenario más probable.

Es sabido que nuestra capacidad de anticipar sobre el futuro, con alguna esperanza de acierto, disminuye conforme se amplía el período de tiempo sobre el cual formulamos el diagnóstico. La cuestión esencial radica en la continuidad o ruptura de las tendencias. En estos terrenos, tan imprecisos, la experiencia histórica juega un papel fundamental. Los fenómenos económicos no se repiten de forma mecánica. Aún así, es posible aislar hechos y reacciones que inspiren el análisis de cada situación; además, con todas las limitaciones, la experiencia histórica es, en ocasiones, nuestro único asidero.

El tiempo constituye la variable esencial de la economía –como nos enseñó Alfred Marshall–, y cobra especial relevancia en momentos de cambio, cuando se ha quebrado una tendencia consolidada por su duración, y no advertimos el punto a partir del cual se inicia una nueva etapa. En ese momento crítico se redacta este trabajo (julio de 2009).

La economía mundial se encuentra en una situación que en términos médicos podríamos calificar de respiración asistida. Se ha producido una gran perturbación financiera que ha afectado a la economía real provocando un agudo descenso del crecimiento económico con riesgo de deflación. Las autoridades de todos los países han actuado de manera enérgica, emitiendo un gran volumen de deuda pública para apuntalar a las instituciones financieras y compensar la parálisis de la actividad de éstas, atenazadas por un grado muy elevado de incertidumbre.

La economía española, muy conectada, tanto en términos financieros como comerciales, con el exterior está siendo afectada por esta crisis; la evolución y configuración futura de su sistema financiero estará influida por los criterios que se impongan como consecuencia del cataclismo a nivel internacional. Tenemos, sin embargo, características propias que también afectarán a la evolución de nuestro sistema financiero. Parece conveniente, en consecuencia, hacer referencia al panorama internacional para situar en ese marco nuestra posición.

## 2. La crisis financiera internacional

La mayor parte de los analistas coinciden en situar el comienzo de la crisis en el 9 de agosto del 2007 con el disparo de salida de la suspensión, por parte del BNP Paribas, de la valoración de tres fondos de inversión en mercados monetarios, y de la capacidad de los participantes de acceder a la liquidez. La inyección de 95.000 millones de euros por el Banco Central Europeo marcó el inicio de lo que sería un rosario de intervenciones de la autoridad monetaria intentando reforzar –e incluso sustituir– la liquidez de los mercados.



Ante el agravamiento de la crisis, los gobiernos se han visto forzados a nacionalizar entidades bancarias —el 17 de febrero de 2008 se nacionaliza el Northern Rock en el Reino Unido— y su presencia se acentúa conforme la crisis exige esfuerzos fiscales crecientes que ponen de relieve la magnitud de la catástrofe. Finaliza así, abruptamente, la larga etapa precedente de estabilidad económica y crecimiento sostenido conocida como la «Gran Moderación».

Conforme se van aclarando las brumas iniciales se percibe que en el período previo de crecimiento, se produjeron modificaciones sustanciales en las finanzas que impulsaban el crecimiento económico pero, al tiempo, incubaban factores de inestabilidad que afloraron de manera súbita generando una crisis financiera de extraordinarias proporciones en entidades financieras y mercados. Pese a la intervención decidida de los gobiernos y bancos centrales, la perturbación adquirió intensidad creciente, exigiendo una implicación pública cada vez mayor, sin que se advierta el final del deterioro de mercados y de instituciones.

Esas importantes modificaciones fueron las siguientes: 1) aceleración aguda en el ritmo de innovación financiera; 2) pronunciado aumento de activos y pasivos financieros en relación al PIB; 3) mayor peso de los mercados financieros en relación a la intermediación bancaria; 4) extraordinario crecimiento de los derivados, en especial los de cobertura del riesgo de crédito; 5) protagonismo creciente de los denominados *shadow banks*, integrado por instituciones escasamente reguladas como los *hedge-funds* y los fondos estructurados (SIVs: *structural investment vehicles*); y 6) el aumento de la globalización de las finanzas (Llewellyn, 2009; p. 49).

La crisis financiera ha provocado una alarma general. Progresivamente han ido apreciándose las consecuencias de lo que hoy consideramos desmesuras. Uno de los aspectos más desconcertantes de las crisis financieras es la impecable lógica que las explica... *a posteriori*.

Cuando se revisan los mecanismos que provocan una convulsión financiera importante, la conclusión es siempre aceptar la inevitabilidad de lo acontecido a la vista de la magnitud de los excesos. Ahora también. ¿Podía considerarse normal la concesión masiva de créditos a prestatarios sin ingresos recurrentes, fiados en la garantía de la propia vivienda, en un entorno de bajos tipos de interés, y a partir del supuesto de que los precios de la vivienda continuarían subiendo indefinidamente? Esos fueron los mecanismos que alentaron a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*).

Estas hipotecas de alto riesgo se originaron fundamentalmente en los Estados Unidos y se coincide en que fueron el detonante de la crisis financiera. Sin embargo, han resultado afectados la mayor parte de los países pese al origen americano, aunque la magnitud de las hipotecas *subprime* es una fracción exigua de los activos que se consideran afectados por la deficiente evaluación del riesgo. La cuestión es mucho más compleja; las hipotecas *subprime* han sido la gota que ha puesto en evidencia prácticas extremadamente arriesgadas que dieron origen a una gran masa de activos que involucraban a todas las instituciones financieras, se comercializaron por todo el mundo, y cuya piedra angular era la liquidez de los mercados, la cual depende de la confianza. Cuando ésta se resquebrajó se derrumbó el precario andamiaje.

Se puede censurar la excesiva propensión al riesgo, la actuación de reguladores y supervisores, así como el comportamiento negativo de los bancos de inversión y de las empresas calificadoras de riesgos (*rating*). No puede criticarse, sin embargo, la premura, la determinación, de los bancos centrales y de los gobiernos en intentar detener la catástrofe y moderar los aspectos más negativos.

Están vivos los efectos negativos de otras crisis, y aletean los recuerdos de la más importante: la Gran Depresión<sup>1</sup>, episodio muy bien conocido por Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal. A partir de ese trauma ha quedado claro que no se permitirá, por omisión, la repetición de una hecatombe de esas dimensiones, aunque el intento de acotar el deterioro implique un endeudamiento público gigantesco cuyas consecuencias habrá que afrontar en el futuro. Por supuesto, será preciso que las economías digieran esa masa de deuda, pero será luego, más tarde, cuando el paciente se recupere de un estado comatoso que es el objetivo inmediato e inaplazable.

Cuando se produce una crisis financiera y económica de esta magnitud, se revisan las prácticas y la organización institucional que la ha provocado. Eso sucedió en la Gran Depresión con el *New Deal*, que, en los aspectos financieros, estableció un conjunto de medidas orientadas a prevenir los pánicos bancarios (creación del seguro de depósitos), a reducir la propensión al riesgo (limitaciones a la remuneración de los depósitos), y a poner coto en prácticas que se consideraron desestabilizadoras (separación de banca comercial y banca de inversión).

También ahora se revisará la organización institucional. Naturalmente, ignoro cuál será la configuración que resulte, pero me atrevo a suponer que se fundamentará en los aspectos siguientes:

- Reducción de la propensión al riesgo; lo cual puede implicar menor fiebre competitiva, separación de actividades de banca comercial y de banca de inversión y consideración del riesgo de liquidez.
- Reforzamiento de los mecanismos de regulación y supervisión, con objeto de prevenir excesos como los que han provocado la crisis actual.
- Menor protagonismo de la banca de inversión en el proceso de innovación financiera<sup>2</sup>.
- Cuestionamiento y mayor regulación y supervisión del denominado *shadow banking*.
- Progresiva atención al riesgo sistémico. Reguladores y supervisores tendrán que elevar el punto de mira y tener en cuenta no sólo los aspectos microeconómicos de las entidades, sino las posibilidades de perturbaciones macroeconómicas generadas por su actuación.

<sup>1</sup> El lector interesado puede acudir a Torrero (2006).

<sup>2</sup> De hecho, se está haciendo sobre la marcha. Es significativo que hayan desaparecido como tales los bancos de inversión más importantes. En ocasiones, la Reserva Federal ha inducido a su unión con un gran banco comercial; en otros casos han sido dotados con el estatuto de banco comercial para incluirlos en la órbita supervisora de la Reserva Federal. En mi opinión, estas decisiones se inscriben en la desconfianza del banco central americano respecto a sus actividades en relación a la inestabilidad del sistema financiero.



- Una revisión de las prácticas de la titulización, esto es, la comercialización del crédito, que en el pasado ha implicado que los bancos hayan descuidado su función de seleccionadores y vigilantes de prestatarios a los que tradicionalmente conocían personalmente y seguían en su trayectoria profesional.

El exceso más evidente, cuya corrección es dolorosa e inevitable, radica en el nivel de endeudamiento financiero de los agentes (familias, empresas, administraciones públicas e instituciones financieras) respecto a sus fundamentos económicos. La proporción de la deuda se ha elevado de manera espectacular en la última década y la revisión del riesgo asumido implica la reducción del nivel de apalancamiento. Es preciso, en definitiva, reducir la magnitud del sector financiero respecto a la actividad real, lo cual supondrá un ajuste que afectará negativamente al crecimiento económico y al nivel de empleo.

### 3. La situación del sistema financiero español

#### 3.1. El mercado bursátil

En un trabajo publicado hace un año (Torrero, 2008), que utilizaba material estadístico desde 1980 a 2006, se aprecia con claridad el avance del sistema financiero español en volumen de activos, capacidad de las entidades y profundidad de los mercados. El progreso se hace más intenso desde 1995, acompañando al largo período de crecimiento con estabilidad de la economía española.

Los mercados financieros, en particular las bolsas, han conocido un auge extraordinario. En el período 1980-2006 la rentabilidad anual acumulativa con reinversión de dividendos fue del 19,56% en un marco de tipos de interés nominales y reales en descenso. El volumen de contratación de la bolsa española en 1995 fue del 10,80% del PIB y llegó al 117,8% en el 2006; entre ambos años, la capitalización bursátil pasó del 43,90% al 156,66% del PIB. Esa capitalización era, en 1990, el 1,57% de la del conjunto de los principales países, y llega al 4,75% a finales del 2006.

Los datos son elocuentes. La modernización de nuestro mercado bursátil ha sido espectacular y el aumento de las valoraciones ha coadyuvado al crecimiento económico a través del efecto riqueza. La bolsa española es un mercado desarrollado que forma parte de los más importantes, en un mundo globalizado, y es objeto de atención y de análisis por los inversores institucionales, que operan a nivel internacional.

La crisis financiera ha afectado profundamente a nuestro mercado como a los demás. Excepto que se produjeran circunstancias específicas de gran calado en nuestra economía, la evolución de los mercados bursátiles se situará en línea con las bolsas más importantes.

## 3.2. El sistema bancario

La crisis financiera internacional está afectando duramente a las entidades españolas. En nuestro caso, la incidencia de la perturbación tiene notas específicas que se corresponden con el modelo de crecimiento económico español y que sintetizaré en tres aspectos.

### a) La apelación al ahorro exterior

La inversión en España ha sido muy superior al ahorro nacional. El déficit por cuenta corriente que alcanzó en el 2008 una magnitud extraordinaria (casi el 10% del PIB) es consecuencia del exceso inversor en construcción y muestra la dependencia del ahorro exterior. La crisis de los mercados internacionales ha tenido sobre España una incidencia acusada. La actitud compensadora del Banco Central Europeo ha aliviado el adelgazamiento de los balances de las entidades bancarias que, sin ese apoyo, hubieran sufrido un ajuste mucho más pronunciado del crédito al sector privado.

### b) La escasa incidencia de las hipotecas *subprime*

Como he apuntado, la cuantía de estas hipotecas de baja calidad es muy reducida en relación a la magnitud de los activos y cuya valoración ha sido cuestionada; sin embargo, su inclusión en fondos estructurados ha contribuido a la desconfianza en las valoraciones de estos instrumentos y es la clave que explica la evaporación de la liquidez y el ajuste a la baja de los activos bancarios.

El mercado hipotecario español es distinto al de los Estados Unidos: la generación de las hipotecas la realizan las entidades financieras que conceden los créditos y se mantiene con el prestatario la relación en mayor medida. Además, el Banco de España no ha permitido que la titulación se comercializara a través de instrumentos financieros fuera de balance y sin exigencias de cobertura de recursos propios.

La experiencia ha demostrado que los compromisos de las entidades bancarias con los fondos estructurados en otros países de garantizar la liquidez, han constituido una pesada carga cuando los mercados no han permitido la refinanciación de estos instrumentos y han tenido que recurrir al banco promotor que no ha tenido más remedio que reintegrarlas en su balance. Las pérdidas en la banca internacional, y significativamente en la europea, han sido muy cuantiosas. Las entidades de depósito españolas no han sido afectadas por este tipo de operaciones. Hemos sido emisores de titulaciones, no compradores de fondos estructurados como otros bancos que intentaban acceder a rentabilidades superiores a las que ofrecían activos financieros más seguros cotizados en mercados organizados.



### 3.3. La financiación del sector inmobiliario

Éste es el punto débil de las entidades del sistema bancario español. El crecimiento económico, y la inversión, se han basado en un sector inmobiliario sobredimensionado y ha generado préstamos con garantías del propio sector que tienen gran importancia en la cartera de crédito de las entidades bancarias.

Los soportes de esta desmesura han sido la previsión de precios inmobiliarios en continuo ascenso y la facilidad de financiación que ofrecían los mercados internacionales. Ni el Gobierno, ni el Banco de España, ni las entidades de crédito, ni, por supuesto las empresas del sector inmobiliario, intentaron poner coto a esta fiebre puesto que sustentaba el crecimiento económico, el empleo y la cuenta de resultados. Se descontaba, por otra parte, que el ajuste de los excesos se produciría de manera gradual y ordenada, no de manera súbita y abrupta.

Es de justicia señalar que el Banco de España realizó, prácticamente en solitario entre los bancos centrales, una política de provisiones anticíclicas que ha servido para detener el primer embate de la morosidad y de la baja de las valoraciones de los activos inmobiliarios.

Es preciso añadir, sin embargo, que la mayor parte del ajuste está aún por realizar. La caída de las valoraciones inmobiliarias sólo se ha reflejado parcialmente en el activo de entidades de crédito. Especial trascendencia tienen los créditos a la promoción inmobiliaria que se han ido reflejando conforme era obligado el reconocimiento de la morosidad. Las entidades bancarias han acudido, además, al expediente de comprar activos con objeto de que no se acumulara la mora, lo cual inmoviliza recursos y consume capital, haciendo más difícil la concesión de créditos a otras actividades.

De manera que la concentración del crédito en el sector inmobiliario, en especial los concedidos a la promoción, hace más vulnerables a nuestras entidades pero, también, les proporciona tiempo para llevar a cabo el ajuste inevitable que impone la crisis económica, el paro, y el desplome del valor de los activos aportados como garantía. La traslación del deterioro a resultados se produce cuando los prestatarios han agotado las posibilidades de hacer frente a sus obligaciones financieras. El Banco de España, en su *Informe Anual* (2009, p. 169), señala:

«Los intermediarios financieros españoles han padecido hasta ahora en menor medida que en otros sistemas financieros los efectos de la crisis financiera, pero no son inmunes al notable deterioro macroeconómico, de modo que su posición financiera se verá sometida a mayores presiones durante los próximos trimestres, a la vez que se van reduciendo los márgenes con los que contaban para afrontar estas perturbaciones. En este contexto, resulta esencial preservar la solidez del sistema financiero, de modo que no se conviertan en un freno para la recuperación en España una vez que desaparezcan los obstáculos que se derivan de la crisis financiera internacional».



## 4. El futuro del sistema financiero español

España tiene un sistema bancario eficiente y competitivo, pero sobredimensionado, que ha volcado su capacidad crediticia sobre el sector de la construcción, y que precisa reestructurarse, eliminar el exceso de capacidad, capitalizarse y sanear su balance. Es inevitable el cierre de sucursales, la reducción de empleo y que se lleven a cabo procesos de concentración entre las entidades.

La necesidad de reestructuración afecta a bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito; es tanto más importante cuanto mayores hayan sido los excesos cometidos en el pasado respecto a expansión de oficinas, empleo y concentración de la cartera de crédito en el sector de la construcción. Considerando estas circunstancias, la evolución de la morosidad y la capacidad de obtener recursos propios, las necesidades más importantes y urgentes se sitúan en las cajas de ahorro.

En los intentos de reestructuración están aflorando las consecuencias de la segmentación de nuestro mercado. El poder excesivo de las autonomías impide que el proceso se lleve a cabo de forma racional, con amplitud de miras.

La reorganización y el saneamiento de nuestro sistema bancario es fundamental y prioritario puesto que de ello depende la normalización del crédito para empresas y familias. El resultado del proceso dependerá de la relación de fuerzas entre la óptica nacional, que parece liderar en solitario el Banco de España, y la localista de los gobiernos autonómicos. Pocas veces, como en esta ocasión, es tan necesario que se imponga una visión de Estado con una perspectiva integradora y de largo plazo. La suerte de nuestro sistema bancario depende de cómo se realice este proceso de saneamiento y reestructuración y, naturalmente, de cómo evolucione la economía española.

## 5. Nota final

La economía española está ajustándose a la nueva situación que impone la crisis financiera internacional. El descenso de la inversión, el aumento del ahorro familiar, la reducción del apalancamiento empresarial, la venta de activos y, en definitiva, la reducción del desorbitado déficit por cuenta corriente, muestran la adaptación de nuestra economía a las nuevas circunstancias.

La crisis financiera no se ha abordado en nuestro país de forma adecuada. La convulsión ha sido tan notable que una gestión eficiente no hubiera podido soslayar el impacto negativo, pero nuestras vacilaciones y retrasos están haciendo más duro y prolongado el ajuste, y comprometen participar en la recuperación de la economía internacional cuando esta se produzca.





El Gobierno tardó en admitir la crisis y retrasó la adopción de las medidas que la situación exigía, con lo cual se ha perdido un tiempo valioso. En tres aspectos claves se aprecia, en mi opinión, la falta de resolución del Gobierno: 1) la flexibilidad del mercado de trabajo; 2) la sustitución de la construcción como sector impulsor; y 3) la propensión al aumento del gasto público. Permítaseme una referencia telegráfica a estos asuntos capitales.

Es importantísimo que se reforme el mercado de trabajo para aumentar la flexibilidad y que las condiciones laborales se adapten a las posibilidades y circunstancias de las empresas.

Los sectores que impulsen la economía y sustituyan parcialmente a la construcción deben ser los que resulten de las decisiones empresariales. Lo que corresponde a los Gobiernos es mejorar las condiciones que favorezcan la adopción de las decisiones de las empresas; es básico mejorar la educación a todos los niveles y este objetivo debería ser el eje fundamental de actuación del Gobierno.

La propensión a solucionar los problemas mediante el gasto público es arriesgada y responde a una visión cortoplacista. Es cierto que la crisis exige recurrir al gasto público; también lo es que nuestro punto de partida (porcentaje del *stock* de deuda pública respecto del PIB) era confortable. Sin embargo, la velocidad del crecimiento de la deuda pública comprometerá muy rápidamente la calificación de nuestro país; además, la variable esencial no es sólo el *stock* de deuda pública sino el conjunto del endeudamiento de los agentes económicos.

Conviene tener muy claro que al no disponer de moneda propia, no cabe esperar una recuperación de la competitividad por esa vía como en el pasado. La única vía de ajuste posible es la reducción de costes empresariales; de todos los costes: energéticos, fiscales, aportaciones a la Seguridad Social y, por supuesto, los salariales. Esa situación la han comprendido muy bien los trabajadores situados en actividades muy expuestas a la competencia internacional; no es tan fácil de percibir ni aceptar en otros sectores menos expuestos de manera inmediata y directa, como los funcionarios públicos, por ejemplo, cuyo número y remuneración aumenta de forma suicida en una situación grave que exige austeridad, sacrificios y solidaridad.

Por último, estamos integrados en el área euro lo cual implica protección, pero también es preciso asumir la responsabilidad que corresponde a un país con una moneda fuerte, que debe comportarse con rigor. El euro es una realidad, también lo son las naciones; nada garantiza nuestra pertenencia a un club selecto si no actuamos de manera responsable.



## 6. Bibliografía

- BANCO DE ESPAÑA (2009): *Informe Anual 2008*.
- LLEWELLYN, D. T. (2009): «The new banking and financial system»; en MAYES, D; PRINGLE, R. y TAYLOR, M., eds.: *Towards a new framework for financial stability*. Central Banking Publications.
- TORRERO, A. (2006): *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. Madrid, Marcial Pons.
- TORRERO, A. (2008): «Sistema Financiero»; en VELARDE, J. y SERRANO, J. M., eds.: *España Siglo XXI. Tomo 3. La Economía*. Madrid.