

LA BANCA ESPAÑOLA ANTE LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA

José Antonio Álvarez (*)

(*) José Antonio Álvarez es Director General Financiero del Banco Santander.
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

La banca española ante la actual crisis financiera

La actual crisis financiera es resultado, en buena medida, de un largo período de sobreabundancia de liquidez que llevó a la acumulación de una serie de excesos. Como dijo un escritor francés del siglo XIX, «El que abusa de un líquido no se mantiene mucho tiempo sólido», y eso es exactamente lo que le ha pasado al sistema financiero internacional. La innovación, incentivó el desarrollo de complejas estructuras financieras sobre las que no se realizó una lectura adecuada de los riesgos subyacentes. Una vez que estos comenzaron a materializarse, la situación desembocó en una crisis de confianza en la valoración y en el alcance de la exposición a estos títulos por parte de las entidades de crédito, lo que provocó una crisis de liquidez que mantiene, un año después, al sistema financiero y al mercado de crédito internacional en una situación de elevado riesgo.

El sistema financiero español se ha mantenido alejado de estas innovaciones financieras «nativas», desarrollando su modelo de banca minorista de clientes. Esto le situó en un buen punto de partida relativo para afrontar la crisis. No obstante, la duración de esta y su impacto sobre el ajuste del mercado inmobiliario están suponiendo un reto para la gestión de las entidades españolas.

1. La crisis financiera internacional

1.1 ORIGENES DE LA CRISIS

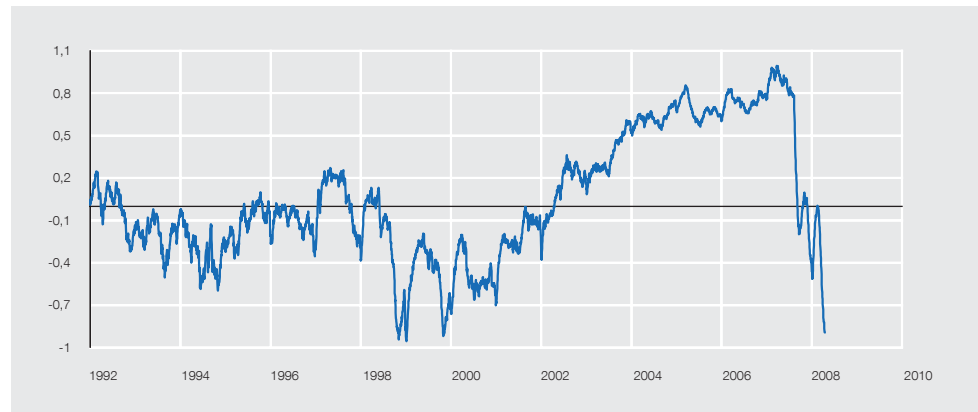
La actual crisis financiera, que se inició en agosto de 2007, tiene lugar tras cinco años de elevada liquidez en el mercado financiero. Esto se ha reflejado tanto en el aumento de los agregados monetarios¹, provocando un «exceso de capacidad» del sistema financiero, como en la facilidad de convertir cualquier activo financiero en dinero efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de su valor. Así lo refleja el índice de liquidez elaborado por el Banco de Inglaterra², que se compone de diferentes medidas de diferenciales *bid-ask*, de ratios de rentabilidad sobre volumen y de primas de liquidez.

Si se observa la evolución de este indicador desde que hay disponibilidad de datos, se aprecia que, en el período 2002-2007, la liquidez del mercado financiero internacional fue extraordinaria. Varios son los factores que han contribuido a esta acumulación de liquidez en el mercado, destacando el largo período de estabilidad económica y la fuerte innovación financiera desarrollada en el mismo.

La economía global ha registrado el ciclo de crecimiento más estable de la historia reciente, en un entorno de expectativas de precios ancladas. Gracias a unas políticas monetarias que fijaron la inflación como principal objetivo y al fuerte incremento de la globalización, la economía mundial ha experimentado un proceso de desinflación muy acusado durante las últimas décadas. De hecho, durante la desaceleración económica de 2000-2002 los temores se centraron en la posibilidad de que la economía entrara en deflación, a lo que los bancos centrales de las principales áreas económicas respondieron relajando de manera notable sus políticas monetarias, llevando los tipos de interés reales a terreno negativo durante un largo período de tiempo (2002-2005).

Como muestran diferentes estudios³, es frecuente en la historia económica encontrar episodios en los que las crisis bancarias han venido precedidas de una fase de abundante liquidez

1. Véase T. Adrian y H. Dhin (2008), *Liquidity and financial cycles*, BIS Working Papers, n.º 256, julio. 2. Para más información, véase recuadro 2, «Financial Market Liquidity», *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de Inglaterra, abril de 2007. 3. Véase A. Berger y C. Bouwman (2008), *Financial crisis and bank liquidity creation*.



FUENTE: Banco de Inglaterra.

en el sistema financiero. Durante la última década, el bajo nivel de tipos de interés, en un entorno de estabilidad macroeconómica e innovación financiera, llevó, por un lado, a una revalorización de los precios de los activos y, por otro, a un incremento del apetito por el riesgo, animando tanto a familias como a empresas a iniciar un proceso de apalancamiento sin precedentes, y al sistema financiero a innovar en productos que elevaran tanto las rentabilidades como la base de los clientes potenciales, compensando así la caída del margen de intermediación.

Como suele suceder en la parte alcista de los ciclos, se produjo una acumulación de desequilibrios derivados de la prociclicidad del sistema financiero. En los momentos de crecimiento económico, las entidades de crédito tienden a relajar los estándares de crédito, llevando a un apalancamiento excesivo. En esta ocasión, la innovación financiera y el apetito por el riesgo permitieron llevar aún más lejos esta prociclicidad, dando entrada de manera notable al mercado de crédito a clientes que no lo hubieran hecho en el sistema de banca tradicional.

Así, la actual crisis tiene elementos conocidos, coincidentes en la mayoría de las crisis financieras, y elementos nuevos, derivados de la fuerte innovación financiera producida durante la última década⁴.

1.2 «EXCESOS EN EL SECTOR FINANCIERO»

Los excesos se hacen evidentes con el fuerte desarrollo de las hipotecas *subprime*. En un entorno de crecimiento económico, las entidades de crédito relajaron sus estándares de crédito, animadas por las elevadas revalorizaciones de los colaterales y presionadas por la fuerte competencia, lo que explicaría en parte las laxas políticas de oferta que se aplicaban a este tipo de hipotecas. Pero, además, esta laxitud no podría haber llegado tan lejos si no hubiera estado apoyada por un sistema de «originar para vender» que evitaba el consumo de capital y no daba incentivos a llevar una gestión prudente del riesgo. De hecho, el desarrollo de complejas estructuras financieras en las que se empaquetaban estos préstamos, cuyo riesgo no fue suficientemente evaluado ni por las agencias de calificación ni por los inversores, permitió un fuerte crecimiento de préstamos con *scorings* negativos, sin documentación, a tipos variables sujetos a fuertes revisiones y con tasas de esfuerzo y relaciones préstamo-valor muy elevadas, algo que no se habría dado en un sistema bancario tradicional.

La elevada liquidez del sistema permitió, asimismo, que durante este período se produjese un fuerte desarrollo de estructuras con un alto porcentaje de apalancamiento (*private equity*, SIV,

4. Véase BIS (2008), 78.º Informe Anual.

etc.), animando a diferentes entidades financieras a tomar posiciones de largo plazo con financiación de corto plazo, algo difícil de gestionar ante cambios bruscos en los mercados financieros. Del mismo modo, el apetito al riesgo se tradujo también en un fuerte incremento de las operaciones en búsqueda de rentabilidades *carry-trades*, *proprietary trading*, etc. Este tipo de operaciones lleva asociados elevados riesgos, por lo que suele ganar peso en los momentos altos del ciclo, desapareciendo en los períodos de normalización.

Además, es importante recalcar que gran parte de estas innovaciones financieras creció en estructuras fuera del balance de las entidades bancarias, por lo que no se realizó una correcta supervisión de los riesgos que entrañaba el crecimiento de este «sistema financiero paralelo» para el conjunto del sistema.

1.3 NORMALIZACIÓN DEL CICLO

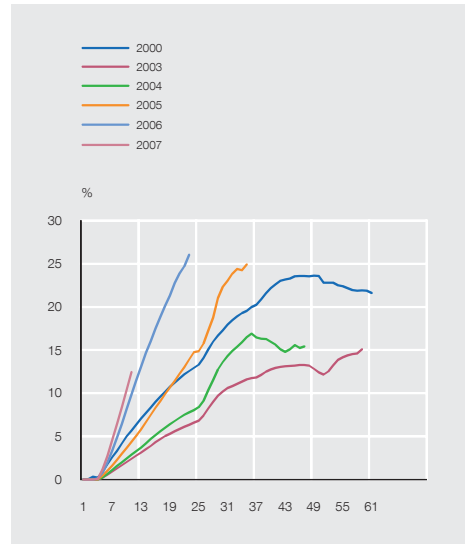
El cambio de sesgo de la política monetaria de Estados Unidos marcó el punto de inflexión del mercado hipotecario estadounidense. Entre julio de 2004 y julio de 2006, los tipos de interés oficiales subieron 425 puntos básicos, lo que deterioró de manera significativa la capacidad de pago de los deudores del segmento *subprime*, cuyos préstamos se concedieron a tipo variable y, en muchos casos, con un descuento en los primeros dos años. El fin de la revalorización de la vivienda y las revisiones de las hipotecas dispararon la carga financiera y las tasas de morosidad de este segmento, especialmente de las hipotecas concedidas en los últimos años.

No obstante, no fue hasta el verano de 2007 cuando se puso de manifiesto el impacto que el deterioro del mercado inmobiliario americano podía tener sobre el sistema financiero. Las rebajas en las calificaciones crediticias de títulos estructurados asociados a este tipo de préstamos por parte de las agencias de *rating* tuvieron impacto en *hedge funds* y en entidades de crédito en ambos lados del Atlántico, lo que desencadenó una pérdida de confianza, por un lado, de las calificaciones otorgadas por las agencias de *rating* a estos fondos estructurados y, por otro, de la exposición de las entidades financieras a estos títulos.

Esto provocó un fuerte aumento de los *spreads*, derivado de la presión vendedora de este tipo de títulos ante el incremento de la aversión al riesgo, y una fuerte contracción de la liquidez, debida al cierre de los mercados primarios, así como al aumento de los *spreads* en el mercado interbancario, reflejando la desconfianza de contrapartida entre las entidades de crédito.

Los bancos centrales han actuado en el mercado con reiteradas inyecciones de liquidez y dando señales contundentes de que no van a permitir que se produzca un colapso sistémico. La nacionalización de Northern Rock, la intervención en la compra de Bearn Sterns, el plan de rescate a las agencias de titulación Freddie Mac y Fannie Mae son ejemplos del intento de las autoridades de evitar el contagio en el mercado. No obstante, en Estados Unidos, la caída de Lehman Brothers, el rescate de la aseguradora AIG y las fuertes turbulencias de los mercados en esos días mostraron que la aproximación caso a caso no permitiría restablecer la confianza en el sistema financiero, por lo que el Tesoro americano optó por lanzar un programa de rescate global, en discusión en el congreso a la hora de escribir este artículo, con la intención de asegurar la solvencia de las entidades financieras y evitar una restricción de crédito severa.

En principio, el rescate incluye a todas las entidades afectadas por los títulos «tóxicos», por lo que tendrá efectos también en entidades europeas con actividad en Estados Unidos. No obstante, no es descartable que el impacto de la crisis requiera la intervención de las autoridades europeas.



FUENTE: BIS.

Es difícil cuantificar el coste de la actual crisis, ya que el continuo deterioro del mercado inmobiliario estadounidense dificulta valorar su alcance. La sobreoferta de viviendas que tiene en la actualidad el mercado norteamericano continúa presionando los precios de la vivienda a la baja, que mostraban una caída del 15% en el segundo trimestre del año. Esto no permite fijar el valor de los colaterales de la deuda hipotecaria, lo que dificulta el cálculo de la pérdida final de los títulos que cuentan con estas garantías y mantiene la incertidumbre sobre el impacto total en el sistema financiero internacional.

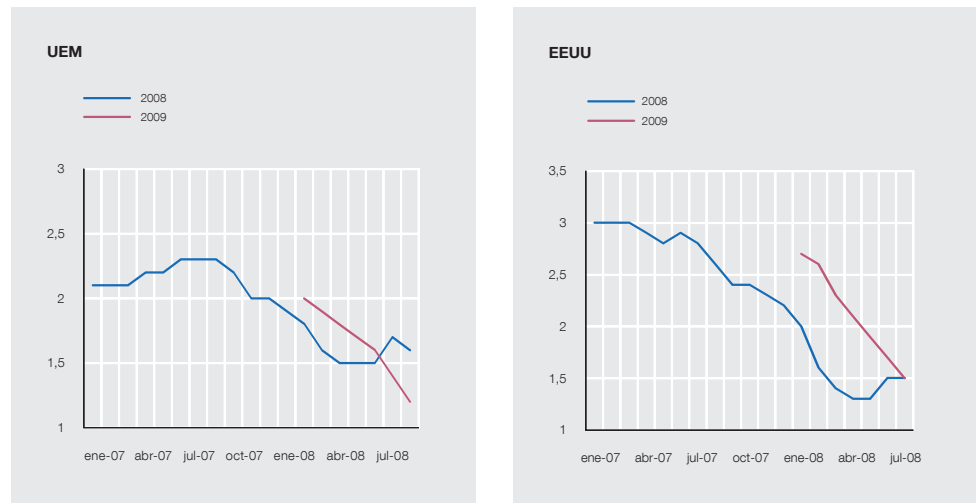
Así, la crisis *subprime* se ha convertido en una crisis de valoración, de transparencia y de supervisión del sector financiero, en la que todavía no se ve un final y de la que es imprescindible extraer lecciones que permitan fortalecer el sistema de cara al futuro.

1.4 IMPACTO EN LA ECONOMÍA REAL

La crisis financiera tiene una traslación a la economía real principalmente a través de cuatro canales: uno de crédito, otro patrimonial, otro de confianza y, por último, el canal fiscal.

- a) El canal de crédito se materializa a través de una menor disponibilidad de financiación que afecta al nivel de inversión y de consumo, especialmente en los países anglosajones. Al cambio de fase del ciclo se han unido la crisis de liquidez, el cierre de los mercados financieros mayoristas y el deterioro de las ratios de solvencia de las entidades como resultado del retorno a balance de estructuras de titulización y del aumento de pérdidas incurridas, lo que reduce la disponibilidad de recursos para prestar al sector privado. Así, como ponen de manifiesto las diferentes encuestas para préstamos bancarios de los principales sistemas financieros, las entidades han elevado sus estándares de oferta de crédito a la hora de conceder financiación, exigiendo mayores garantías, reduciendo los plazos y ampliando los diferenciales cobrados.
- b) El canal patrimonial se materializa a través de la caída del patrimonio financiero y real de empresas y familias, que reduce su colateral, provocando una reducción del consumo y de la inversión de estos agentes. Esto es especialmente relevante tras un período en el que han recurrido de manera creciente a la financiación, por lo que se inicia una etapa de desapalancamiento, reduciéndose la demanda y el crecimiento económico.

(% de variación interanual del PIB)



FUENTE: Consensus Forecast.

- c) El canal de confianza: Por último, y relacionada con los dos anteriores, se ha producido una fuerte caída de la confianza de los agentes económicos, lo que se traduce, asimismo, en un deterioro del crecimiento del PIB.
- d) El canal fiscal: El rescate del sector financiero tendrá un impacto en las cuentas públicas, que probablemente se reflejará en un aumento de la presión fiscal y, en consecuencia, en un menor crecimiento económico.

Es difícil cuantificar estos efectos, sobre todo en un momento en el que la crisis continúa, pero está claro que el crecimiento económico de las principales áreas afectadas se está resintiendo desde la segunda mitad del año 2007, y, como muestra la evolución de las previsiones de las principales áreas económicas, la persistencia de la crisis está trasladando los efectos hasta el año 2009.

Quizás el efecto más preocupante en la actualidad es el canal de crédito. La posibilidad de que la crisis desemboque en un *credit-crunch* todavía sigue viva. Como pone de manifiesto el Fondo Monetario Internacional⁵, el riesgo sistémico no se ha reducido en los últimos trimestres y el continuo deterioro de la solvencia bancaria presiona a la disponibilidad de financiación de la economía en el futuro próximo.

En esta línea, el gobernador del Banco de España declaró recientemente que «la crisis financiera dista mucho de haberse normalizado plenamente, y más bien parece interreaccionar negativamente con las perspectivas macroeconómicas», dando la idea de que nos encontramos actualmente en un círculo vicioso en el que el sistema financiero y la macroeconomía se retroalimentan negativamente. Un círculo vicioso que hay que romper para comenzar a ver la salida de la actual situación.

El endurecimiento de las condiciones de crédito y la mayor aversión al riesgo han tenido efectos sobre la demanda de las principales economías desarrolladas. Además, el fuerte incremento de los precios del petróleo y de los productos agrícolas ha dejado a los bancos centra-

5. Véase actualización del *Global Financial Stability Review*, FMI, julio de 2008.

les con poco margen de maniobra en lo que se refiere a política monetaria, añadiendo complejidad y dificultando la respuesta a la crisis financiera.

2 La banca española. Seis bendiciones...

El sistema financiero español no ha sido ajeno al proceso de innovación financiera, pero sí ha estado alejado de las innovaciones nocivas que han desembocado en la actual crisis, lo que le ha situado en una buena posición de partida para afrontarla. Así, la exposición directa e indirecta de las entidades españolas a las hipotecas *subprime* es casi inexistente (representan apenas el 0,03% de los activos totales⁶). Esto se ha reflejado en la valoración de las entidades financieras en bolsa y en los resultados obtenidos durante el primer año de crisis.

Pero, además, existen otros factores que diferencian a la banca española:

2.1 ENFOQUE DE BANCA COMERCIAL

El sistema bancario español ha mantenido el foco en la banca minorista. Mientras que, en los últimos años, una gran parte de la banca internacional dio un giro hacia un enfoque basado en la originación de crédito y la transferencia del riesgo, descuidando el servicio al cliente, la banca española ha mantenido su modelo intensivo en distribución de servicios financieros, a través de una extensa red de oficinas que aseguraban la cercanía al cliente y en un entorno muy competitivo que ha obligado a llevar a cabo un notable control de los costes bancarios, lo que ha situado al sistema financiero español como uno de los más eficientes del mundo.

Así, las entidades financieras españolas se encuentran en una posición de ventaja relativa, ya que el sistema de banca universal de cercanía al cliente permite continuar generando negocio en una etapa de desapalancamiento como la que estamos viviendo.

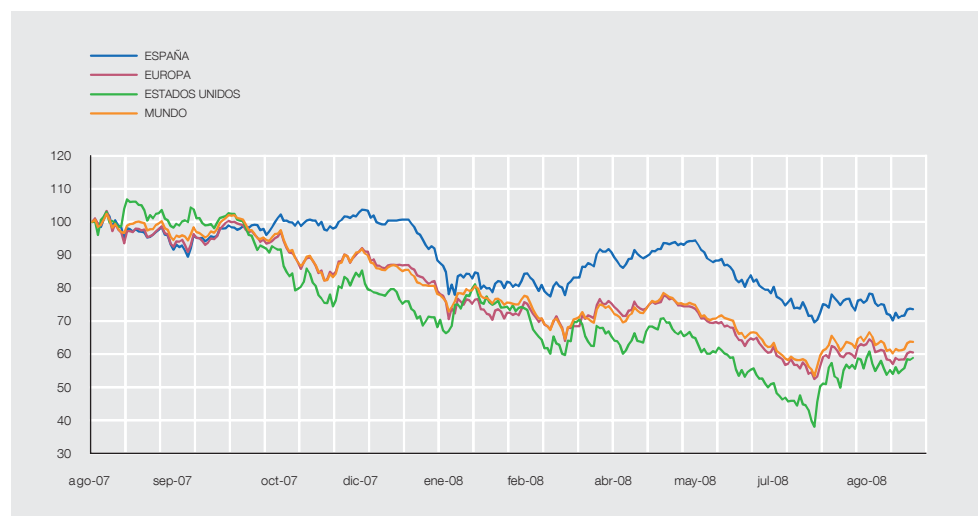
2.2 EL MODELO «ORIGINAR Y RETENER»

España ha sido uno de los países donde más se ha desarrollado la titulización de activos en los últimos años. De hecho, entre 2005 y 2007 se situó como segundo emisor de titulizaciones europeo, solo superado por el Reino Unido. No obstante, el modelo de titulización espa-

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES: ÍNDICES DE BANCOS DE FTSE

GRÁFICO 4

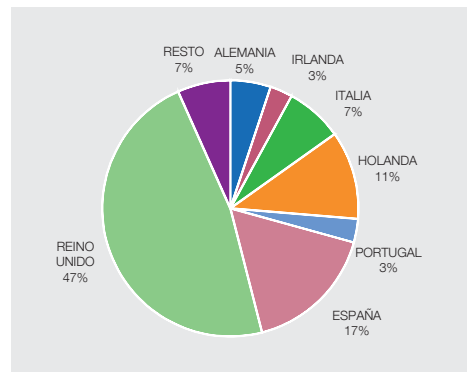
(Agosto 2007=100)



FUENTE: Thomsom Financial.

6. Véase *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de España, noviembre de 2007.

(% sobre el total)



FUENTE: ESF.

ñol difiere de manera sustancial con el desarrollado principalmente en la economía norteamericana⁷ y que ha sido, como se ha comentado, la mecha de la actual crisis financiera.

En Estados Unidos, el desarrollo de la titulización de activos no elegibles por las agencias tituladoras Fannie Mae o Freddie Mac se produjo en medio de un proceso de fuerte desintermediación, en el que cada vez intervenían más actores desde el momento de la comercialización hasta la gestión del préstamo.

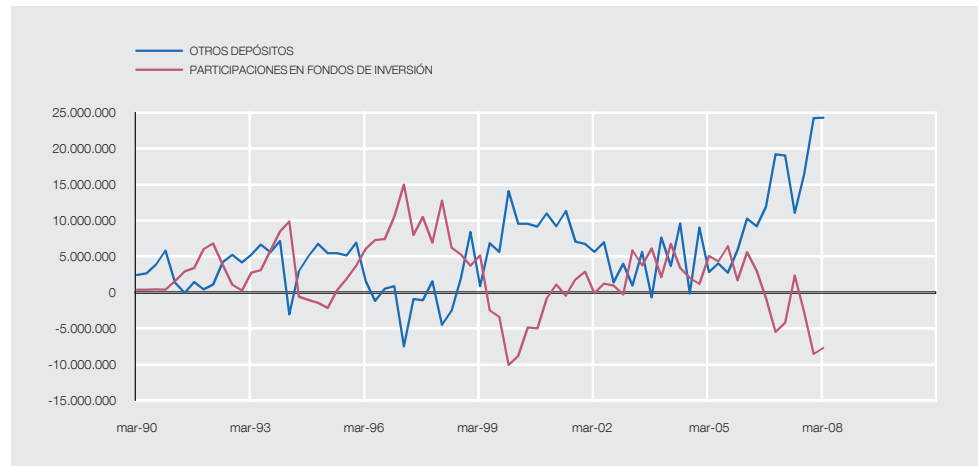
Así, la mayor parte de las hipotecas las comercializan *brokers* que vendían el préstamo a un banco originador que, a su vez, lo vendía a un fondo de titulización que, como se ha podido comprobar al desencadenarse la crisis, lo vendía a bancos de inversión tanto americanos como europeos, a *hedge funds* y a otros inversores institucionales. Así, las instituciones encargadas en originar las hipotecas transferían totalmente el riesgo, por lo que su único incentivo era seguir generando hipotecas, independientemente del riesgo subyacente. Además, la sofisticación a la hora de empaquetar estos préstamos dificultó la evaluación de sus riesgos, lo que generó un mecanismo perverso que desembocó en la actual crisis financiera.

En España, la titulización de activos se ha desarrollado principalmente con el objetivo de acceder a liquidez de largo plazo, sin llevar a cabo una transferencia real del riesgo, por lo que los incentivos a mantener una política prudencial del riesgo han continuado intactos.

Además, el desarrollo de los fondos de titulización se ha basado en el desarrollo de estructuras financieras sencillas y tradicionales, que permiten llevar a cabo una correcta valoración de los riesgos inherentes, algo que se está empezando a demandar por el mercado internacional, en contra de las complejas estructuras desarrolladas en torno a las hipotecas *subprime*, que han supuesto la pérdida de confianza en este tipo de instrumentos.

Por último, la calidad del activo titulado en España es muy elevada, con tasas de morosidad incluso inferiores a las de la cartera no titulada, con una ratio de relación préstamo-valor promedio del 70% y, en el caso de la titulización de las cédulas hipotecarias, con un grado de sobrecolateralización mínimo del 25%. Además, en España, donde el deudor responde a su deuda hipotecaria con la totalidad de su patrimonio, los incentivos a pagar son muy superio-

7. Véase E. Catarineu y D. Pérez (2008), «La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: El modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *Estabilidad Financiera*, n.º 14, Banco de España, mayo de 2008.



FUENTE: Banco de España.

res a los de los deudores anglosajones, incluso en el hipotético caso de que se produjera una situación en la cual el colateral valiera menos que la deuda asumida.

2.3 BASE DE DEPÓSITOS

A pesar del importante desarrollo del mercado de títulos hipotecarios, la banca española no ha descuidado su papel como captador de depósitos. Además, como se ha comentado anteriormente, el sistema bancario español ha mantenido un sistema de banca universal, siendo la principal intermediaria de fondos de inversión y de pensiones. Así, las entidades bancarias españolas han podido desviar su enfoque comercial desde la comercialización de fondos de inversión hacia los depósitos a plazo, en un momento en el que, además, la evolución de los mercados y el apetito al riesgo así lo aconsejaban.

2.4 EL SISTEMA FINANCIERO HA ESTADO APARTADO DEL «RIESGO FINANCIERO PURO»

El sistema bancario español ha sido ajeno al desarrollo de las nuevas estructuras de innovación financiera, continuando centrado en el negocio minorista. Además, dadas las características del mercado español, los riesgos de interés y los riesgos de liquidez de las entidades son relativamente bajos.

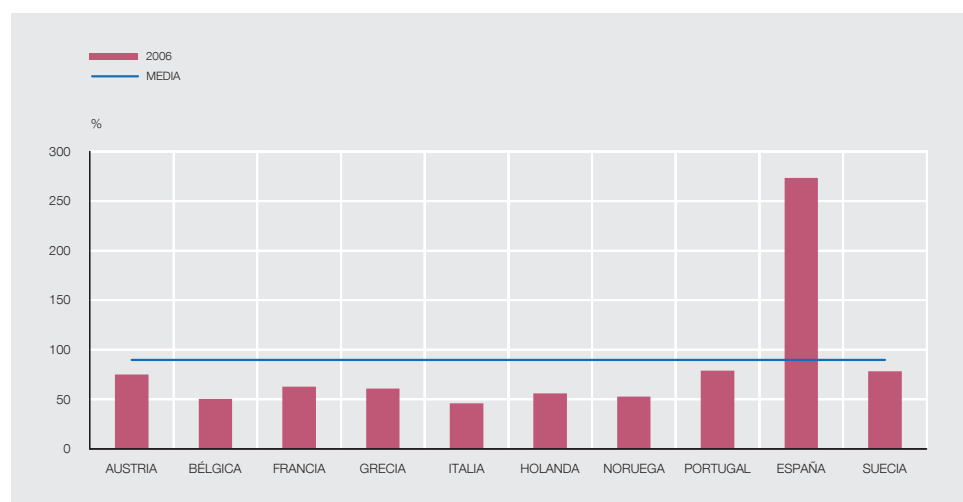
Por un lado, el 97% de las hipotecas se encuentra referenciado a tipo variable, lo que elimina el riesgo de tipo de interés de las entidades. Por otro, las emisiones tanto de cédulas como de titulaciones realizadas durante los últimos años se han hecho a plazos bastante largos, lo que reduce el riesgo de liquidez y ha supuesto un desahogo ante la actual deficiencia de los mercados financieros.

Además, en el sistema financiero español no se ha producido un arbitraje de capital, por lo que la diferencia entre capital y activos financieros ajustados de riesgo, a diferencia de los principales países afectados por la crisis, ha mantenido la solvencia de las entidades dentro de los niveles prudenciales determinados por las normas de capital.

2.5 FORTALEZA DE BALANCE: BIEN PROVISIONADOS Y BIEN CAPITALIZADOS

Además, un aspecto diferencial de la banca española es el elevado nivel de provisiones. Desde el año 2000, el Banco de España, preocupado por el fuerte crecimiento del crédito en España y consciente de la prociclicidad del mismo, introdujo la provisión estadística, que obligaba a las entidades a provisionar fondos por riesgos inherentes al ciclo económico. Así, cuando se compara el nivel de provisiones que tenían las entidades al inicio de la crisis con el de otros países desarrollados, se observa el importante colchón con el que contaban las españolas.

(Provisiones/créditos dudosos)



FUENTE: FMI.

Por otro lado, no se debe olvidar que la crisis se ha producido en pleno proceso de aplicación de las nuevas normas de capital regulatorio Basilea II a nivel europeo. El desarrollo de herramientas y procedimientos que aumentan la sensibilidad del capital al riesgo ha supuesto también una fortaleza relativa cuando se compara la banca europea con la banca americana, donde solo las grandes entidades van a someterse al nuevo sistema de cálculo de requerimientos de capital y no lo implementarán hasta 2011.

2.6 POLÍTICAS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO PRUDENTES

Como se ha comentado anteriormente, las entidades de crédito han mantenido los incentivos para llevar a cabo una prudente gestión de sus carteras de préstamos. El Banco de España no permitía sacar de balance los préstamos mientras no se produjera una transferencia real del riesgo, por lo que las entidades han continuado evaluando de cerca el riesgo incurrido a la hora de conceder financiación. De hecho, el segmento *subprime* no se ha desarrollado apenas en España.

Esto se ha observado en la evolución de los ratios de mora hipotecaria, que pasaron de ser los más elevados de las economías de la OCDE tras la crisis de principios de los noventa —en niveles superiores al 5%— a ser de los más reducidos, alcanzando un 0,3% en 2006. Además, la cartera hipotecaria se encuentra fuertemente respaldada, ya que la concesión de préstamos ha continuado estando fuertemente sobrecolateralizada.

Todas estas características del sistema financiero español representan fortalezas que han permitido afrontar la crisis desde un punto de partida muy sólido, como muestran los resultados de las entidades de crédito durante el año pasado y la evolución en bolsa en relación con el resto de sistemas bancarios desarrollados.

No obstante, el sistema bancario no ha sido inmune a la crisis financiera internacional. Las restricciones de liquidez, el cambio en la percepción del riesgo y, sobre todo, la intensificación del ajuste del mercado inmobiliario y de la desaceleración de la economía española están teniendo efectos importantes en el volumen de negocio, en el coste de financiación de las entidades de crédito y en la evolución de la calidad de la cartera.

3 ... y dos ¿penitencias?

3.1 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Para entender la situación actual de la economía española es imprescindible tener en cuenta el importante cambio que ha experimentado, especialmente durante la última década. La

entrada de la economía española en la Unión Económica y Monetaria supuso un impulso sin precedentes. Así, si —como se ha comentado anteriormente— la mayor estabilidad macroeconómica y financiera significó un impulso a la economía internacional, en el caso de España este cambio fue mucho más marcado y tiene un componente permanente mucho más relevante que en el del resto de economías desarrolladas.

Por ejemplo, la caída estructural de los tipos de interés tuvo importantes efectos económicos, ya que, por un lado, aumentó el valor de los activos al reducir el factor de descuento y, por otro, aumentó el «nivel de apalancamiento estructural» de los agentes económicos. De este modo, el nivel de endeudamiento del sector privado ha tenido un notable incremento durante la última década, tanto por parte de empresas como de hogares.

Pero la economía española ha experimentado otros cambios relevantes durante la última década, con un aumento considerable del grado de apertura comercial, una flexibilización del mercado laboral y un cambio en las políticas fiscales que la sitúan lejos de la situación económica en la que se encontraba a principios de la década pasada. Así, nos encontramos ante una economía capaz de responder a choques externos de manera más solvente que en el pasado.

No obstante, el deterioro económico y la persistencia de la crisis de liquidez están elevando los riesgos y la incertidumbre. Principalmente, existen dos aspectos que centran la atención sobre la evolución del sistema financiero en el corto y medio plazo: la capacidad de cubrir las necesidades de financiación de la economía española, y la intensidad y el impacto del ajuste inmobiliario.

3.2 LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

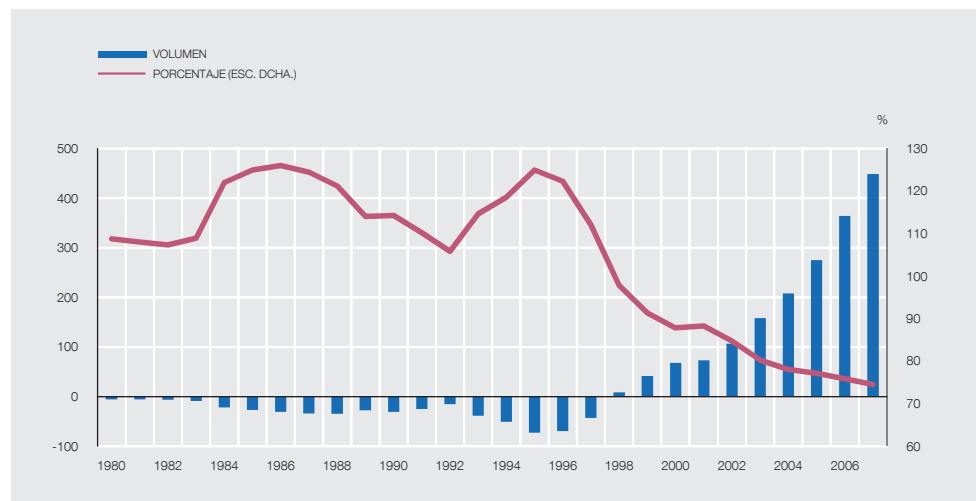
La fuerte expansión del crédito en España no estuvo acompañada por un aumento similar de los depósitos, lo que provocó una creciente dependencia de la financiación bancaria a través de los mercados de capitales. Como se ha comentado anteriormente, España fue, durante 2007, el segundo emisor europeo de titulizaciones y el segundo emisor de títulos hipotecarios (cédulas), por lo que existe un riesgo de que, ante un alargamiento de las turbulencias financieras, las entidades no puedan atender a las necesidades de financiación de la economía en el futuro.

Hasta ahora, el impacto de las turbulencias financieras sobre la oferta de crédito al sector privado en España ha sido limitado: el saldo vivo de crédito al sector privado ha seguido creciendo —aunque a menor ritmo— y el volumen de nuevas operaciones ha caído un 11% respecto de 2007. Así, el menor crecimiento del crédito se explica en buena medida porque la demanda de crédito de empresas y familias se ha reducido, y no tanto porque las entidades hayan endurecido sus criterios de concesión de créditos de forma indiscriminada.

Así, a pesar de que las entidades sí están pidiendo más garantías a la hora de conceder sus préstamos, como muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España, el diferencial de tipos de interés cargado a los prestatarios no se ha visto afectado de momento por la crisis de liquidez, e incluso se ha reducido en el caso de créditos a la vivienda, probablemente por la mayor calidad de la financiación concedida durante el último año.

Ese impacto limitado se explica porque, en general, las entidades españolas, hasta el inicio de las turbulencias financieras, habían cubierto sus necesidades de financiación con una cierta anticipación y mediante emisiones de medio y largo plazo. Esta prudente gestión financiera ha permitido a las entidades contar con vías alternativas de financiación y seguir desarrollando su actividad sin grandes contratiempos.

(mm de euros y %)



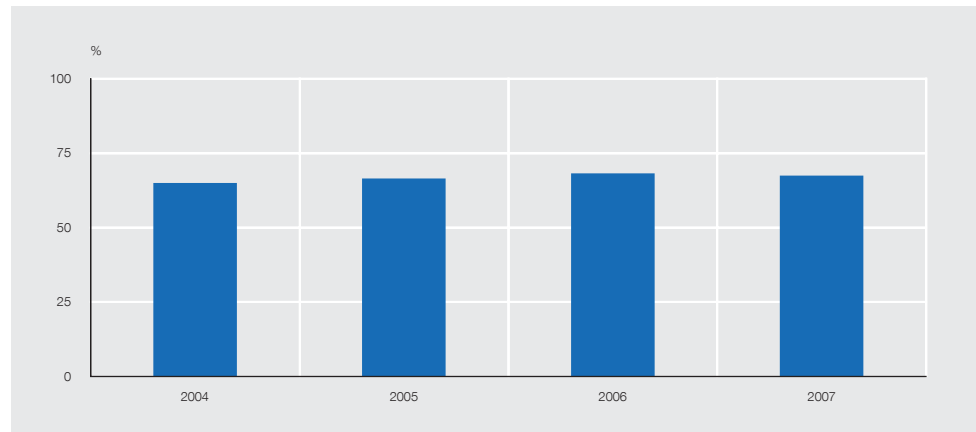
FUENTE: Banco de España.

Sin embargo, la situación actual no es sostenible indefinidamente: a pesar de mostrar una tendencia de desaceleración, las necesidades de financiación en el segundo semestre de 2008 y en 2009 seguirán siendo muy elevadas; los mercados de capitales a medio y largo plazo están lejos de haberse normalizado y los colchones de financiación de que se disponía al inicio de la crisis se han utilizado en una medida importante.

Durante el último año, las emisiones se han realizado a plazos muy cortos (la mayoría a dos años), algo que abunda en la debilidad del mercado, sobre todo en el caso de las cédulas hipotecarias en las que el colateral tiene un plazo de más de 20 años. Las necesidades de financiación de 2007 y el primer semestre de 2008 se han cubierto en buena medida por vías tales como el aumento del recurso al Banco Central Europeo o las emisiones de papel a corto plazo. Es cierto que había margen para utilizar estos instrumentos sin deteriorar gravemente la posición financiera de las entidades. Sin embargo, estas vías de financiación no son recurrentes, tienen sus limitaciones y elevan el perfil de riesgo de la actual estructura de financiación.

La apelación al BCE alcanzó en junio los 47 mm de euros, 29 mm de euros más que los recaudados por esta vía al inicio de la crisis (entonces estaba en mínimos) y unos 23 mm más que en la media 2004-2006. No obstante, el importe representa el 10,3% del total inyectado por el BCE, lo que muestra que era un recurso poco utilizado por las entidades españolas, cuyo peso en el Eurosistema es del 10%. Otra vía de financiación ha sido la posición deudora en el interbancario, aunque es cierto que la actividad de las filiales de bancos extranjeros podría explicar en parte esta situación.

Por último, las entidades han seguido recurriendo a los mercados primarios, pero principalmente a través de emisiones de papel a corto plazo. Durante los últimos 12 meses, el 91% de las emisiones de las entidades de crédito ha sido a corto plazo, frente al 73% de hace dos años. Desde que se inició la crisis, las emisiones netas de títulos a largo plazo han registrado una notable caída, como pone de manifiesto la evolución del saldo vivo, que dejó de crecer desde el mes de agosto. Por el contrario, el saldo vivo de los valores a corto plazo aumentó de manera notable en el último año (un 22%), a pesar de que se ha desacelerado ligeramente en el segundo trimestre de 2008.



FUENTE: Asociación Hipotecaria Española.

Otro recurso utilizado ha sido la canalización del ahorro privado hacia depósitos, en detrimento de los fondos de inversión, como muestra la caída acumulada en las suscripciones netas de 30 mm de euros entre enero y junio.

En definitiva, este *roll-over* basado en operaciones de corto plazo está deteriorando gradualmente la situación de liquidez de las entidades financieras y, de prolongarse la situación en los mercados financieros internacionales, el deterioro de capacidad de financiación a la economía puede desembocar en una situación de restricción de crédito.

3.3 EL AJUSTE DEL MERCADO INMOBILIARIO

Las necesidades de financiación afectan de manera especial al ajuste del mercado residencial. La fuerte expansión inmobiliaria experimentada en España a partir de 1997 estuvo apoyada en la financiación tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. Así, existen dudas tanto sobre cómo va a afectar el actual ajuste de mercado en el sistema financiero español como del impacto que la situación del sistema financiero va a tener sobre el mercado residencial.

El fuerte deterioro de la confianza de los consumidores ha reducido de manera significativa la demanda de vivienda. Así, las compraventas de vivienda muestran una caída del 28% en el primer semestre de 2008 y, en consecuencia, se ha experimentado una fuerte caída de la demanda de financiación para la adquisición de vivienda (un 40% menos en el primer semestre de 2008). Mientras, el número de viviendas que sale al mercado continúa aumentando, lo que está provocando un aumento del *stock* de viviendas en oferta.

Una situación de sobreoferta tiende a hacer presión a la baja sobre los precios residenciales. No obstante, hasta el momento el precio de la vivienda en España se ha desacelerado de manera gradual. En este sentido, uno de los mayores riesgos para el sistema financiero en una situación de mercado inmobiliario desequilibrado se produce cuando una caída brusca de los precios provoca que el valor del activo sea inferior a la deuda, eliminando los incentivos a continuar pagando el préstamo.

En España, ese riesgo es reducido, ya que, por un lado, las familias hipotecadas responden ante la entidad acreedora con su patrimonio y, por otro, las políticas de concesión de créditos han continuado siendo prudentes a lo largo de la expansión crediticia. Como muestran las estadísticas, la relación préstamo-valor de la cartera de préstamos a la adquisición de vivienda se ha mantenido en niveles del 65%, por lo que el grado de sobrecolateralización es muy

elevado, siendo muy improbable que se llegue a una situación de «riqueza negativa» por parte de los deudores.

De este modo, es descartable que el ajuste inmobiliario en España pueda tener una intensidad similar a la del mercado norteamericano, ya que en España no se ha desarrollado el mercado *subprime* y la disposición al pago es mayor. En todo caso, el impacto de un aumento de la morosidad sobre las cuentas de las entidades será más reducido al contar con un mayor respaldo del colateral.

4 Lecciones de la crisis

La crisis financiera ha permitido extraer diferentes lecciones en lo que se refiere a la gestión y la supervisión de las entidades financieras.

4.1 GESTIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En general, la crisis ha puesto de relieve las fortalezas de un modelo de banca universal, como el español, en relación con la banca de inversión o la banca de producto.

No obstante, como se ha puesto en evidencia a lo largo de este artículo, no es un buen momento para la autocomplacencia, sino que la coyuntura actual representa un interesante reto que afrontar. Existe un único antídoto contra la crisis: una gestión disciplinada.

4.1.1 Principios de balance

Si bien es un requisito imprescindible en la gestión de cualquier empresa estar atento a los cambios que está experimentando nuestro entorno en todo momento, las entidades financieras deben basar su gestión en cuatro principios de balance básicos:

1 Creación de valor a través de la relación con el cliente

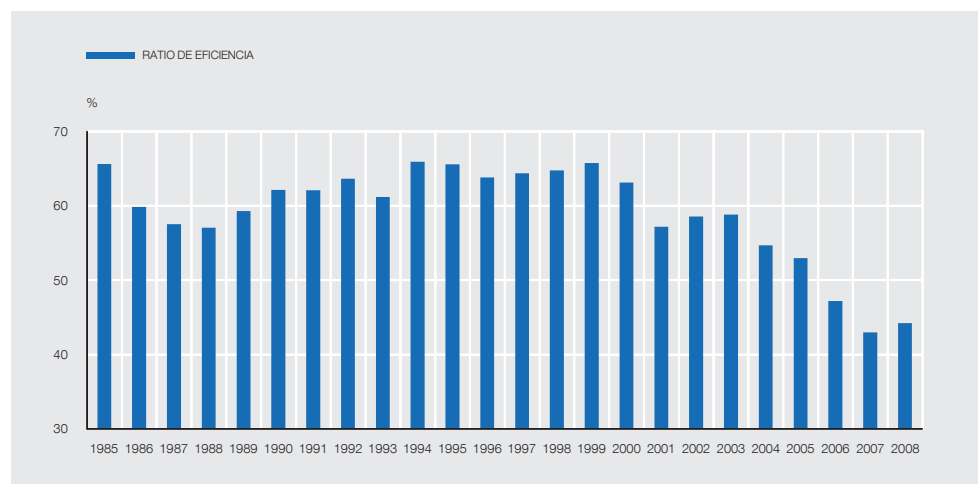
Se crea valor a medio y largo plazo añadiendo valor a nuestros clientes, no tomando riesgos financieros. Es decir, el riesgo financiero se gestiona, no se juega con él, y la mejor forma de gestionarlo es a través de las relaciones estables y directas con nuestros clientes y mediante la generación de negocio recurrente.

España cuenta con la red de sucursales más extensa del mundo (aproximadamente, 47.000 oficinas). No obstante, no hay que descuidar el desarrollo del

RATIO DE EFICIENCIA

GRÁFICO 10

(Gastos de explotación/margen ordinario)



FUENTE: Banco de España.

resto de canales de distribución (teléfono, Internet, agentes, etc.), que permiten a ambas partes maximizar la relación.

El modelo de banca universal brinda la posibilidad de poder acompañar a los clientes, cubriendo las diferentes necesidades financieras que les surgen a lo largo de su ciclo vital.

Pero, además, en banca comercial es indispensable llevar a cabo un riguroso control de los costes. Así, es necesaria una cultura de continua mejora de la productividad, basada en las ventajas de la plataforma tecnológica y en la continua reestructuración de las áreas operativas. Para ello, es también importante explotar las economías de escala, que se alcanzan a través de un tamaño crítico de mercado. El mercado español ha conseguido importantes avances en eficiencia y, de hecho, es uno de los sistemas que mejores ratios presenta. No obstante, en situaciones como la actual es cuando el control de costes se hace más relevante.

2 *Sin atajos para beneficios de corto plazo*

El sistema financiero español ha basado el crecimiento de sus resultados en negocios recurrentes, lo que ha mantenido, en general, a las entidades alejadas de las inversiones en títulos y estructuras financieras complejas, que han sufrido de lleno el impacto de la actual crisis. Esto está ligado claramente con el enfoque de banca minorista. El centrar los esfuerzos y estrategias en conseguir prestar el mejor servicio financiero al menor coste, en un entorno de prudencia en la gestión de riesgos, es la clave de cara a conseguir aumentar los resultados con una visión de medio y largo plazo. Los «atajos», el arbitraje, son formas de alcanzar resultados de corto plazo, pero también implican la asunción de un elevado riesgo.

3 *A veces, lo barato sale caro*

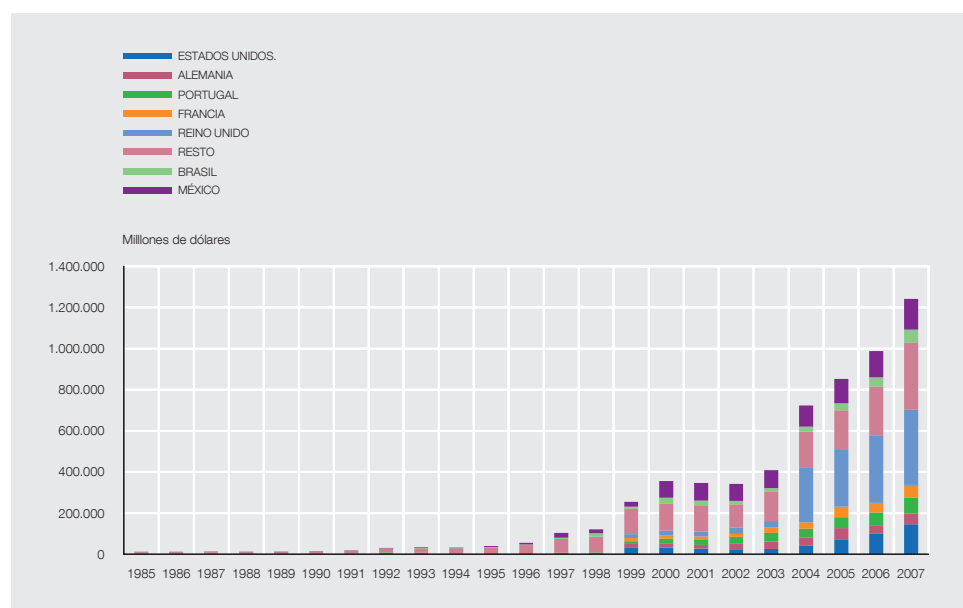
En banca es importante seguir la filosofía de no ir «a por el último céntimo». Así, la gestión del balance de las entidades financieras debe estar inmersa en una política clara e independiente de riesgos. Algo que en la actualidad se apunta como una de las grandes carencias de la banca internacional⁸.

En este sentido, la aproximación al cálculo de capital de Basilea II ha sido un importante avance a la hora de elevar la sensibilidad de las entidades financieras a la gestión del riesgo. No obstante, es importante avanzar en impregnar a todos los niveles de las instituciones financieras con una comprensión de la rentabilidad ajustada al riesgo.

4 *Los beneficios de la diversificación*

En la actualidad se hacen más evidentes que nunca los beneficios de la diversificación. La banca española ha aprovechado la bonanza económica para llevar a cabo una fuerte expansión internacional, multiplicando por 12 los activos en el extranjero en la última década y consiguiendo una elevada presencia tanto en

8. Véase IIF (2008), *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*.



FUENTE: BIS. International Banking Statistics, consolidated foreign claims of reporting banks, marzo de 2008.

América Latina como en Europa o Estados Unidos. Así, ante la caída en el volumen de negocio en España, es de esperar que la aportación al beneficio de las inversiones en el extranjero ganen peso en los próximos años.

4.2 SUPERVISIÓN FINANCIERA

La crisis ha puesto de relieve, una vez más, el papel crucial de la supervisión bancaria y la necesidad de acomodar la misma, de manera continua, a los nuevos retos que representan la globalización y la innovación del sistema financiero.

El impacto internacional de la crisis ha mostrado el aumento del riesgo de contagio en un mercado financiero cada vez más integrado. Así, todo el marco regulatorio financiero está siendo objeto de reflexión para responder a los retos de su nivel de integración e introducir garantías que reduzcan la posibilidad de volvernos a enfrentar a situaciones como la actual. Asimismo, desde muchos foros se está trabajando en la detección de las carencias del sistema financiero y planteando recomendaciones para el fortalecimiento del mismo.

Como pone de manifiesto la mayoría de estos trabajos, es imprescindible avanzar en los principales problemas detectados en el desarrollo de la crisis financiera, la transparencia y el reflejo de la posición real de una entidad financiera en cada momento, dotando a los supervisores de elementos sólidos para poder valorar la situación del sistema y generando confianza en el mismo. No obstante, es importante no sobre-reaccionar, en un momento en el que la situación del sistema financiero se mantiene delicada, llevando a cabo una reflexión profunda que permita introducir las mejoras necesarias para que el sistema financiero salga fortalecido de la actual situación.

5 Conclusiones

La crisis financiera ha destapado una serie de excesos cometidos por el sistema financiero internacional tras un largo período de extraordinaria abundancia de liquidez y de estabilidad macroeconómica que contribuyó al desarrollo de una innovación financiera basada en un sistema de incentivos perverso. Esto ha desembocado en una crisis de confianza, que mantiene, un año después, al sistema financiero en un entorno de elevada incertidumbre y cuyo impacto ha provocado un fuerte deterioro de la economía real.

La banca española ha afrontado el primer año de crisis de manera solvente, gracias a su modelo de negocio basado en la banca minorista —que la ha mantenido alejada de estas innovaciones— y a la supervisión del Banco de España —que ha fortalecido la capacidad del balance de las entidades de absorber *shocks* como el actual—. No obstante, la duración de la crisis financiera, unida al ajuste de la economía española, ha deteriorado de manera notable el entorno en el que se desenvuelve el negocio bancario. Las elevadas necesidades de financiación de la economía española y el ajuste del sector inmobiliario representan los principales retos de la gestión de las entidades financieras en el corto y en el medio plazo.

La crisis ha revalidado el modelo de banca universal, como el español. No obstante, es clave profundizar, en momentos como el actual, en la importancia de llevar a cabo una gestión marcada por la prudencia, la eficiencia y el foco en el negocio recurrente, que permita un crecimiento de las entidades enfocado en el medio plazo.

Asimismo, es imprescindible que la comunidad financiera internacional extraiga lecciones que permitan evitar que se repita una crisis como la actual, fortaleciendo el sistema supervisor, la transparencia y los mecanismos de valoración de las entidades financieras.