

Madrid, 13 de diciembre de 2010

La crisis y los mercados financieros

Conferencia Anual Financiera/Asociación de Mercados Financieros

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador del Banco de España

Buenos días a todos y muchas gracias a la Asociación de Mercados Financieros por su amable invitación a participar en este almuerzo-coloquio.

Desde la Gran Depresión del siglo pasado el mundo no había vivido una crisis financiera tan profunda como la actual. Y al igual que pasó entonces, probablemente serán necesarios muchos años de intenso estudio y contar con suficiente perspectiva histórica para tener una evaluación precisa de los factores que la originaron o de los mecanismos que han contribuido a su difusión. En particular, todavía hay mucho que aprender acerca de la relación entre el desarrollo de la crisis y el comportamiento de los mercados financieros. No obstante, aprovecharé esta intervención para trasladarles unas breves reflexiones sobre la conducta de los mercados durante la crisis, con una perspectiva que no tiene pretensiones de generalidad puesto que me ocuparé exclusivamente de su impacto en la economía española.

Para ello, comentaré dos episodios bien diferenciados de la crisis financiera de los últimos tres años: el primero, que podríamos denominar “crisis bancaria”, afectó menos a España que a otros países. El segundo episodio, asociado al rápido deterioro de las finanzas públicas en la zona del euro, ha tenido importantes efectos en nuestro país.

El estallido de la primera fase de la crisis podría fecharse hace ya más de tres años, cuando un banco francés suspendió los reembolsos de sus fondos invertidos en préstamos hipotecarios estadounidenses. En poco tiempo se hizo evidente que el origen de estos problemas se situaba en las hipotecas *subprime* estadounidenses y en la propagación del riesgo asociado a las mismas a través del modelo de “originar para distribuir”. Las instituciones más afectadas fueron las entidades bancarias. Se produjo el colapso de grandes instituciones financieras, no solo en los países donde se originaron los problemas, sino también en muchos otros cuyos bancos invirtieron su ahorro en los productos generados por las economías más endeudadas. El sistema bancario español, en cambio, no había originado ni invertido en este tipo de productos, gracias, en gran medida, al enfoque relativamente conservador de nuestra regulación y supervisión. En consecuencia, y aunque evidentemente nuestras entidades no fueron inmunes a algunos de los efectos derivados de la crisis, como el deterioro de la situación económica o las consecuencias del derrumbe de la confianza en el funcionamiento de los mercados de financiación mayoristas, el efecto directo sobre el sistema bancario español fue relativamente pequeño.

Durante la larga etapa de expansión previa a la crisis, la economía española había experimentado un proceso de continuado aumento del endeudamiento, parecido al de otros países que con la crisis vieron colapsar sus sistemas bancarios. Algunos analistas establecieron un paralelismo con lo ocurrido en estos países y alertaron de que podrían producirse problemas parecidos en el caso español. Sin embargo, no ha sido así. Es cierto que en la etapa de expansión el endeudamiento del sector privado creció a ritmos muy elevados -aunque debe matizarse que el crecimiento de los precios de los activos no sustentado por los fundamentales fue menor que en otros países-, pero durante estos tres años el sistema bancario español ha resistido razonablemente, con la intervención de solo dos entidades de pequeño tamaño y un volumen de apoyo público muy reducido si se compara con los recursos públicos destinados a este fin en otros países.

La explicación de este resultado distinto ante situaciones aparentemente similares debe buscarse en la buena calidad de la regulación y la supervisión del sector bancario, así como en el modelo de negocio basado en la banca minorista que desarrollaron las entidades de nuestro país.

Sucedió que los países que vieron colapsar sus sistemas bancarios fueron en gran medida los que en los años precedentes habían defendido con más energía las ventajas de que los Estados interviniesen lo menos posible en el funcionamiento del sector financiero (como se decía entonces con el slogan de: "*hands off*, manos fuera"). Era justamente lo contrario de lo que venía haciendo el Banco de España -institución que supo aprender de las graves crisis bancarias que se produjeron en los años 80 y a principios de los 90 en nuestro país-.

Hasta la explosión de la crisis, la doctrina imperante abogaba por una regulación laxa y se consideraban anticuados tanto el enfoque de nuestra supervisión como el modelo de negocio de nuestro sector bancario, centrado en las actividades bancarias tradicionales. Sin embargo, tras la crisis, la ley del péndulo ha llevado a que ahora el enfoque predominante en la regulación financiera se haya ido al extremo opuesto. Buena muestra de ello es el programa de trabajo que se viene desarrollando en los principales organismos y foros internacionales, como el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera (en sus siglas en inglés: FSB), o el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Se está trabajando intensamente para poner en marcha importantes cambios en el marco regulatorio y supervisor internacional con la finalidad de evitar que se reproduzcan crisis similares y mejorar la resistencia del sistema financiero en el futuro. Entre estas novedades destaca la nueva normativa conocida como Basilea III, que modifica la regulación del sector bancario a nivel internacional en varios aspectos fundamentales: se exigirá a las entidades más capital y de mejor calidad, se crearán requisitos explícitos para el riesgo de liquidez y se pondrán en marcha medidas para mitigar el comportamiento procíclico de la actividad financiera. Por otra parte, el FSB está trabajando en el tratamiento de las entidades de importancia sistémica, es decir, de aquellas que son demasiado importantes para dejarlas caer por su tamaño, por el nivel de complejidad de su operativa o por su grado de interconexión con otros participantes del sistema financiero. En el futuro, estas entidades deberán hacer frente a unas mayores exigencias regulatorias y supervisoras, que deberían modularse teniendo en cuenta el tipo de actividad, la complejidad y la estructura de cada entidad. Asimismo, se han producido o se están produciendo avances en muchas otras áreas, como las retribuciones en el sector financiero, la regulación de las agencias de rating, etc.

En términos generales, los españoles tenemos todavía mucho que aprender de otros países en cuanto a distintas políticas económicas. El ejemplo más claro y urgente, a la vista de las consecuencias económicas y sociales del número ingente de españoles sin trabajo, es el de aprender de las políticas de empleo y mercado de trabajo de aquellos países que, incluso en los peores momentos de crisis, mantienen tasas de desempleo bajas. Sin embargo, en el ámbito de las políticas de regulación y supervisión financiera sucede lo contrario: nuestros sistemas de supervisión están siendo estudiados con atención para las reformas en otros países. La ingeniosa idea del Gobernador Rojo y de su equipo de implantar un mecanismo contracíclico para tratar de suavizar el crecimiento del crédito o al menos mitigar las consecuencias negativas de su comportamiento cíclico sobre el sistema bancario, ha sido un precedente de los colchones de capital contracíclicos previstos en el acuerdo de Basilea III. Las limitaciones a los productos complejos o la obligación de consolidar son otros ejemplos de normas o criterios de actuación

que han sido característicos de la supervisión y la regulación bancaria española y que coinciden plenamente con la dirección en la que están avanzando las reformas del sistema financiero a nivel mundial.

El enfoque seguido por España para la reestructuración del sector bancario también ha demostrado tener ventajas. Este proceso de reordenación se ha acometido utilizando el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria –el FROB–, cuya creación fue aprobada por el Parlamento hace más de un año y medio, y desde entonces ha auspiciado numerosos procesos de integración entre cajas de ahorros que han reducido a 17 las 45 cajas preexistentes. Este Fondo se constituyó con dos modalidades de actuación. La primera se orientaba a apoyar a las entidades que, siendo viables, precisaban de procesos de reestructuración para garantizar su capacidad para volver a una senda de rentabilidad sostenible, reforzando su solvencia con recursos públicos. Cabe señalar que en algunos países donde se ha visto necesario contar con un instrumento similar, todavía no se ha creado. La segunda modalidad de actuación del FROB dotó al Banco de España de amplios poderes para intervenir y resolver los problemas de aquellas entidades que no son viables de una forma rápida y eficaz.

La actuación del FROB se ha completado con la aprobación de la reforma del régimen legal de las cajas de ahorros. Hasta ahora las limitaciones propias de su naturaleza jurídica habían impedido a las cajas reforzar su capital de mayor calidad, salvo a través de la capitalización de los beneficios generados. La reforma abre estas entidades al capital privado permitiéndoles emitir instrumentos de capital de la máxima calidad, favorece las mejoras en su gestión y las somete a una mayor disciplina de mercado.

La reestructuración se planteó en base a dos criterios que han demostrado ser sumamente útiles. El primero es la exigencia de reducir capacidad instalada a aquellas instituciones que solicitan ayudas públicas. Durante los años de expansión, nuestro sistema bancario se había sobredimensionado en paralelo al crecimiento del sector de la construcción. Si las ayudas no se hubieran condicionado a presentar un programa de ajuste de la capacidad, las cuentas de resultados de todas las entidades bancarias se habrían mantenido en registros pobres, no sólo coyunturalmente, sino de una forma estructural. Y como ustedes saben, a la hora de evitar las crisis bancarias la cuenta de resultados es la primera línea de defensa.

Otro criterio que ha demostrado ser muy útil ha sido el de contar con una importante autorización del Parlamento (hasta 99.000 millones de euros) para atender las necesidades de recapitalización que surjan durante la crisis, pero a la vez contener el impacto presupuestario del proceso de reestructuración. Los más de 10.000 millones de euros que se van a prestar a las entidades españolas son sin duda una cantidad importante, pero se trata de una cuantía muy reducida en comparación con la suministrada en otros Estados, que reaccionaron volcando en los bancos privados cantidades ingentes de recursos públicos, lo que provocó aumentos de deuda pública muy serios, que en algunos casos han acabado creando problemas al propio país. Si fuera preciso, hay fondos (*backstop*) de sobra para atender necesidades de recapitalización, pero es absurdo inyectar recursos públicos si no es necesario.

Reflexionemos ahora sobre el papel de los mercados financieros en la segunda fase de la crisis financiera, la denominada “crisis de la deuda soberana”, cuya explosión se puede fechar muy recientemente, en la primavera de este año. El comportamiento de los mercados de deuda podría analizarse desde el punto de vista de los fallos de mercado o de los fallos en su regulación.

Aunque ésta es una perspectiva interesante, a diferencia de lo sucedido con la regulación bancaria, todavía no se han puesto en marcha propuestas de reforma de gran trascendencia. La crisis ha revelado múltiples fallos en el funcionamiento de los mercados y con frecuencia se ha criticado que estos mismos mercados influyan en la agenda de las políticas públicas, pero lo cierto es que hasta ahora apenas se han propuesto reformas de calado como las que se están elaborando para los mercados de crédito. Los interesados en esta óptica, pueden leer el último discurso de Fernando Restoy, vicepresidente de la CNMV, en el que sugiere algunos ámbitos en los que la regulación de estos mercados podría mejorarse.

Yo hoy voy a emplear un enfoque menos ambicioso, centrado en describir el comportamiento de los mercados desde la perspectiva de un país como el nuestro, que en los últimos meses ha tenido que hacer frente a la desconfianza de los inversores.

¿Qué hemos aprendido del comportamiento de los mercados de deuda en esta segunda fase de la crisis? Quizá una de las lecciones más importantes de esta etapa es que son capaces de identificar algunos problemas estructurales que por cualquier razón pueden afectar a la solvencia de una economía. Y por ello los mercados pueden darnos orientaciones de política económica en las que, no sólo ellos, sino nosotros mismos, estamos interesados. El retorno a unas cuentas públicas saneadas, las reformas para estimular el crecimiento y reducir el desempleo, la reestructuración de nuestros sistemas bancarios para que estén en condiciones de favorecer el crecimiento cuando la demanda de crédito se recupere, etc., son consejos que van en nuestro favor y que merece la pena seguir.

Alguien podría decir que es cierto que los mercados avisan, pero suelen hacerlo muy tarde. Y es verdad. Si pensamos en el caso español, durante los más de diez años de expansión en que el crédito empezó a crecer hasta alcanzar cifras de dos dígitos y en que la balanza corriente, que estaba prácticamente en equilibrio en 1996, empezó a ampliar sistemática y continuamente su déficit, los mercados no enviaron excesivas señales sobre los desequilibrios que se fueron acumulando. Los mercados pensaban, como los españoles, que la economía española iba bien. Habría que admitir, como dice Raghuram Rajan hablando de la economía americana, que esta tardanza en darse cuenta de los problemas fue compartida por todos los agentes de la economía. Pero ello no significa que, aunque lleguen tarde, los mensajes que nos envían los mercados no merezcan ser escuchados y valorados con atención. Si pensamos que la evaluación de los problemas que hacen los inversores es razonable, entonces la reacción más recomendable es seguir sus consejos.

Hemos aprendido también que los mercados no solo pueden errar cuando tardan en avisar sino que también pueden equivocarse en sus juicios. En muchas ocasiones la información de que disponen es difusa o insuficiente y los inversores configuran su visión de las distintas economías de una forma poco matizada. Lo que hemos aprendido, cuando este es el caso, es que criticar su ignorancia sirve de poco en términos prácticos. La reacción más adecuada es proporcionarles la mayor y mejor información posible. Porque, en general, cuando los inversores tienen la información correcta, la incorporan adecuadamente en sus juicios.

Modestamente, creo que un ejemplo de reacción apropiada ante un diagnóstico incorrecto por parte de los mercados fue la decisión que adoptamos el verano pasado de hacer pruebas de resistencia a todas las cajas y a todos los bancos cotizados españoles antes del verano. Las dudas que en aquel momento existían en los mercados sobre la capacidad del sistema español

para digerir el problema inmobiliario eran infundadas pero, en cuanto se reaccionó con transparencia, aquellas dudas se disiparon, cajas y bancos pudieron volver a captar recursos en los mercados y descendió vertiginosamente el recurso de nuestras entidades a la financiación del Banco Central Europeo.

Si me permiten que siga utilizando este recurso retórico, otra lección que hemos aprendido recientemente es que los mercados, además de no ser infalibles, también - a veces- olvidan. El último ejemplo en este sentido son las dudas que han emergido de nuevo sobre el sistema bancario español. Las pruebas de resistencia se hicieron a finales de julio, y como ustedes pueden suponer, el valor de los activos inmobiliarios de la banca española no puede haber variado significativamente en tres meses. Nada ha cambiado sustancialmente del resto de las hipótesis y, sin embargo, los mercados han parecido olvidarlo porque han entrado en la lógica de “si Irlanda ha tenido un problema inmobiliario y tiene serios problemas bancarios, algo parecido podría ocurrir en España”. Una sospecha que se ha visto reforzada por el hecho de que las entidades irlandesas también superaron los *stress-test*. En este sentido, es preciso recalcar que las pruebas de resistencia que se realizaron en nuestro país fueron más exhaustivas y ofrecieron una información más detallada. Mientras que en Irlanda solamente dos entidades participaron en estos ejercicios, en nuestro país se sometieron a ellos todas las cajas y bancos cotizados y se facilitó información sobre la exposición a los riesgos, en particular al inmobiliario, con un grado de detalle y transparencia notablemente superior al que se ofreció en otros países.

Pero ¿qué hacer ante esta situación de olvido o de reaparición de las dudas de los inversores? De nuevo en estos casos, la receta es: más transparencia. De ahí que a fines de noviembre tomamos la iniciativa de explicar otra vez la situación y procedimos a desnudar de nuevo las instituciones bancarias españolas, en especial las cajas de ahorro. Por eso hemos pedido a las entidades que expliquen en detalle su situación al mercado. En particular, el Banco de España se ha dirigido a las asociaciones del sector para asegurar que las entidades ofrezcan trimestralmente al mercado información adicional normalizada sobre su exposición al sector de promoción y construcción, desglosando los porcentajes de créditos de dudoso cobro, las garantías de que disponen y las coberturas constituidas para afrontar su posible deterioro. También deberán detallar la información sobre su cartera hipotecaria minorista, incluyendo los *loan to value* correspondientes y los porcentajes de créditos dudosos. Por último, deberán valorar sus necesidades de financiación en los mercados y las estrategias de corto, medio y largo plazo que han puesto en marcha. Hay que hacer todo esto porque cuando la percepción de la realidad es mucho peor que la realidad misma, la mejor reacción posible es explicarla con todo detalle.

Otra lección que hemos aprendido de la conducta de los mercados es que no les gusta la incertidumbre. Como saben los buenos guionistas de películas, el espectador se siente más a gusto cuando puede ir prediciendo un poco lo que va a suceder. Lo mismo saben los compositores de música. Cuanto más imprevisible es una película o una composición, más insatisfacción en el espectador y más ruido en el oyente. En esta crisis de deuda, además de la responsabilidad de los países que se han visto sometidos a la desconfianza de los mercados, ha jugado también un papel relevante la falta de coordinación entre los dirigentes de la Unión Europea, que ponen de manifiesto ante la opinión pública diferencias sustanciales entre ellos y a veces lo han hecho en los peores momentos peores de la crisis, contribuyendo así al agravamiento de los problemas. Recuerdo una entrevista de una periodista a un analista en un programa de televisión americano de hace unas semanas. El analista se explayaba comentando los problemas de la deuda soberana en Europa como el principal foco de inestabilidad en esos

momentos en el mundo. La periodista le preguntó que como era posible que, entre las razones de nerviosismo de los mercados, ni siquiera hubiera mencionado el bombardeo que Corea del Norte había realizado el día anterior. Y el analista le contestó: “mire usted, a los mercados les gusta lo predecible y el gobierno de Corea del Norte es mucho más predecible que los políticos europeos”.

Lo que he dicho de las instituciones de la Unión Europea se puede decir también del interior de los países, donde no sólo es importante lo que diga o haga el gobierno central sino también lo que digan o hagan los gobiernos regionales, la oposición y, en general, todos los agentes económicos relevantes. Y es que otra cosa que hemos aprendido es que los mercados nos ven desde lejos y no distinguen lo que distinguimos aquí. En concreto, en nuestro caso no siempre distinguen entre los gobiernos regionales y el central, o entre gobierno y oposición, lo que ven es: España.

Aprender estas lecciones sobre el comportamiento de los mercados es muy importante para todos los países, pero lo es más en países como el nuestro, que debido a la acumulación sistemática y creciente de déficit corrientes desde 1996 hemos tenido que recurrir a la financiación exterior, y por tanto es crucial transmitir confianza a quienes nos financian.

Ahora estamos en la buena dirección. En tres años hemos pasado de un déficit corriente de alrededor del 10% del PIB a una cifra inferior al 5 % este año y en el caso del déficit público, vamos a pasar de algo más de un 11% el año pasado a un 6% el año que viene. Una vez completado su ajuste, la economía española volverá a crecer por encima de las mayores economías de la zona euro tal como prevén la mayoría de las instituciones internacionales. Pero esto no debe llevarnos a la complacencia, sino a seguir profundizando en las reformas estructurales.

Habrán observado ustedes que los mercados se comportan como las personas: a veces nos dan consejos razonables, a veces nos los dan tarde, a veces se equivocan, y a veces se olvidan. Y oscilan entre la avaricia y el temor, según se obsesionen con la rentabilidad o con el riesgo. Ahora estamos observando una conducta de “huida del riesgo” pero recuerden ustedes el alocado “*search for yield*” que vivieron los mercados financieros de todo el mundo en la década previa a la crisis.

¿Debemos hacer siempre caso a los consejos de los mercados? No necesariamente. Es muy recomendable hacerles caso cuando los mensajes que nos envían son atinados. Y muchas veces, aunque tarde, nos demandan hacer aquello que nos beneficia. Pero también se equivocan a veces y en esos casos, no tiene sentido reaccionar airadamente echándoles en cara su ignorancia. No sirve de nada. La respuesta más adecuada es darles la mayor información posible y explicarles nuestras razones. Esta es la forma de convencer a cualquier persona y es la forma en que debemos reaccionar ante los mercados. Y es que los mercados no son sino personas. Por ello siempre que me preguntan cómo se debe reaccionar ante ellos suelo aconsejar que se les trate como a personas, que es lo que son al fin y al cabo.

Muchas gracias