

Madrid, 13.12.2011

Conferencia de clausura del VII Encuentro Bancario
IESE

José Luis Malo de Molina
Director general del Servicio de Estudios del Banco de España

1 Introducción

En primer lugar, quiero agradecer al IESE su amable invitación para participar en la clausura de este VII Encuentro Bancario. Me gustaría aprovechar esta oportunidad para compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la candente situación económica europea y nacional en la que se enmarcan los retos a los que se enfrenta el sistema financiero español, unos retos sobre los que ustedes han tenido ya ocasión de discutir en profundidad a lo largo de las distintas sesiones de este Encuentro.

Permítanme que comience mi intervención recordando que esta crisis, a lo largo de sus distintas etapas, ha puesto de manifiesto una serie de debilidades en nuestro sistema financiero cuya reparación ha sido preciso acometer en unas circunstancias singularmente difíciles y exigentes.

La crisis reveló que nuestro sistema se había sobredimensionado tras una prolongada etapa de relajación financiera y excesiva expansión del crédito con una creciente dependencia de la financiación exterior, por lo que era preciso proceder a una reducción de la capacidad instalada, sin perder de vista los requerimientos propios de una economía cada vez más abierta e integrada. También se había producido una desproporcionada acumulación de riesgos inmobiliarios que obligaba a afrontar un proceso de saneamiento de los balances de las entidades en plena etapa de ajuste macroeconómico y, por tanto, de muy bajo crecimiento. Y por si ello era poco, el drástico cambio de clima en la valoración de los riesgos financieros ha llevado a unas renovadas exigencias de

más y mejor capital por parte de los inversores y de los reguladores, que es preciso atender, además, de manera rápida. Este cúmulo de exigencias hacía imperativa la profunda revisión del subsector de las cajas de ahorro, cuyas singularidades en su estructura societaria y en su gobernanza suponían un obstáculo de primera magnitud para afrontarlas.

En estos años se han producido avances importantes en estos tres frentes. Los excesos de capacidad se han reducido de una forma que ha sido compatible con un aumento del tamaño medio de nuestras entidades. Asimismo, en algo más de tres años el sistema bancario español ha llevado a cabo, por distintas vías, un saneamiento de sus balances equivalente a más de 10 puntos porcentuales de PIB. Y es evidente que el subsector de las cajas de ahorro ha sido objeto de una profunda reestructuración, de manera que las entidades resultantes operan ya en condiciones plenamente comparables a las de la banca privada.

Sin embargo, la reestructuración del sistema financiero español no puede considerarse un objetivo estático. Antes al contrario, se trata de un objetivo dinámico que es preciso ajustar en función de cómo varíe el contexto económico en el que las entidades desarrollan su actividad. De hecho, el sistema financiero español se encuentra todavía en medio de un proceso de reestructuración sin precedentes, por su magnitud y profundidad, que tiene que completarse en condiciones marcadamente exigentes. Por dos razones.

1 Por las trascendentales implicaciones que se derivan de la interacción de la crisis de la deuda soberana en el Área del Euro con la incertidumbre y desconfianza que rodean al sistema bancario europeo

2 Por las dificultades de corregir los desequilibrios que aquejan a la economía española en una coyuntura caracterizada por una recaída de la actividad tras una crisis que se prolonga varios años.

La estabilidad de nuestro sistema financiero y el progreso en su compleja reestructuración dependen de manera crucial del desenlace de la crisis de la deuda soberana y de la estabilidad de la moneda única y de la recuperación de la confianza de los inversores y los mercados financieros internacionales en la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas y en la capacidad de crecimiento de la economía española. Estas son dos cuestiones de naturaleza más macroeconómica que estrictamente bancaria, pero de las que depende la culminación y el éxito del proceso de reestructuración financiera, por lo que voy a concentrarme en ellas en esta intervención de clausura de este encuentro.

2 Algunas reflexiones sobre la crisis de la deuda soberana

La semana pasada hemos asistido al tercer intento en el año 2011, tras los resultados insatisfactorios de las cumbres de julio y octubre, de articular una respuesta convincente a los retos planteados por la crisis de deuda soberana, que como es sabido ha puesto de manifiesto la existencia de fragilidades de entidad en la arquitectura institucional del Área del Euro. Las tensiones desatadas han ido aumentando en intensidad hasta el punto de llegar a afectar incluso a los países más estables del área y a suscitar especulaciones sobre la viabilidad de la moneda única en la forma en que fue fundada y como la hemos conocido hasta ahora. Algunos analistas han llegado a hablar, con los excesos retóricos propios de las coyunturas críticas, del fin o del fracaso del euro. Sin negar la gravedad de los riesgos que se pudieran derivar de una insuficiente determinación de las autoridades europeas para afrontar la profundidad de los riesgos presentes, me parece importante insistir, frente al clima de nerviosismo dominante, en los

avances que se están produciendo para encauzar la superación de la crisis, aunque sean todavía parciales y su ritmo pueda parecer todavía demasiado lento.

En la cumbre de la semana pasada se han dado pasos de indudable calado para avanzar hacia una respuesta que tenga los ingredientes necesarios para suscitar la confianza y apaciguar la peligrosa dinámica de los mercados. Unos mercados, que ante las crecientes dudas sobre la capacidad de respuesta de las autoridades, estaban abandonando las posiciones en la deuda soberana de la mayoría de los países europeos, y no solo los llamados periféricos, y cerrando la financiación a la mayoría de las entidades financieras del área. La prolongación de esta dinámica encerraba un enorme potencial desestabilizador para el área y la propia economía mundial.

De hecho, el bloqueo en la que se encontraba el mercado interbancario y el dislocamiento de los mercados de deuda soberana constituían signos de desintegración del área de la moneda única y graves obstáculos para la transmisión de la política monetaria común.

La respuesta a una situación como la que estaba planteada requería acciones a tres grandes niveles:

1 A la política monetaria le correspondía afrontar los riesgos específicos del recrudecimiento de las tendencias contractivas y de la restricción financiera y desempeñar una función estabilizadora que asegurase la correcta transmisión de la política monetaria única.

2 A las autoridades europeas les compete la responsabilidad principal en la formulación de propuestas de reforma institucional que permitan avanzar en la solución de las lagunas y fragilidades que se han puesto de manifiesto durante la crisis y que han impedido, hasta ahora, la eficacia de los gobernanza económica

del área y de los mecanismos de gestión de crisis y de rescate con estricta condicionalidad que se han puesto en marcha, pero que han resultado insuficientes para frenar el contagio y estabilizar los países más amenazados.

3 Y a los gobiernos de los países más afectados les incumbe en primerísimo lugar adoptar medidas de política económica doméstica que tengan la energía suficiente para convencer a los inversores y mercados de su determinación para enderezar los desajustes y desequilibrios que se encuentran en la base de sus dificultades para hacer frente a sus compromisos de pago y reanudar una senda de crecimiento que haga verosímil la magnitud del esfuerzo necesario.

En relación al primero de estos requerimientos, el BCE ha tomado el pasado jueves un amplio conjunto de medidas que aseguran no solo un tono expansivo de la política monetaria en consonancia con el deterioro de las previsiones de crecimiento, en un marco de ausencia de riesgos inflacionistas, bajando en consecuencia el tipo de interés de la subasta principal en un cuarto de punto por segundo mes consecutivo para situarlo en el 1%, sino que también amplían el abanico de medidas no convencionales para restaurar el normal funcionamiento de los canales a través de los cuales opera la política monetaria y muy en particular los que garantizan un normal funcionamiento del sistema bancario y, por tanto, que el crédito pueda fluir de manera eficiente y satisfacer la demanda solvente de empresas y familias. Tres han sido las principales medidas adoptadas en este sentido. Una ampliación hasta los tres años del plazo al que los bancos pueden tomar fondos del BCE, una ampliación del conjunto de activos que estos mismos bancos pueden aportar como garantía para los préstamos obtenidos del BCE y una reducción a la mitad del coeficiente de reservas mínimas obligatorias hasta el 1%. Con estas acciones sin precedentes, el BCE contribuye de manera decisiva en su campo de actuación, que es el de la política monetaria, a la

reducción de las tensiones a las que se enfrentan las entidades de crédito y a impulsar, en la medida de lo posible, las decisiones de concesión de crédito tanto al sector público, muy facilitada por las posibilidades de refinanciación a tres años, como, sobre todo, al sector privado.

En paralelo, el BCE mantiene su programa de compra de valores como contribución a la estabilización de los mercados de deuda, necesaria para la correcta transmisión de la política monetaria, en el desempeño de una labor que pretende actuar de puente hasta que los mecanismos de estabilización europeos estén operativos y que, por lo tanto, mantiene un carácter temporal que no puede considerarse como un recurso sustitutivo de la acción que corresponde a las autoridades europeas para afrontar con rapidez y coherencia los graves problemas institucionales emergidos. No hay que perder de vista que, en todo caso, el establecimiento de un dispositivo convincente de estabilización, capaz de convencer a los mercados sobre la posibilidad de enderezar los desequilibrios en los países afectados y disuadir, a la vez, cualquier forma de especulación sobre su posible contagio a otros o a la estabilidad global del área, es una tarea ardua que plantea cuestiones delicadas de moral hazard y de reparto del esfuerzo financiero entre los países miembros en términos de la asunción de riesgos y de potenciales transferencias de rentas si dichos riesgos se materializan. Una cuestión extremadamente compleja cuando se aborda desde una estructura de gobernanza en la que los parlamentos nacionales mantienen la plena soberanía en la gestión de sus presupuestos y, por lo tanto, sobre todos los aspectos que puedan tener implicaciones presupuestarias que no estén debidamente tasadas en los Tratados. En último extremo, el planteamiento de esta cuestión refleja la necesidad de una articulación más elaborada y consistente de las políticas presupuestarias y estructurales de los países que comparten la misma moneda y,

por lo tanto, una gobernanza económica mucho más sólida que implica mayor cesión de soberanía a favor de una unión económica y fiscal más estructurada.

En este terreno, hay que celebrar que la cumbre europea ha tomado decisiones de gran alcance para fortalecer la gobernanza del área del euro y sus mecanismos de estabilización y consolidar un marco sólido de disciplina y estabilidad presupuestaria. Propuestas que se han formulado al nivel más alto de exigencia, al plantearse en términos de un nuevo acuerdo internacional que se aprobará por el procedimiento más diligente posible. En este sentido se ha aprobado un nuevo pacto presupuestario que establece una nueva regla fiscal que sitúa como límite para el déficit estructural anual el 0,5% del PIB nominal y que deberá contener un mecanismo de corrección que se activará de forma automática en caso de desviación. También se refuerza el procedimiento de déficit excesivo con el establecimiento de sanciones también automáticas, en línea con lo demandado por el BCE y el Parlamento Europeo.

Paralelamente se han producido avances significativos en el fortalecimiento de los instrumentos de estabilización. Se ha adelantado la puesta en marcha del Mecanismo de Estabilidad Europea, se han flexibilizado sus procedimientos de decisión, descartando el requisito de la unanimidad, y se ha acelerado el desembolso de las aportaciones, lo que permite complementar el margen de actuación de la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, cuyos proyectos de apalancamiento siguen adelante. Se ha decidido también que los Estados Miembros de la UE realicen una aportación adicional al FMI de 200.000 millones de euros, que supone un incremento sustancial de los recursos disponibles para el tratamiento de las crisis. Junto a todo ello, ha tenido gran relevancia la decisión de descartar categóricamente la posibilidad de que la

reestructuración de la deuda de un estado miembro forme parte de los procesos de ajuste contemplados, dejando claro que lo acordado para Grecia es un caso excepcional no repetible. Cabe esperar que esta clarificación, que despeja la ambigüedad suscitada por la declaración de Deauville, conduzca hacia valoraciones de los mercados más ajustadas de los riesgos reales de las emisiones soberanas de los países del euro, que sorprendentemente estaban incorporando expectativas de impago injustificadamente elevadas.

La tercera pieza imprescindible para la credibilidad de cualquier solución de la crisis en el área del euro es la reacción de los gobiernos de los países más vulnerables. En este sentido, la superación del riesgo de bloqueo en Grecia, con el cambio de gobierno y el apoyo mayoritario del Parlamento a las medidas de ajuste, se ha venido a sumar a la buena marcha de los programas de rescate en Irlanda y Portugal. A su vez, en Italia, se han adoptado medidas con un alcance y una ambición que dejan pocas dudas sobre la voluntad política de dar la prioridad necesaria al enderezamiento de las finanzas públicas hacia una senda de sostenibilidad. El panorama se completa con la expectativa de los mercados de que el nuevo gobierno español, salido de las elecciones generales del 20 de noviembre, presentará en breve un programa seriamente basado en la consolidación fiscal y las reformas estructurales.

3 Las dificultades del ajuste de la economía española

Ello me lleva a abordar, aunque sea brevemente, las dificultades específicas que se derivan de las propias necesidades de ajuste de la economía española en una coyuntura especialmente difícil, en la que, tras una prolongada crisis, se está produciendo una recaída de la actividad en medio de un contexto exterior y

financiero adverso. En efecto, tras el estancamiento de la actividad en el tercer trimestre del año, todos los indicadores disponibles apuntan hacia una contracción en este cuarto trimestre del año, en sintonía con las previsiones disponibles para el Área del Euro, donde también se espera una tasa de variación intertrimestral negativa para el conjunto de la zona. El debilitamiento de la demanda exterior neta, que venía actuando como soporte de la débil recuperación, y la continuación del necesario ajuste de la demanda interna configuran un escenario complejo en el que se suman los efectos de la inestabilidad del Área del Euro con los de los ajustes en los que estamos inmersos. La economía española tiene unas tareas propias pendientes para enderezar los desequilibrios acumulados que están fundamentalmente relacionadas con la necesidad de mejorar la competitividad y de reducir los altos niveles de endeudamiento tanto público como sobre todo privado. Unas tareas que son imprescindibles para reanudar el crecimiento bajo las condiciones específicas de pertenencia al área de la moneda común y de enorme aversión al riesgo de los mercados financieros, que está precisamente focalizada en los países periféricos del euro.

En encrucijadas como las que vive la economía española, y en la que muchos sectores, empresas y, sobre todo, familias atraviesan dificultades que pueden afectar a sus posibilidades de futuro, más importante que afinar en el diagnóstico de corto plazo, que está rodeado de mucha incertidumbre, es identificar con claridad el rumbo que hay que seguir para salir de la crisis y la orientación de la política económica necesaria para conseguirlo.

Una idea esencial es que el norte al que debe apuntar la brújula de la política económica es el mantenimiento de la economía española en la corriente central

europea, que ha sido el rumbo que ha permitido la modernización de la economía española en las últimas décadas y la consecución de un régimen de estabilidad y un aumento del bienestar sin precedentes en la historia económica reciente. En las actuales circunstancias, el seguimiento de ese rumbo implica asumir todos los requerimientos que se derivan de la necesidad de estabilización del euro, entre los que se encuentra, como país miembro de la moneda única, la necesidad de proseguir con una estrategia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Esta estrategia es la que permite dar respuesta a las fragilidades propias que han emergido y resolver los problemas de confianza que amenazan con bloquear a la economía y descarrilar los avances conseguidos en las últimas décadas.

Me interesa mucho señalar que no es cierto que la consolidación fiscal y las reformas estructurales haya que hacerlas para calmar los mercados o las exigencias de los socios o las autoridades europeas. Es verdad que los mercados cometen excesos en todas direcciones. Exageran la bonanza. Agravan la desconfianza. Y a veces pueden reducir los márgenes de maniobra, acortar los tiempos disponibles y en el límite poner en marcha círculos viciosos de expectativas negativas que pueden tender a autorrealizarse. También es verdad que los fallos de la gobernanza europea se han podido traducir en movimientos pendulares desde la complacencia al apremio exigente hacia los países con problemas. Pero, más allá de lo enojoso que puedan resultar estos hechos, la consolidación fiscal y las reformas son imprescindibles para enderezar los fundamentos cuando se han acumulado desequilibrios que incorporan elementos de insostenibilidad.

Desde el punto de vista de la gestión de la política económica resulta contraproducente plantear las reformas como una exigencia externa porque

impide que los agentes perciban los beneficios intrínsecos que se derivan de la misma y porque debilita la capacidad de movilización de los esfuerzos sociales a corto plazo. En el límite, este planteamiento tan extendido en algunos medios, podría llevar a pensar que sin la presión externa serían posibles otras salidas menos exigentes a corto plazo y a fomentar una huida hacia delante de consecuencias perniciosas. Como también es erróneo plantear los esfuerzos necesarios de austeridad y ajuste en contradicción con el impulso del crecimiento. Por el contrario, dichos esfuerzos son la semilla de una reanudación del dinamismo en consonancia con nuestro potencial de crecimiento que volverá a fructificar como ya lo hizo en el pasado en circunstancias de dificultades similares.

La experiencia demuestra que cuando se toman medidas y se hacen las reformas es cuando se puede recuperar la confianza y hacer que los mercados descubran que sus expectativas negativas no estaban fundadas. Permítanme recordar que el año pasado, cuando participé en la edición anterior de este encuentro, las preguntas del auditorio se centraron en lo que entonces parecía como un escenario inexorable: que la intervención y rescate de la economía portuguesa, que ya se barruntaba como inevitable, arrastrase también a la economía española en un escalón más en el avance de las expectativas autorealizables de los mercados. Y aquello no ocurrió porque se tomaron con prontitud medidas convincentes. El plan de recapitalización de las Cajas, por un lado, permitió romper el falso paralelismo con la situación irlandesa, en la que la crisis inmobiliaria había acarreado el colapso del sistema financiero y la quiebra de las finanzas públicas. Por otro lado, la reforma de las pensiones, realizada con amplio acuerdo político y social, supuso un paso de gran trascendencia para asegurar su sostenibilidad a medio plazo y tuvo un gran valor simbólico, por cuanto representaba la voluntad decidida de abordar una estrategia reformista como

principal forma de respuesta a los retos planteados y a la capacidad de hacerlo movilizand las energías y los acuerdos sociales necesarios.

Algo parecido se puede decir del acuerdo de los dos grandes partidos que permitió reformar de la constitución para introducir reglas estrictas para el déficit y el endeudamiento públicos, adelantándose a los requisitos que se van a establecer a raíz de la reciente cumbre europea. Aquella iniciativa que avanzaba en la dirección adecuada sirvió de protección efectiva en los momentos de grave inestabilidad que se vivieron a partir del verano. Ambas experiencias permiten contemplar con esperanza los frutos que cabe esperar de los esfuerzos que todos los agentes de la economía española tienen que realizar para despejar las dudas que todavía se ciernen sobre nuestro horizonte.

4 Conclusiones

Ya termino. Permítanme concluir justificándome por haber dedicado mis palabras en esta sesión de clausura de un encuentro sobre el sistema bancario a los temas europeos y macroeconómicos que agobian a la economía española. Lo he hecho así porque pienso que los tiempos de la solución de la crisis de la deuda soberana y de la superación de las incertidumbres existentes sobre el euro y los ritmos del ajuste macro de la economía española terminarán siendo los principales determinantes de la magnitud y la naturaleza de los esfuerzos pendientes para culminar con éxito el saneamiento y la reestructuración del sistema bancario español, y para que este pueda cumplir satisfactoriamente con la tarea de suministrar los flujos de crédito necesario para financiar las decisiones de gasto de agentes solventes en proyectos rentables.

Espero que estas reflexiones generales y de política económica les hayan sido de utilidad después de un día entero hablando de temas bancarios.

Muchas gracias por su atención

