

Barcelona, 14 de mayo de 2008

**Turbulencias en los mercados mundiales: una visión española  
(Cinco lecciones y algunos deberes)**

“Círculo Financiero” de Barcelona

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Gobernador del Banco de España

Quisiera comenzar agradeciendo la invitación que me han extendido para dar esta conferencia.

No voy a dar detalles hoy ni de la secuencia de eventos que han desencadenado las turbulencias que afectan a los mercados financieros internacionales, ni tampoco de las distintas sugerencias de reforma que puedan evitar que una situación parecida se produzca en el futuro. En la actualidad contamos ya con varios informes de diferentes instituciones como, por ejemplo, el muy completo realizado por el Financial Stability Forum, que se ocupan en profundidad de estas cuestiones.

Mi intervención de esta tarde tiene un alcance más modesto: examinar el sistema bancario español en el contexto de esas turbulencias. En este sentido, les adelanto la idea central que pretendo trasladarles: los bancos y las cajas españolas no han contribuido en ninguna medida, ni a la generación, ni a la posterior propagación de las turbulencias, lo que, en principio, les confiere una posición de solidez para afrontarlas. Sin embargo, y como los acontecimientos recientes se han encargado de recordarnos con claridad, vivimos en un mundo cada vez más global, por lo que el sistema financiero español no puede permanecer inmune a las consecuencias de los problemas actuales, que no sólo inciden en quienes los originaron sino que nos afectan a todos.

En cierto modo, se puede considerar que las turbulencias representan la respuesta necesaria a la situación de exuberancia financiera en la que había vivido la economía mundial en los últimos años, y que era insostenible. Ese período se caracterizó por una volatilidad y unas primas de riesgo muy reducidas en unas condiciones de financiación muy holgadas, lo que contribuyó a que los riesgos no se evaluaran correctamente, con lo que se produjeron subidas exageradas de precios de activos y niveles de apalancamiento excesivos. Si bien es cierto que seguramente ahora estamos viviendo un momento de sobre reacción en determinados mercados, en los que las primas exigidas no se corresponden con la calidad de los activos, a medida que las turbulencias se vayan disipando, se producirá una normalización de las primas de riesgo pero seguramente se situarán en niveles superiores a los excesivamente reducidos que se registraban antes del verano de 2007, y ello incidirá positivamente en la estabilidad financiera a medio y largo plazo.

Este proceso de normalización contribuirá a mitigar el intenso crecimiento del crédito que ha provocado que en muchos países se haya producido un alto endeudamiento de familias y empresas. Es verdad que en España, este endeudamiento se utilizó, en buena medida, para financiar la inversión en vivienda y la expansión de la capacidad productiva de las empresas así como su internacionalización, pero eso no evita que ahora sea necesario proceder a un ajuste que consiga devolver a esas variables a niveles más razonables.

Este ajuste se ha iniciado con una situación patrimonial de las empresas y de las familias españolas que es, en términos generales, sólida, al tiempo que la calidad de los balances

bancarios es elevada en relación con los sistemas bancarios de otros países. A pesar de ello, y como consecuencia lógica del crecimiento del crédito en el pasado, así como de un contexto macroeconómico caracterizado por un proceso de cambio de fase cíclica, en los próximos meses hemos de esperar continuados repuntes en la morosidad. Este aumento de la morosidad debe preocuparnos, porque lo que sería alarmante es que reguladores y supervisores bancarios fuéramos despreocupados, pero nos preocupa moderadamente, si se tiene en cuenta la capacidad de resistencia del sector bancario que reflejan los ejercicios de estrés que ha realizado el Banco de España considerando supuestos en que se materializan escenarios extremadamente adversos.

Pero hoy tampoco me voy a referir a los problemas que son comunes a todo proceso de ajuste, ajuste que por otra parte ya había iniciado la economía española antes de que emergieran las turbulencias del pasado verano, sino que me concentraré en lo que me parece el peor efecto de estas turbulencias: las disfunciones de los mercados financieros globales. Con el fin de que se entiendan mejor mis consideraciones posteriores, quisiera esbozar de un modo muy esquemático cómo, desde un segmento muy limitado del mercado hipotecario estadounidense – el de las hipotecas de alto riesgo - se ha llegado a una situación generalizada de turbulencias en los mercados financieros internacionales.

Los factores detrás de la situación actual son complejos, pero considero que hay dos elementos fundamentales que explican ese proceso de propagación tan intenso. Por una parte y como ya he dicho, unas reducidas primas de riesgo y una muy baja volatilidad se tradujeron en un fuerte incremento en el grado de apalancamiento en los mercados financieros internacionales y un elevado apetito por el riesgo en la búsqueda de rentabilidades elevadas, tendencia a la que no fueron ajenas algunas instituciones financieras en determinados países. Por otra parte, y relacionado con lo anterior, el desarrollo de un modelo de banca centrado en la originación de los préstamos para su posterior distribución en los mercados financieros, y apoyado en la titulización de activos a través de determinados productos estructurados complejos y en el empleo de vehículos de inversión situados fuera de los balances bancarios, introdujo incentivos inadecuados en lo relativo a la concesión de la financiación y a la posterior gestión de los riesgos asociados. Son estos últimos elementos los que, a mi modo de ver, justifican la intensidad y la rapidez en la propagación de las turbulencias.

Partiendo de esta idea, extraeré cinco lecciones que considero muy relevantes de cara al futuro, evaluando al sistema bancario español en relación con cada una de ellas, para, finalmente, identificar algunas tareas que, cada uno desde nuestra área de responsabilidad, deberíamos afrontar con el objetivo de limitar las consecuencias adversas de las turbulencias en los mercados financieros internacionales sobre la economía española.

## Primera lección: Sobre el modelo de originar para distribuir

Como he mencionado, en los últimos años se desarrolló en algunos sistemas bancarios un modelo de banca que se fundamentaba en la originación de préstamos para su posterior distribución en los mercados financieros. Este tipo de modelo se asentó, en gran medida, en la titulización de activos, proceso por el que es posible agrupar un conjunto de préstamos bancarios y transformarlo en productos negociables. A través de este mecanismo, era factible que las entidades originadoras de la financiación transfirieran el riesgo al mercado.

Hasta la materialización de las turbulencias, el modelo de originar para distribuir se había entendido, en general, como un instrumento muy eficaz en lo relativo a la gestión del riesgo: las entidades que lo desarrollaban disponían de un mecanismo adicional para decidir el grado de exposición al riesgo en sus balances, al tiempo que dichos riesgos eran transferidos dentro del sistema financiero a aquellos agentes que tenían una mayor disposición para asumirlos. La realidad parece haber puesto de manifiesto, sin embargo, que los riesgos no han acabado en los inversores que tenían una mayor disposición para asumirlos, sino en quienes menos los entendían.

¿Cuáles son los problemas que han llevado a las dificultades actuales a este modelo de negocio? Por una parte, y en la medida en la que las entidades que concedían la financiación empaquetaban rápidamente los créditos y los colocaban en el mercado, surgieron incentivos muy poderosos para reducir los estándares de calidad en la concesión de los préstamos, de tal modo que la selección de los acreditados no se realizó siguiendo buenas prácticas de gestión del riesgo bancario. Más aún, los incentivos perversos también operaron en el plano del seguimiento de los acreditados, ya que los originadores se desvinculaban de la financiación.

Por otra parte, y cuando los problemas se han puesto de manifiesto en la forma de un aumento de los impagos, las posibilidades de resolución de dichos problemas también se ven muy limitadas. El número de agentes que intervinieron en el proceso es elevado y sus intereses no son plenamente coincidentes. En otras palabras, a los problemas de incentivos que aparecen en los momentos en los que la coyuntura es favorable, se unen los conflictos de interés una vez que la situación se ha tornado adversa.

El modelo de originar para distribuir, en realidad, ha impedido una de las funciones esenciales de la banca: la extracción de información valiosa que permite discriminar adecuadamente a los acreditados.

Este modelo de negocio ha sido una moda muy generalizada en determinados países, pero no en todos. Así, el sistema bancario español no ha participado de él, y el modelo aquí ha seguido

siendo uno de banca tradicional, en el que la proximidad al cliente bancario, su conocimiento detallado y la vinculación mantenida en el tiempo son algunas de sus características definitorias.

Es cierto que las entidades españolas han empleado la titulización de activos de forma muy relevante, pero con una finalidad totalmente distinta a la de aquellos bancos que desarrollaron el modelo de originar para distribuir. Así, la titulización de activos por parte de las entidades españolas no se concibió como un negocio en sí mismo, sino como un mecanismo para obtener financiación adicional. De este modo, los riesgos no se transfirieron a los mercados financieros, sino que fueron retenidos en los balances de las entidades que otorgaron la financiación, y de esta forma se evitaron los incentivos perversos que se han puesto de manifiesto en el modelo de originar para distribuir.

Segunda lección: Sobre el empleo de productos complejos, difíciles de valorar y poco transparentes

El proceso de titulización de activos también ha diferido entre sistemas bancarios en lo relativo a la complejidad de los productos que se han desarrollado. El segundo aspecto relevante de las turbulencias es que algunas entidades internacionales, y en particular al titular los préstamos hipotecarios de alto riesgo de Estados Unidos, emplearon productos estructurados altamente complejos, difíciles de valorar y poco transparentes. Productos como los CDO, los CDO de ABS o los CDO squared han ocupado estos meses un protagonismo destacado en la prensa económica, especialmente por su impacto negativo en los resultados de las mayores entidades financieras internacionales. Algunos de estos productos utilizaban los bonos resultantes de una determinada titulización para empaquetarlos y combinarlos con otros instrumentos financieros para ser de nuevo titulizados. Otros productos, por poner otro ejemplo, se componían de titulizaciones diseñadas en base a carteras de activos poco homogéneos y en los que el grado de concentración era elevado.

Valorar estos productos exigía emplear modelos sofisticados que se asentaban en numerosos supuestos y en información que no era directamente observable en los mercados y que, por su reciente desarrollo, no habían sido contrastados en un escenario muy adverso. Es más, la sofisticación de los productos a los que estoy haciendo referencia implicaba que el cómputo de los parámetros necesarios para los modelos de valoración fuera más complejo, haciendo cada vez más difícil valorar el nivel de riesgo incurrido.

La realidad ha puesto de manifiesto que los modelos de valoración no han funcionado bien, lo que ha implicado que numerosas entidades hayan medido mal el nivel de riesgo asumido y que los ejercicios de estrés test no hayan funcionado adecuadamente. Más allá de estas consideraciones cuantitativas, el empleo de estos productos complejos también indica deficiencias importantes en

la parte más cualitativa de la gestión del riesgo. Ha pasado algo tan simple como que numerosas entidades e inversores asumieron posiciones en productos que no comprendían bien. Hoy vemos con toda claridad que quizá se haya cometido el error más elemental contrario a una buena gestión del riesgo, esto es, invertir en productos cuyos riesgos no se alcanzan a comprender plenamente.

El tercer ingrediente que las turbulencias han puesto de manifiesto en relación con este tipo de productos ha sido la falta de transparencia, tanto en lo relativo a los modelos de valoración empleados, como en lo referente al grado de exposición comprometido. En buena parte, la desconfianza presente en los mercados financieros está relacionada con la falta de información, llegándose al extremo de que las propias entidades financieras hayan desconfiado unas de otras, lo que ha provocado serios problemas en los mercados interbancarios.

Sin embargo, cabe recordar que no todos los productos relacionados con las titulaciones son igualmente complejos ni plantean problemas de valoración como los que estoy mencionando. Las titulaciones más sencillas, como las empleadas por las entidades financieras españolas, se caracterizan por haber titulado carteras bien diversificadas, granulares y compuestas de activos homogéneos. En estas condiciones, los modelos disponibles no presentan dificultades para valorar los productos, y es sencillo computar las pérdidas esperadas asociadas a los bonos categorizados en los diferentes tramos de la titulación. Es más, en el caso español, donde no se ha desarrollado un segmento de mercado comparable al subprime estadounidense, la calidad de los activos titulizados es muy elevada.

Las entidades de crédito españolas no sólo no han diseñado productos estructurados complejos, sino que tampoco han invertido en ellos. En este sentido, la gestión del riesgo ha funcionado correctamente, pues se han evitado productos excesivamente arriesgados y sobre los que no existía una plena comprensión: la absoluta ausencia de exposiciones, directas e indirectas, a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses es un claro ejemplo de ello.

Tercera lección: Sobre los vehículos de inversión fuera de balance

El modelo de originar para distribuir también se ha apoyado en el desarrollo de vehículos de inversión fuera de los balances bancarios. Empleando la jerga que hoy todos utilizamos, los conduits y los SIV. La operativa de estos vehículos se ha caracterizado por realizar inversiones a largo plazo y financiarse a corto plazo, emitiendo para ello papel comercial con colateral.

En lo que se refiere a la estructura de plazos de activo y pasivo, estas entidades instrumentales llevaban a cabo una actividad muy similar a la bancaria. Sin embargo, y a diferencia de los bancos, no se les requería disponer de capital propio ni estaban sometidos a una supervisión adecuada.

Se puede decir que se trataba de bancos paralelos sin capital ni regulación y, por lo mismo, tampoco tenían acceso a la liquidez de los bancos centrales.

Estos conduits y SIV han jugado un papel importante en la amplificación de las turbulencias, así como en la rapidez de su propagación. Ya sea porque algunas entidades han tenido que hacer frente a las líneas de liquidez que mantenían abiertas con estos vehículos, ya sea porque se ha tratado de evitar una venta masiva de títulos, o bien porque entidades de elevado tamaño han considerado que el coste de dejar caer a conduits y SIV, en términos del riesgo reputacional que implicaba, era mayor que los costes de acudir en su ayuda. Lo cierto es que muchos de los riesgos que se consideraba que se habían transferido al mercado han retornado a los balances bancarios de un modo no previsto.

La proliferación de estos vehículos de inversión se debe, al menos, a un doble motivo. Primero, a que algunas entidades vieron en ellos una forma de conseguir una mayor rentabilidad, al tiempo que aliviaban sus necesidades de capital. Segundo, a que la supervisión prudencial no fue suficientemente activa en detectar y evitar este tipo de instrumentos.

Ninguno de estos elementos ha estado presente en el sistema bancario español, lo que explica que las entidades españolas no tengan exposición a estos vehículos. La banca española estaba obteniendo una rentabilidad suficiente en el desarrollo de su actividad tradicional, típicamente minorista, de tal modo que no tuvo mayor interés en desarrollar ni estas estructuras ni otros productos que están en la raíz de los problemas actuales.

Por otra parte, el Banco de España fue taxativo respecto a la exigencia de consolidar estos vehículos a efectos contables y de recursos propios. Hoy, tras la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera en 2005, ya es muy clara la exigencia de consolidar a los conduits y SIV. Pero incluso antes de que esas normas internacionales entraran en vigor, las entidades españolas no tuvieron incentivos para desarrollar estos vehículos fuera del balance, porque el Banco de España analizaba siempre los riesgos asumidos por las entidades desde una perspectiva consolidada.

Cuarta lección: Sobre la prociclicidad de la regulación bancaria

La cuarta lección a extraer de la situación de turbulencias está relacionada con el debate que se ha reabierto en los mercados internacionales sobre la forma en que la regulación financiera debe afrontar la denominada prociclicidad. En particular, se han suscitado elementos de preocupación en cuanto a Basilea II y a las normas internacionales de contabilidad.

Quizá deberíamos arrancar admitiendo que los propios participantes en los mercados financieros se comportan de un modo procíclico, ya que tienden a olvidarse en los momentos favorables del ciclo de las consecuencias de una acumulación excesiva de riesgos. Por lo tanto, la pregunta pertinente es: ¿amplifica o no la regulación prudencial este comportamiento natural de los participantes en los mercados financieros?

Antes de analizar los elementos de proclicidad que pueden incorporar Basilea II y las normas internacionales de contabilidad, es importante mencionar que se trata de un conjunto de normas que incorporan numerosos elementos positivos. Basilea II supondrá, y de hecho está suponiendo, un notable avance en la gestión de los riesgos que afrontan las entidades de crédito. Si Basilea II hubiera estado en vigor hace algunos años, muchas de las disfunciones que ahora son causantes de las turbulencias no habrían tenido lugar. Por otra parte, las normas internacionales de contabilidad, y en particular las normas de información financiera adoptadas en 2005 por la Unión Europea, contribuyen al objetivo común de un mercado financiero único, pues parece razonable pensar que las compañías que operan en un mismo ámbito estén sujetas a la misma regulación contable.

Retomando el asunto de la prociclicidad, es obligado recordar que este fue un debate que estuvo muy presente durante el proceso de gestación de Basilea II. En la medida en la que los requerimientos de capital son más sensibles al riesgo, es razonable pensar que la prociclicidad se acentúe, requiriendo menos capital cuando las cosas van bien y más capital cuando vienen mal dadas. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea fue consciente de ello y por eso el nuevo marco regulatorio del capital incluye elementos que lo mitigan, tanto en el denominado pilar 1 como en el pilar 2. Sin embargo, la mayor mitigación de la prociclicidad es la mejora en la gestión de los riesgos: las entidades más procíclicas son aquellas incapaces de gestionar adecuadamente sus riesgos a lo largo del ciclo, de tal modo que cuando éste se torna adverso, han de reaccionar con brusquedad.

El debate sobre la prociclicidad de las normas internacionales de contabilidad ha sido, hasta la fecha, más limitado. Esto es algo que resulta sorprendente, ya que, como están poniendo de manifiesto los acontecimientos actuales, el impacto de la valoración a través del valor razonable en las cuentas de resultados de las entidades, y por ende en sus beneficios retenidos y en su capital, es notable, especialmente cuando no hay mercados líquidos y los modelos internos de valoración se resienten.

Considero que, una vez que se supere este período de turbulencias, pues una reforma ahora no conseguiría sino aumentar la incertidumbre de los inversores, habrá que profundizar en este debate sobre la prociclicidad de las normas contables, de tal modo que se planteen cuáles son las debilidades del uso del valor razonable en determinadas circunstancias. Es más, también sería

conveniente centrar la discusión en el papel de las provisiones, es decir, en la medición de las pérdidas incurridas por riesgo de crédito por parte de las entidades. Una mayor flexibilidad en su cálculo permitiría reducir la prociclicidad, haciendo más consistentes las normas contables con la prudente gestión de los riesgos.

Esta ha sido la posición tradicional del Banco de España acerca de la regulación contable, considerándola siempre como un elemento muy relevante de la regulación prudencial. En este sentido, la Circular contable 4/2004, de adaptación a las normas internacionales de contabilidad, hizo un notable esfuerzo por mantener los criterios de prudencia en aquellos ámbitos en los que dichas normas permitían varias opciones.

Un ejemplo claro de ello es la normativa en materia de provisiones. Por una parte, se establecen criterios que determinan las provisiones que deben realizarse en relación con las pérdidas incurridas e identificables en operaciones concretas. El nivel de provisiones en cada momento depende del tiempo transcurrido desde que se ha producido el impago. En este sentido, la nueva Circular contable del Banco de España ha endurecido los porcentajes que es necesario aplicar en el cómputo de dichas provisiones específicas.

Por otra parte, se establece la necesidad de hacer provisiones para cubrir las pérdidas, también incurridas, pero no identificables en operaciones concretas. Esto es posible a través de procedimientos estadísticos y de la experiencia histórica de las entidades. Desde un punto de vista conceptual, estas provisiones reflejan el hecho de que, para los sistemas bancarios, los riesgos tienden a acumularse a lo largo de los ciclos expansivos, lo que tiene que ver con la prociclicidad que caracteriza a los participantes en los sistemas financieros. Desde un punto de vista práctico, lo que ha permitido el sistema de provisiones actual es que las entidades españolas dispongan de una mayor fortaleza y de un mayor margen de maniobra para afrontar un potencial deterioro de las condiciones en las que vienen desarrollando su actividad. Es más, el sistema está diseñado de tal modo que ha obligado a las entidades a constituir fondos que les permitirán absorber el impacto de un potencial incremento de las provisiones específicas.

El sistema aprobado en España fue el más exigente posible dentro del marco de las normas internacionales de contabilidad. De esta forma, gracias al diseño de una provisión genérica como la actual, junto con un endurecimiento de los parámetros que determinan la específica, ha sido posible que, cuando han emergido las turbulencias a los mercados, nos encontráramos con que el sistema bancario español fuera el que disponía de un volumen de provisiones más elevado de nuestro entorno.

Última lección: Sobre cómo las turbulencias afectan a todos

He intentado transmitirles que en España la regulación bancaria ha demostrado ser estricta, habiendo incluido la preocupación por la prociclicidad dentro de sus parámetros de actuación, y que las entidades españolas han gestionado adecuadamente los riesgos asociados a los desarrollos financieros de los últimos años. La ausencia de subprime, de un modelo de originar para distribuir, de productos estructurados complejos y de vehículos de inversión fuera de los balances bancarios atestiguan que todos hemos hecho las cosas bien. A la vista de lo anterior ¿podemos ser autocomplacientes? Mi respuesta es “no”, por tres razones. En primer lugar porque si no hemos caído en determinados errores se debe en buena parte a que nuestro sistema financiero ha sido muy tradicional, sin instituciones sofisticados como las que han sufrido más las turbulencias. En segundo lugar y, como ya he dicho, porque la economía española ha de acometer un proceso de ajuste en varios ámbitos, pero fundamentalmente en el de la inversión residencial. Y en tercer lugar, porque las fuertes interrelaciones existentes en el sistema financiero, hoy más global que nunca, hacen que, si los mercados dejan de funcionar, ello afecta negativamente no sólo a los que generaron los problemas sino a todos los participantes en ellos. Esta es la última lección a la que haré referencia: la globalización ha traído numerosos beneficios, pero, aunque se hayan hecho bien las cosas en casa de uno, si otros generan problemas, estos problemas acaban afectando también a los que no los crearon y por ello debemos reaccionar para afrontarlos.

Y así, las turbulencias de los mercados financieros internacionales han llevado a que algunos mercados en los que las entidades bancarias españolas obtenían usualmente financiación adicional, como podrían ser los de renta fija privada o los de titulizaciones, se hayan secado bruscamente. El mal funcionamiento de estos mercados ha afectado a todos pues los inversores, desengañados por los productos complejos que he mencionado antes, no han querido pararse a discriminar adecuadamente entre los distintos productos.

Sea como fuere, las dificultades para acceder a la financiación mayorista han supuesto un reto de gestión relevante. Hasta la fecha, las entidades españolas están respondiendo de manera adecuada, en parte porque su estructura de pasivo es tal que la financiación mayorista captada en los últimos años, y a expensas de un mayor coste, se ha centrado en los plazos más largos, otorgando ahora más grados de libertad; y en parte porque han podido recurrir a vías alternativas, como la financiación a plazos menores para cubrir sus necesidades de fondos.

Estas vías alternativas para la obtención de financiación tienen un cierto carácter de transitoriedad, lo que es coherente con el elevado grado de incertidumbre que persiste en la actualidad y del que cabe pensar que no habrá de perpetuarse en el tiempo. Lógicamente, el impacto potencial de esta situación en la posición financiera de las entidades, y por ende en la economía española, dependerá en gran medida de la duración del episodio de turbulencias.

Y en este sentido las últimas semanas inducen a un cierto optimismo: después de una práctica sequía durante siete meses, en sólo tres semanas un notable grupo de entidades han captado más de 13.500 millones de euros en el mercado internacional.

Los “deberes”

Como he dicho, la posición de partida de las entidades españolas al inicio de las turbulencias era muy buena, y esto les ha permitido evitar los efectos más inmediatos y directos de las mismas. Las presentaciones de resultados tanto del cuarto trimestre de 2007, como los que están apareciendo del primer trimestre de 2008, muestran las notables diferencias en comparación con otras entidades internacionales. No obstante, las disfunciones siguen afectando a los mercados financieros internacionales, y ello no deja inmune al sistema financiero español de lo que podríamos denominar efectos de segunda ronda. Por este motivo, los participantes en los mercados financieros - y cada uno desde su área de responsabilidad- han de actuar de tal forma que limiten, en la medida de lo posible, dichos efectos.

Es más, las tareas que hay que desarrollar suponen un reto todavía más exigente si se considera que las turbulencias están coincidiendo con un período de ajuste interno y de desaceleración de la economía mundial. El deterioro de las condiciones macroeconómicas está siendo más evidente en Estados Unidos, país para el que la mayoría de analistas pronostican una fuerte desaceleración en los primeros trimestres de 2008, pero también en Europa se espera un crecimiento económico más atenuado en los próximos meses. La economía española, tras una fase expansiva que se ha prolongado durante más de diez años, también ha iniciado su correspondiente ajuste. Por todos estos motivos, todos los agentes económicos tenemos una lista importante de “deberes” por delante.

Comenzaré refiriéndome a las entidades de crédito, pues son ellas las que han de seguir gestionando correctamente los riesgos que asumen, desarrollando adecuados sistemas para su medición, control y gestión, y en definitiva, determinando cuál es el nivel de solvencia que resulte apropiado en función de su perfil de riesgo. En las presentes circunstancias de los mercados financieros internacionales hay algunas consideraciones que estimo especialmente relevantes.

Primero, las entidades españolas deberán afrontar correctamente el cambio de ciclo que ha iniciado nuestra economía. Esto implica, por una parte, gestionar adecuadamente los impagos que se vaya produciendo; por otra, modular de forma apropiada la desaceleración en el ritmo de expansión del crédito. Sería contraproducente para la economía española que una excesiva reducción del crecimiento del crédito limitara su capacidad de avance.

Segundo, y como ya he señalado, las cuentas de resultados de nuestras entidades no se han visto afectadas por los efectos derivados de la crisis de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. Sin embargo, no cabe duda de que el entorno en el que han de operar, y en el que de hecho ya operan, las entidades españolas, se ha vuelto más difícil. En la medida en la que unos mayores costes de financiación puedan afectar a sus márgenes operativos, han de reforzarse mecanismos alternativos que posibiliten mantener la solidez de sus cuentas de resultados. En este sentido cabe una primera consideración, y es que en la medida en la que en España un elevado porcentaje de la financiación se concede a tipo variable, las entidades disponen de una mayor capacidad – casi automática -de traslación de los aumentos de los costes a los clientes de activo. Por otra parte, las entidades españolas han dado muestras, en los últimos años, de una notable capacidad en lo relativo a la gestión de los costes operativos, convirtiéndose en unas de las más eficientes del mundo. En las circunstancias actuales, es aún más necesario profundizar en esa dirección.

Tercero, y muy relevante, algunos de los mercados internacionales en los que las entidades españolas han obtenido financiación en los últimos años se han estrechado sustancialmente. En este sentido, y como ya he señalado, resulta sorprendente la falta de discriminación que se ha observado en estos meses, ya que se han penalizado de un modo análogo productos cuyas características, en lo referente a su nivel de complejidad y de riesgo, son sustancialmente diferentes. Es el caso, por ejemplo, de las titulaciones españolas, que por su sencillez, por la elevada calidad de los colaterales titulizados y por la reducida morosidad que han registrado, no guardan relación con los productos estructurados más complejos empleados por las entidades de otros países. Especialmente llamativo resulta el caso de las cédulas hipotecarias, cuya calidad crediticia es muy elevada y fácilmente medible. Esta calidad se asienta en sus propias características legales, ya que están respaldadas por la totalidad de la cartera hipotecaria del emisor y su nivel de sobrecolateralización mínimo es del 25%.

Sin embargo, los participantes en los mercados financieros no han tomado en consideración estos argumentos. En este sentido, las entidades han de continuar explicando al mercado las diferencias en lo relativo a sus emisiones. Un modo eficaz de hacerlo, es volver a emitir títulos a plazo medio. Y, como he dicho, hay que congratularse porque este es un camino que ya han iniciado con éxito algunas entidades en meses recientes.

Los esfuerzos de comunicación que han de desarrollar las entidades de crédito explicando su modelo de negocio, bien distinto al de otras entidades internacionales que están atravesando momentos difíciles, pueden y deben ser complementados por la acción analítica y explicativa del Banco de España. En un momento de desconfianza, transmitir información relevante a los mercados, para que los participantes puedan tomar decisiones de inversión informadas, es esencial. Por este motivo, la institución que represento ha desarrollado diferentes iniciativas, como

es la publicación del Informe de Estabilidad Financiera casi un mes y medio antes de lo habitual, o las intervenciones públicas de la alta administración del banco. Esta conferencia es, o eso espero, un buen ejemplo de ello: mi objetivo es contribuir a que salgan de esta conferencia con las ideas más claras en cuanto a la situación del sistema bancario español.

Lógicamente, los “deberes” del Banco de España no se limitan a lo anterior, sino que, como responsable en materia de regulación y supervisión prudencial, tiene la obligación de continuar introduciendo los incentivos necesarios, y vigilar para que las entidades españolas mantengan una gestión prudente de los riesgos y constituyan los niveles de cobertura suficientes para hacerles frente con garantías en el caso de que se materialicen.

En materia de regulación financiera, en diferentes foros internacionales se están debatiendo en la actualidad enseñanzas a extraer de la experiencia actual, así como las medidas a adoptar en el futuro para que los elementos de debilidad no se repitan. Y, como ya he dicho, debemos reconocer que los esfuerzos realizados por diferentes organismos en distintos ámbitos están siendo notables. Por su parte, el Banco de España, y de acuerdo con sus responsabilidades, considera que en lo relativo a este proceso de revisión se ha de evitar la tentación de intensificar indiscriminadamente el nivel de regulación del sector. Las iniciativas en esta dirección han de ser ponderadas y han de estar justificadas por la existencia de un fallo de mercado para cuya solución la intervención pública arroje mayores beneficios que los costes que, inevitablemente, introduciría.

Finalmente, y en relación con las competencias directas del Banco de España, les recordaré algo que en ocasiones parece olvidarse: la institución que represento es parte del Eurosistema. Desde esa responsabilidad seguirá actuando para que la implementación de la política monetaria sea compatible con el mantenimiento de la inflación dentro de los objetivos establecidos por el banco central, al tiempo que favorecerá que se continúe facilitando la adecuada provisión de liquidez con el objetivo de garantizar el correcto funcionamiento de los mercados monetarios.

Los agentes sociales también tienen una importante tarea: colaborar para que, mientras se produce el inevitable ajuste en el sector de la construcción residencial y en las actividades asociadas, se dinamice el resto de la economía, la industria y los servicios. Y para ello es fundamental que se produzca una moderación en los márgenes empresariales y en los costes salariales unitarios por la vía de la moderación salarial y/o de aumentos de productividad. Debe quedar muy claro para todos que si el inevitable aumento de desempleo en la construcción no es compensado con un mayor dinamismo del resto del sector privado de la economía, la evolución del empleo podría ser más negativa de la esperada.

Finalmente, querría referirme a la necesaria actuación de las Administraciones Públicas, al menos en dos ámbitos de sus competencias.

El primero es el de la política fiscal. Una de las grandes ventajas que se derivan del esfuerzo de consolidación fiscal realizado durante el largo período de expansión de la economía española, es que ahora permite que los mecanismos con los que cuenta el presupuesto público, conocidos como estabilizadores automáticos, puedan actuar plenamente. Estos mecanismos actúan con rapidez y facilitan la confianza y la formación de expectativas por parte de los agentes. No obstante, ha de evitarse que la activación de medidas de política fiscal de carácter discrecional pueda comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo, pues los costes que esto implicaría superarían con creces los potenciales beneficios que se pudieran recoger en el corto plazo.

El segundo ámbito de actuación es el de las medidas de carácter estructural que tienen por objeto mejorar el funcionamiento de determinados mercados, dotar de una mayor flexibilidad los mecanismos de formación de salarios y de precios, y facilitar la reasignación de factores entre sectores de la economía. Para el éxito de esta tarea, la colaboración responsable de los agentes sociales también resulta crucial.

Profundizar en estas cuestiones sería motivo de otra conferencia en sí misma, por lo que concluiré en este punto, pero no sin antes reiterar una vez más la idea principal que hoy he querido transmitirles. El sistema financiero español no ha participado en los elementos causantes de las actuales turbulencias financieras internacionales y ello, junto con su solidez económico-financiera, lo sitúa en una favorable situación de partida. No obstante, vivimos en un mundo global, y haber hecho las cosas razonablemente bien no es un antídoto frente a los riesgos de las turbulencias. De hecho, la forma más eficaz para limitar la materialización de dichos riesgos en el sistema bancario español, y en nuestra economía, es admitir que no somos inmunes a ellos y, desde esta premisa, aunar esfuerzos para tomar las decisiones que permitan afrontar con éxito los retos que permanecen abiertos en la actualidad. No me cabe duda de que ese es el espíritu de todos los que de una u otra forma tenemos responsabilidades en la materia.

Muchas gracias.