



14

LA CRISIS FINANCIERA: ORÍGENES Y SOLUCIONES

Con el objetivo de estudiar en profundidad la crisis financiera, sus causas y mecanismos de transmisión, así como las opciones disponibles de política económica para mitigar su impacto sobre la economía, el XIV Observatorio Económico FAES, celebrado en Madrid el pasado 15 de octubre de 2008, contó con la participación de Juan Velarde, Jaime Requeijo, Luis de Guindos, Fernando Fernández y Alberto Recarte. La gravedad de la situación y la incertidumbre causada por las actuaciones públicas exigen abordar con especialistas del máximo nivel un análisis riguroso que arroje luz sobre las fortalezas y debilidades del sistema financiero español, su previsible evolución y su impacto sobre el resto de la economía.



Jaime Requeijo, Alberto Recarte, Juan Velarde, Fernando Fernández, Luis de Guindos y Fernando Navarrete

Causas y orígenes de la crisis financiera

Para abordar con rigor las causas de la actual crisis, resulta necesario tener en cuenta que los mercados financieros se suelen mover entre periodos de euforia y de pánico, y que hoy se encuentran sumidos en el pánico. También resulta importante destacar que nos encontramos ante unos mercados financieros con un enorme tamaño, como lo demuestra el hecho de que el valor nocional o subyacente de los mercados financieros de derivados supone más de diez veces el PIB mundial. En segundo lugar, son mercados en los que, con el fin de aumentar la rentabilidad y transferir los riesgos, se han ido desarrollando operaciones de una complejidad cada vez mayor y con un gran nivel de apalancamiento. Son, asimismo, mercados en los que el poder del contagio es muy elevado. Finalmente, resulta destacable la importancia del mercado interbancario por ser fuente de liquidez para las entidades financieras y el transmisor de las perturbaciones económicas.

Para poder encontrar los orígenes de la actual crisis financiera hay que remontarse a 2001,

año en el que, tras el atentado contra las Torres Gemelas, los bancos centrales de todo el mundo decidieron llevar a cabo una política monetaria expansiva, bajando los tipos de interés hasta niveles históricamente bajos, con el objetivo de evitar así una posible recesión. Como consecuencia de la abundancia de dinero barato se disparó el endeudamiento, entre otras cosas, para la compra de viviendas, permitiendo incluso a través de corredores de hipotecas el acceso al mercado hipotecario a personas que no tenían la capacidad crediticia necesaria para hacer frente a sus préstamos. Eran los denominados deudores “ninja” (*no income, jobs or assets*) en referencia a aquellos que no tienen ni ingresos, ni trabajo ni patrimonio. Así nacieron las hipotecas de alto riesgo, o *subprime*. Por su parte, los bancos acreedores empaquetaron estas hipotecas y las vendieron por todo el mundo. Este proceso, conocido como titulización, tenía la ventaja para los inversores de ofrecer una rentabilidad muy atractiva, al tiempo que eran consideradas muy fiables por las agencias de calificación crediticia.



Jaime Requeijo:
“Necesitamos que los mercados interbancarios vuelvan a funcionar para regresar del terror a la prudencia normal”



Fernando Fernández y Luis de Guindos

El Fondo Monetario Internacional afirma que, en 2007, el montante total de esas hipotecas *subprime* era de 824.000 millones de dólares, buena parte de ellos colocados fuera de Estados Unidos.

En consecuencia, los bancos empezaron a desconfiar unos de otros de manera que el mercado interbancario se vio muy afectado, lo que dio lugar a una crisis de liquidez que ha derivado en una de confianza. En estos momentos, los depósitos que las entidades financieras mantienen en el Banco Central Europeo, remunerados de forma penalizada al 3,25%, ascienden a 180.000 millones de euros, mientras que si se lo prestasen entre ellas obtendrían una rentabilidad sensiblemente mayor, aunque no lo hacen por temor a no recuperar lo prestado.

Una crisis de complacencia

Si bien la mala conducción de las autoridades de la política monetaria es la causa última de la crisis, también se puede afirmar que ésta es una crisis de complacencia en la que muchos se dejaron arrastrar por la firme pero errónea creencia de que todo iba a ir siempre a mejor y que, por ejemplo, el ciclo económico había muerto. Así, nos olvidamos que para que la economía funcione es necesario que el Estado, tal y como defendían los liberales clásicos, cumpla adecuadamente con sus funciones de asegurar las reglas del juego, definir los derechos de propiedad y regular el sistema de una manera eficiente.

En estos momentos los mercados se enfrentan a la creencia de que algunos bancos no tienen capital suficiente para hacer frente a

Luis de Guindos:
“Los planes de rescate tienen un coste, pero el coste de no hacer nada es mayor”



las pérdidas que han tenido que registrar en sus balances. Adicionalmente, las entidades financieras, al ver sus bases de capital afectadas por la caída de valor de sus activos, se han visto en muchos casos obligadas a vender a la desesperada activos para tratar de frenar las pérdidas, reduciendo aún más su valor –de ahí su denominación de activos tóxicos–. La desconfianza generada ha sido de tal calibre que ni la histórica acción conjunta de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales de rebajar los tipos en medio punto porcentual se tradujo inmediatamente en una mejoría de la situación, debido a la parálisis del mercado interbancario.

Medidas de rescate del sistema financiero

Este es el punto en que los Gobiernos han empezado a creer que son necesarias medidas de rescate para evitar males mayores. Así, en Estados Unidos se ha diseñado un plan para comprar hasta 700.000 millones de dólares en activos tóxicos. Después, otros Gobiernos han llevado a cabo sus propias propuestas para devolver la confianza a los mercados. Tras garantizar la práctica totalidad de las cantidades depositadas en los bancos, estos proyectos se han orientado en dos sentidos: la compra de activos financieros para proporcionar liquidez a los bancos y la recapitalización por el Gobierno de las entidades financieras o, lo que es lo mismo, la nacionalización de los bancos con problemas, como se ha visto en el Reino Unido y luego en Estados Unidos.

En el caso del plan aprobado por el Gobierno español, no hay grandes diferencias con estos dos tipos de medidas. Primero, se amplía la protección de los depósitos hasta los 100.000 euros. Segundo, se crea un fondo para la compra de activos de 30.000 millones de euros ampliable a 50.000 millones. Tercero, se avalan las emisiones de deuda de ciertas características que hagan las entidades financieras españolas con anterioridad al 31 de diciembre de 2009. Cuarto, se deja la puerta abierta a la inyección de capital, mediante la compra de acciones, acciones preferentes o cuotas participativas, en los bancos y cajas que tengan pro-

blemas. Todas estas medidas van a tener un gran coste, no sólo económico, sino también para el futuro del sistema financiero.

A pesar de los elevados costes que tienen los planes de rescate –que en todo caso deben ser minimizados con un correcto diseño y puesta en práctica–, las medidas son necesarias, pues el coste de la alternativa, el desplome financiero, es aún mucho mayor. Tampoco conviene olvidar que estas medidas no son la solución definitiva, ya que a partir de este punto tendremos que hacer frente a la recesión económica, a un déficit público desorbitado y a un profundo debate sobre el modelo económico.

Una crisis de toda la economía

Las entidades financieras no van a poder comportarse tal y como lo hacían antes de la crisis en mucho tiempo, y esto se va a trasladar al resto de los sectores de la economía. Estamos no sólo ante una crisis de liquidez y de solvencia del sistema financiero por la pérdida de valor de los activos de los bancos, sino también ante una crisis de la economía real. Esta crisis aún no ha hecho más que empezar y las subidas del desempleo y el parón de la actividad económica son sólo una muestra de lo que está por venir en los próximos años y que, como estábamos poco preparados, será más difícil de combatir. Hay que tener en cuenta que las crisis inmobiliarias suelen durar entre cuatro y seis años y, en el caso español, debido a los excesos acumulados, lo normal es que el proceso se aproxime más a los seis años que a cuatro.

En 2007, al principio de la crisis económica en España, algunos economistas creían que España se enfrentaría a una crisis con una fuerte y rápida caída, seguida de una también rápida recuperación. Ahora resulta más probable que nos encontremos ante un largo período con crecimiento negativo o muy bajo antes de salir de la crisis. Sin embargo, si no se toman las medidas estructurales necesarias, la situación en la que se encuentra la economía española podría transformarse en una situación similar a la de Italia o Japón, que arrastran ya varios años de crecimientos muy reducidos. No debe preocuparnos en demasía

lo que vaya a pasar en 2009, año en el que difícilmente tendremos un crecimiento positivo, sino si a partir de entonces seremos capaces de recuperar el crecimiento. En este sentido, los problemas que se dieron en todas las crisis que ha atravesado España en las últimas décadas siguen estando presentes en nuestra economía, e incluso se han visto incrementados, como un déficit exterior superior ya al 10% del PIB, una inflación desbocada incluso en periodos de bajo crecimiento, y una productividad mucho más baja que la de los países de nuestro entorno. Esta situación hace necesario no sólo un plan de rescate financiero sino otro para reconducir la economía española en su conjunto y que necesariamente se va a tener que abordar en un contexto de descenso de los ingresos públicos que nos aboca a un déficit público superior al 3% en 2009.

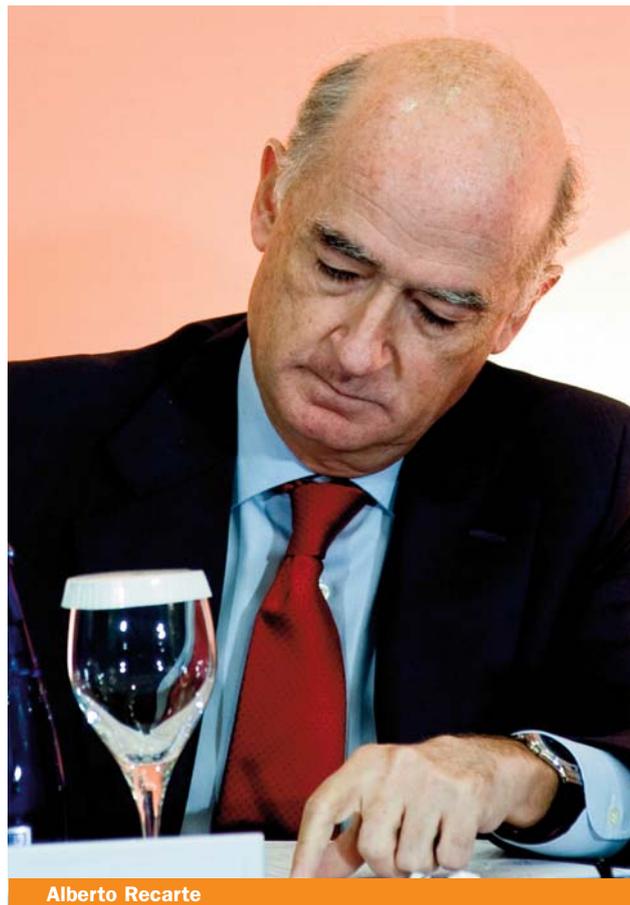
Medidas para la economía española

Entre las medidas activas que se tienen que abordar de una vez por todas en España están

las relacionadas con el empleo, donde en España existe un problema endémico. El empleo está gravado en España con un impuesto especialmente pesado, como son las elevadas cotizaciones sociales. En este sentido, sería interesante estudiar la posibilidad de hacer más atractivo el mercado de trabajo disminuyendo las cotizaciones a la Seguridad Social y sustituyendo su recaudación por un aumento del IVA.

Por otra parte, el coste del despido en España es el más alto de Europa. Se puede despedir libremente, sí, pero el coste de hacerlo es extremadamente alto, con lo que se desincentiva la contratación y se da lugar a un sistema tremendamente injusto, ya que provoca un mercado de trabajo segmentado en el que los menos protegidos son los que más sufren los ajustes: los inmigrantes y los jóvenes, principalmente. Si se redujese el coste del despido hasta niveles similares a los de los demás países de nuestro entorno, la tasa de paro podría descender entre dos y cuatro puntos porcen-

Alberto Recarte:
“Una de las debilidades de la economía española es que la burbuja inmobiliaria es mayor que la americana”



Alberto Recarte



Fernando Fernández

Fernando Fernández: “Hemos evitado el desplome, no la crisis real, no la recesión”

tuales hasta situarse entre el 7,5 y el 9,5%. Por último, nuestro mercado laboral se ve fuertemente lastrado por la falta de movilidad geográfica, que se ve agravada por el deterioro en la unidad de mercado.

Además de un mercado laboral rígido, tenemos el problema de una insuficiente competencia en el mercado. Lo primero que se debería hacer, aunque probablemente no sea suficiente, es trasponer adecuadamente la Directiva europea de servicios. Sin embargo, lo que realmente necesita la economía española para promover la competencia es un nuevo proceso de liberalización y privatización que permita acabar con el problema de la inflación diferencial con los países de nuestro entorno. Finalmente, el problema de la productividad española, que continúa entre las más bajas de los países avanzados, tiene que ser objeto de una profunda reflexión. Éste es un problema que requiere cambiar urgentemente el enfoque que se le da a la educación universitaria –y por supuesto, a la educación en todos los nive-

les– para adaptarla a los requerimientos del mercado, para lo cual hace falta un gran consenso social.

Situación actual del sistema financiero español

Adentrándonos en la situación actual del sistema financiero español, es imprescindible hacer notar que actualmente disfruta de una gran solidez, lo cual no quiere decir que no sean necesarias medidas para garantizar la continuidad de esta situación, especialmente en las condiciones en las que se encuentran los mercados de crédito. La intervención de las administraciones públicas en las actuales circunstancias es, como ya se ha apuntado, imprescindible siempre que se haga bien. Así, el Estado no debiera intentar volver al dirigismo con respecto a las inversiones de los bancos, pues no hay que olvidar que son los bancos los que se dedican a prestar y los que lo saben hacer mejor.

La mayor de las fortalezas de nuestro sistema financiero es que prácticamente todos los

**Juan Velarde:
“Tenemos que mirar a Argentina,
que entró en crisis en la Gran
Depresión siendo una gran
potencia y sigue en crisis”**



Juan Velarde

riesgos que tienen los bancos se pueden ver en sus balances. Esto es consecuencia de la estricta política de inspección del Banco de España, que ha sido capaz de controlar con eficacia las entidades de crédito para evitar que pudiera haber desagradables sorpresas. En España predomina la banca minorista, con un gran número de sucursales, en estos momentos garantía de acceso a fondos sin tener que acudir a los mercados de capitales. Por último, los bancos españoles gozan actualmente de una fuerte capitalización, aunque nuestro sector bancario es desproporcionadamente grande en relación al tamaño de la economía española, lo que es un riesgo dado que la garantía última de los depósitos es el PIB nacional.

Entre las debilidades de nuestras entidades se encuentra la hipótesis asumida por el propio Banco de España de creer que lo ocurrido en anteriores crisis hipotecarias con respecto a las tasas de recuperación en los préstamos impagados en España se repetiría en ésta, cuando en realidad nos encontramos en una

situación mucho peor debido al tamaño y profundidad de los desequilibrios en el mercado hipotecario. Finalmente, también afecta negativamente el peso que la vivienda tiene en el conjunto de la riqueza total de las familias, superior a las tres cuartas partes de la misma, mientras que, por ejemplo, en Estados Unidos apenas alcanza un tercio.

Las cifras del sistema financiero español hablan por sí solas. El montante total de los fondos propios alcanza los 170.000 millones de euros. La inversión crediticia en el sector inmobiliario, en sentido amplio, supone aproximadamente 1,2 billones de euros, del total de 1,8 billones que la banca tiene concedidos en préstamos. De esa cantidad, las promotoras adeudan 300.000 millones, las constructoras 154.000 millones, las industrias relacionadas con el sector inmobiliario aproximadamente 50.000 millones más y el total de préstamos individuales con garantía hipotecaria suponen otros 630.000 millones de euros. Debido a la magnitud de la crisis en el mercado hipotecario, podemos determinar que gran parte de lo prestado a las promotoras, hasta

250.000 millones, debe ser considerado dudoso, en especial la financiación de suelo. Lo mismo ocurre con la mitad de lo que deben las constructoras y un importante porcentaje de los préstamos hipotecarios individuales. En total, la banca española se podría enfrentar a un potencial de 400.000 millones de euros en préstamos de dudoso cobro. Ante esta situación, se están renegociando las condiciones de crédito con el fin de que no quiebre ningún promotor ni constructor. Por otra parte, la riqueza neta de las familias ha pasado de ser 5 veces el PIB en 2005, a estar entre 3,5 y 3,7 veces la renta nacional en estos momentos, como consecuencia del aumento de las cantidades debidas y el descenso en el valor de los activos. A esto hay que añadir que la carga financiera de las familias es mucho mayor como consecuencia de las subidas de los tipos de interés.

A la situación en el activo de las entidades financieras hay que unir que éstas deben amortizar unos 300.000 millones de euros en vencimientos de deuda en el próximo año, a la que tendrán que hacer frente acudiendo en mayor medida a la financiación proporcionada por el Banco Central Europeo y lograr que sus clientes traspasen sus ahorros de los fondos de inversión a los depósitos. Será también necesaria una recapitalización de las entida-

des financieras por parte del Estado, así como la plena utilización de los avales propuestos. Por último, será necesaria una modificación del marco legislativo del mercado financiero, que facilite, entre otras cosas, las fusiones entre cajas de ahorro, con el fin de fortalecer a nuestras entidades financieras de cara a futuras crisis.

Conclusión

La crisis se produce como consecuencia de una política monetaria excesivamente expansiva que ha dado lugar a una burbuja inmobiliaria y a un exceso de crédito. Al mismo tiempo, se ha producido la búsqueda de unas rentabilidades cada vez mayores mediante productos financieros excesivamente complejos, con la consiguiente erosión del sentido del riesgo y la aparición de un problema de riesgo moral, que hacía pensar que el Estado no dejaría caer en ningún caso a una entidad grande. Por último, en el caso de España, a lo anterior se une una excesiva dependencia del capital exterior, imposible de financiar en un ambiente de escasez de crédito. Esta conjunción de factores nos ha situado frente a una crisis de muy significativas proporciones que los planes de rescate sólo logran paliar en parte, pero a cuyas consecuencias sobre la economía real aún tendremos que hacer frente en el futuro más próximo.

