



CRISIS Y DESAPALANCAMIENTO EN ESPAÑA

**Fernando Fernández Méndez de Andés. Profesor de Economía.
IE Business School**

1. INTRODUCCIÓN

Contrariamente a lo que muchos esperaban, y sin duda a lo que era la opinión dominante entre los responsables de la política económica de la época y de muchos académicos que abrazaron la tesis del «esta vez es diferente»¹ con gran pasión, la crisis financiera ha tenido un impacto especialmente violento en España. Era de esperar, por varias razones claramente ya previsibles en 2009. Primero, la experiencia española de crisis inmobiliarias no permitía ser optimista; todas las crisis anteriores habían tenido un serio impacto en el sistema financiero. La última en los años ochenta había forzado la reestructuración del subsector de bancos comerciales. Segundo, España como país se enfrentaba a un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, a una restricción del crédito disponible, a una caída en el apetito por el riesgo de los inversores, con un serio problema de endeudamiento, con una necesidad de financiación externa del orden del 10% del PIB. Ciertamente que era básicamente un endeudamiento del sector privado, pero la experiencia internacional –Argentina, Corea, Estados Unidos, Irlanda– nos había enseñado cuán rápido el sector público se ve forzado a absorber deudas y pérdidas del sector privado para evitar un colapso. Y tercero, la Unión Monetaria limitaba

drásticamente el conjunto de políticas posibles, eliminaba la opción clásica de licuar la deuda mediante la devaluación y la inflación. En ausencia de un banco central activista y dispuesto a inyectar liquidez en casos idiosincráticos, lo que era mucho desear, el desapalancamiento de la economía española habría de ser masivo.

Pero se decidió jugar a ganar tiempo. Confiando primero en una rápida recuperación de la economía internacional a la que se «ayudó» con políticas expansivas de corte keynesiano clásico y que llevaron el déficit público por encima del 11% del PIB, acelerando de paso el proceso de convertir el problema privado en público y creando un problema de sostenibilidad de la deuda pública donde no lo había. Siguiendo luego una política de benignidad regulatoria, cierto como muchos otros países europeos pero eso no le quita un ápice de irresponsabilidad, que permitiese a las instituciones financieras españolas difuminar el impacto en sus balances de la crisis inmobiliaria y de la recesión subsiguiente, con el resultado de alimentar un proceso de desconfianza y falta de credibilidad primero en los bancos españoles y luego en las autoridades monetarias que dilapidaron en unos pocos años su prestigio internacional. Y llevando finalmente una política de reestructuración bancaria, a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) equivocada en su concepto –la búsqueda del tamaño como si un banco grande y solvente fueran equivalentes–, excesivamente lenta en su aplicación porque faltó el coraje político para enfrentarse al núcleo de la crisis, los problemas

¹ Por utilizar la terminología que ha hecho fortuna y que da título al ya clásico libro de Reinhart y Rogoff 2009, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.



de gobernanza en las Cajas de Ahorros, y voluntarista pues descansaba en la voluntad de los gestores bancarios de reformarse a sí mismos. El resultado ha sido el inevitable rescate internacional bajo la forma novedosa de un acuerdo europeo para un Programa de Recapitalización Bancaria en España explicitado en el *Memorandum of Understanding on Financial Sector Policy Conditionality* firmado el 20 de julio de este año.

En este breve artículo se pasa revista a la crisis financiera en España con un doble objetivo: aprender de los errores cometidos y evitar seguir cometiéndolos en el proceso de recapitalización en marcha. Para ello se pone la crisis en su contexto internacional y europeo, se repasan experiencias internacionales y se hacen previsiones realistas, quizás un poco crudas, de lo que puede ocurrir.

2. LA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

A los análisis de la crisis financiera española le suele faltar contexto. Se centran en exceso en los problemas idiosincráticos, que sin duda los hay y son cruciales. Pero para poder aproximarse a sus consecuencias es necesario ponerla en el contexto de lo que está pasando en el sistema financiero internacional. No estamos ante una crisis más, sino ante un nuevo escenario financiero caracterizado por la reducción sostenida de los niveles de crédito disponible en el mundo. Si la crisis es fundamentalmente producto de los excesos de los años de bonanza es lógico que el mundo post-crisis, el nuevo normal del que cada vez afortunadamente se habla más, se caracterice por niveles sustancialmente menores de apalancamiento financiero. Y ello como consecuencia de un nuevo consenso que se plasma en políticas de regulación y supervisión que se están adoptando a nivel internacional; y de las propias estrategias puestas en marcha por los agentes para adaptarse al nuevo normal y anticiparse a los cambios. Ese nuevo normal regulatorio, que podemos resumir en Basilea III, está siendo anticipado por las entidades financieras, porque así se lo exigen sus accionistas y los llamados vigilantes de la dis-

ciplina del mercado, probablemente con mayor intensidad de la prevista y deseada por las autoridades. Hasta el punto de que se habla ya explícitamente de aplazar y calibrar algunos cambios, sobre todo los que se refieren a los coeficientes de liquidez y apalancamiento precisamente.

En cualquier caso, el desapalancamiento está solo empezando. Tanto en el sector financiero, promocionado por la nueva regulación internacional y por la desconfianza de los inversores, como en los sectores corporativo y público. Al sector financiero le dedicamos este artículo pero permítanme unas palabras sobre los otros dos. Las empresas financieras no sólo se están desapalancando porque se han endurecido las condiciones de acceso al crédito, porque los bancos han cerrado el grifo en términos coloquiales, sino porque los inversores no toleran ya esos niveles de endeudamiento. Y no lo hacen porque al deteriorarse las perspectivas económicas, de crecimiento de ventas y beneficios, los niveles de endeudamiento manejables, tolerables han disminuido también. Por eso están vendiendo activos, y continuarán haciéndolo, a las empresas menos endeudadas. Porque el capital, la liquidez, se han hecho escasos y valiosos.

El desapalancamiento del sector público no es consecuencia de la ideología de la austeridad, como algunos políticos y economistas con notoria fuerza mediática han insistido en llamar a la dura realidad, sino del fin del excepcionalismo occidental. Es una consecuencia necesaria de la globalización. ¿Cómo es posible que países cuyo crecimiento potencial apenas llega al 2% anual, el potencial que el real lleva años por debajo de este nivel, puedan tener niveles de endeudamiento público superiores al 100% del PIB, mientras que otros que crecen sistemáticamente al 8% anual, en torno al potencial, están condenados a mantener niveles de endeudamiento público del 35% del PIB? Solo era posible en un mundo dual donde solo unos cuantos países, los desarrollados, ofrecían la suficiente seguridad jurídica y estabilidad institucional para actuar de aspiradora del capital internacional. Pero ese mundo ha cambiado. No solo porque ya hay un número suficiente de mercados emergentes cuyos sistemas políticos, sus

economías y sus mercados de capitales tienen años de estabilidad y seguridad en el retorno de las inversiones, sino porque la crisis ha arrumbado el mito de la eficiencia en los mercados de capitales centrales del sistema. Sólo la insistencia china en mantener artificialmente el tipo de cambio mediante una especie de crédito exportador a través de la compra de bonos norteamericanos, está permitiendo que el ajuste fiscal occidental sea menos intenso. Pero por razones institucionales que no son de este artículo pero que no van a desaparecer en el corto ni medio plazo, la Euro Zona no disfruta de ese privilegio temporal.

Sabemos por estudios anteriores que las crisis que combinan crisis bancarias e inmobiliarias tardan de 4 a 6 años en absorberse plenamente², años que empiezan a contar cuando se adoptan las políticas correctas no cuando estallan. En todas ellas cae significativamente el ratio crédito/PIB, en torno a 20 puntos. Y tardan aún más en recuperarse los niveles de empleo, sobre todo si la intensidad de la crisis erosiona el capital humano de esa sociedad como parece estar sucediendo con tasas de paro del 25%. Estamos por tanto ante el peligro de una década perdida del Atlántico Norte, similar a la que experimentó América Latina en los ochenta y por causas no muy diferentes, por ignorar la restricción presupuestaria intertemporal, por pensar que las necesidades, sociales o de crecimiento, pueden primar sobre las posibilidades.

De este contexto internacional, pueden sacarse algunas implicaciones directas para el negocio bancario: Habrá menos crédito, tanto por razones de oferta como de demanda; el dinero será más caro, y el sector habrá de acostumbrarse a convivir unos años con mayores niveles de intervención pública³. Es útil poner las cosas en perspectiva y a estos efectos se incluyen los gráficos siguientes (diapositiva 1), tomados del informe sobre el mercado de capitales del *Institute of*

International Finance de septiembre 2012. Gráficos que presentan unas evidencias relevantes que resumimos a continuación:

- la crisis ha puesto de manifiesto la importancia para los bancos de la financiación minorista tradicional, de los depósitos bancarios, que ha probado ser más resistente y menos volátil que la financiación mayorista, más barata pero que desaparece en momentos de problemas de liquidez como los que atravesó la banca internacional.
- Pues bien, contrariamente a lo que podría pensarse, el contraste entre la banca americana y europea es muy llamativo; la banca americana cuenta con niveles de financiación minorista en el entorno del 80% del total de pasivos mientras que la europea apenas llega al 35%.
- Pero es que además desde el inicio de la crisis esta diferencia se ha agravado. Mientras la banca americana ha aumentado su financiación vía depósitos en casi diez puntos, en Europa ha permanecido prácticamente constante y si acaso ha disminuido.
- Así, un ratio significativo de liquidez bancaria, el coeficiente de créditos sobre depósitos es en Europa un 105%, escondiendo sin duda importantes diferencias nacionales, mientras que en Estados Unidos no llega al 70%.
- Aunque hay que ser cuidadoso con las comparaciones internacionales, sobre todo por el muy distinto peso de la financiación bancaria de la inversión corporativa en ambos continentes, es difícil no llegar a la conclusión de que el proceso de desapalancamiento bancario está en Europa retrasado con respecto a Estados Unidos.

Por tanto, como afirmaba el Fondo Monetario Internacional en su análisis de la situación financiera en España⁴, ver diapositiva siguiente, la mayor parte de la contracción del crédito está por venir y será no solo inevitable sino deseable.

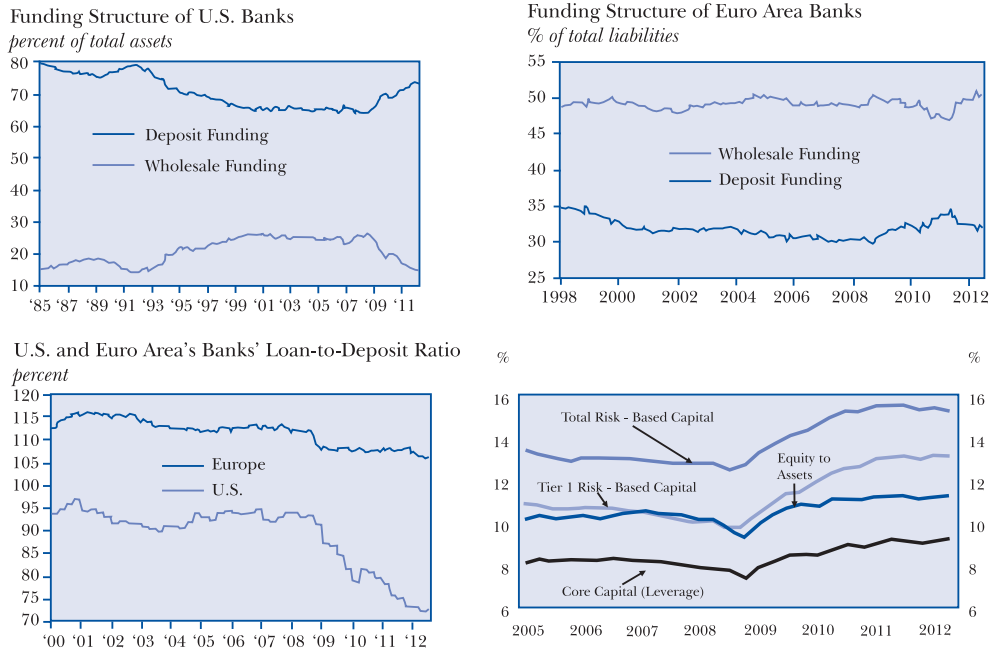
² Ver IMF, Global Financial Stability Report, 2011.

³ Unos muchos años, aunque no pueda descartarse que, como en el caso de la ley Sarbanes-Oxley, los excesos de regulación acaben corrigiéndose con el tiempo. Pero queda mucho por purgar todavía.

⁴ Fondo Monetario Internacional, *Staff Report* con motivo de la consulta anual del llamado artículo IV en julio 2012.



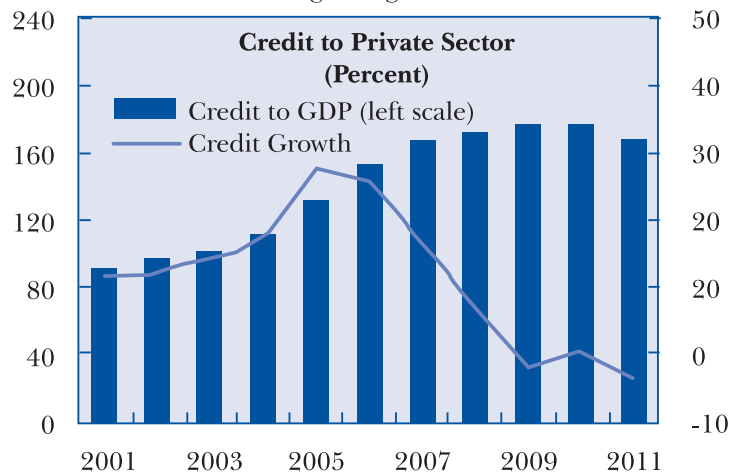
GRÁFICO 1. NUEVO ESCENARIO FINANCIERO: EL CONTEXTO AMERICANO



Fuente: Institute of International Finance. Capital Markets. Report, 2012.

GRÁFICO 2. ESPAÑA: UN DESAPALANCAMIENTO PENDIENTE

Deleveraging has started, but could be prolonged and continue to weigh on growth.



Fuente: IMF article IV Consultation. Spain, July 2012.

En el caso español, este proceso de desapalancamiento típico de toda crisis de deuda hay que enmarcarlo en las dificultades europeas para poner en marcha una verdadera unión bancaria que termine con la asimetría de la cesión de la capacidad de prestamista de última instancia a una autoridad supranacional que no se ha visto acompañada de un proceso paralelo de creación de un mecanismo de intervención de liquidez y solvencia europeo, un *backstop* creíble. En definitiva, «si no se reconcilia en una misma autoridad política la función de emisión de moneda –de prestamista de última instancia– y la de emisor de deuda soberana –la Tesorería–. En caso contrario, solo quedan los tipos de cambio variables, con flotación más o menos limpia, lo que nos devuelve a la gestión de la autonomía cambiaria, y a la posibilidad de ruptura del euro si la Unión Monetaria Europea se queda en un sistema multilateral de tipos de cambio fijo... El edificio constitucional del euro tiene que completarse con una Unión Bancaria, Fiscal y Política. Esa es la tarea importante a realizar. Pero hay acciones urgentes, que son imprescindibles si no queremos que el euro se nos muera entre las manos. Lo urgente es la puesta en marcha de un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea y de unas reglas fiscales ex ante que permitan al BCE actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero porque el coste de su eventual recapitalización será asumido por los gobiernos de turno⁵.

Aunque suene duro decirlo, y más aún escribirlo, el euro tal y como lo conocemos ha muerto⁶ y cuanto antes lo enterremos mejor. Desde el punto de vista de la economía normativa, hay consenso académico, con miles de matices obviamente como corresponde al oficio de pensar, en que si queremos evitar la catástrofe, la Unión Económica y Monetaria tiene que convertirse en una Unión Bancaria, Fiscal y Política. En mi opi-

⁵ Ver Fernando Fernández, *Al Rescate del euro*, Papel Especial Faes N° 63, octubre 2012, Madrid.

⁶ Quizás por eso, muchos economistas utilizan eufemismos como el euro 2.0 o Maastricht *revisited*. Pero las palabras no deben disminuir el sentido de urgencia de la refundación.

nión por ese orden porque el orden de factores sí puede alterar el producto en las crisis cambiarias, y ésta sin duda lo es. La Unión Bancaria significa en síntesis, integrar la arquitectura regulatoria y de supervisión incluido un mecanismo de resolución bancaria único para Europa y un fondo de garantía de depósitos común que permita que un euro depositado en un banco español buenos sea al menos el mismo activo que ese mismo euro depositado en un banco alemán malo.

La Unión Fiscal no exige armonizar impuestos y gasto público, los países podrán seguir pudiendo elegir la combinación que satisfaga sus preferencias sociales. Pero obliga a tener a nivel europeo, reglas creíbles y automáticas –sin espacio a la negociación política ex post– de déficit, deuda y gasto nominal, un fondo de estabilización permanente, que puede bien ser el recién desarrollado MEDE mejorado, y una autoridad con capacidad de hacer cumplir las normas, el Ministerio de Hacienda europeo que pedía Trichet o el supercomisario en terminología alemana. Pero no nos hagamos trampas, es cierto que la unión bancaria significa una mutualización del riesgo bancario que puede terminar en riesgo del contribuyente. Y que una Unión Fiscal conduce inexorablemente a algún tipo de deuda pública europea, los famosos eurobonos. Precisamente por eso es tan importante que haya seguridad sobre el nivel de contingencia fiscal que asume el contribuyente europeo, que las reglas sean creíbles y el proceso controlado desde su inicio.

Por ese mismo motivo, hace falta avanzar hacia alguna forma de Unión Política, porque como sabemos dese la revolución del té en Boston, «no puede haber impuestos sin representación política». Un cesión de soberanía monetaria, financiera y fiscal como la que significa la refundación del euro para hacer sostenible la Unión Monetaria no es concebible sin un proceso que le dé visualización política, que cree autoridades europeas legítimas y democráticas; no es posible sin una reforma del Tratado constituyente. Lo acaba de reconocer el ministro de Hacienda alemán al solicitar que el presidente del Consejo del euro se elija por sufragio universal directo y



secreto entre todos los ciudadanos de la Euro Zona.

Esto es lo que debería pasar; la alternativa, lo que me temo va a pasar, es un proceso de más incertidumbre, volatilidad y recesión, con riesgo permanente de descarrilamiento y sin descartar una posible ruptura que sería catastrófica. Pero sin llegar a eso, un escenario de continuidad, de incertidumbre y mantenimiento del riesgo de denominación, como se llama ahora en el euro al riesgo de divisa, el desapalancamiento forzoso al que se vería obligado el sistema financiero español sería dramático, rápido y masivo, algo parecido a lo que Ricardo Hausmann llama un «*sudden stop*».

3. EL PROCESO DE SANEAMIENTO DE LA BANCA ESPAÑOLA PREVIO AL MEMORÁNDUM OF UNDERSTANDING

La crisis bancaria española ha sido mal diagnosticada y las soluciones se han aplicado tarde y mal. Como ha quedado de manifiesto con las pruebas realizadas por los auditores internacionales⁷, la banca española no tiene solo un problema de liquidez sino de solvencia en una parte no despreciable del mismo, al menos una tercera parte, como corresponde a una crisis económica e inmobiliaria de la magnitud a la que se está enfrentando la economía española. Aplazar el reconocimiento de la realidad solo ha conducido a alargar la crisis y a hacerla más costosa, no solo en términos fiscales sino también en términos de producción y empleo perdidos.

En concreto, el sistema financiero español presentaba tres problemas diferentes pero relacionados. El primero es su insuficiente capitalización, producto del crecimiento descontrolado durante los años del boom inmobiliario y de crédito y de la ausencia de una política regulatoria y preventiva adecuada, sobre todo en lo que se refiere a la concentración del riesgo inmobiliario. El segundo el

peso singular, único en el mundo, que hasta ahora han tenido unas instituciones atípicas llamadas Cajas de Ahorro, entidades sin fines de lucro nacidas de la sociedad civil que han permanecido relativamente inmunes a la disciplina del mercado –por muy insuficiente que ésta haya demostrado ser– y que han acabado capturadas por una atípica coalición de gestores accidentales y gobiernos autonómicos con el riesgo político y regulatorio que ello ha implicado. El tercer problema responde a la excesiva intermediación bancaria, siendo los bancos tanto los principales captadores de ahorro en detrimento de otras instituciones financieras –son las gestoras bancarias las que dominan absolutamente el mercado de ahorro institucional, i.e. fondos de inversión y pensiones–, como la principal si no exclusiva fuente de financiación del sector productivo de la economía española. El 80% de la financiación de las empresas españolas proviene del sector bancario.

En este contexto, era incuestionable que el nuevo escenario iba a ser uno de menor crédito y crédito más caro. Por ello las políticas adecuadas exigían además de recapitalizar el sector, aumentar el ahorro a largo plazo de la sociedad española, y evitar así su elevada vulnerabilidad exterior y desarrollar fuentes alternativas de financiación para la economía productiva. Fuentes privadas y sostenibles, lo que excluye obviamente la potenciación ilimitada del ICO y de los Institutos Autonómicos de Finanzas.

El crecimiento del crédito en la economía española ha llegado a alcanzar cuatro veces el PIB nominal y ha sido estimulado por una política monetaria excepcionalmente expansiva para las condiciones de la economía española desde nuestra entrada en el Área Euro; una expansión importada a la que el Banco de España, pese a algunos indudables aciertos, no ha sabido responder con medidas prudenciales correctoras, y a la que la política fiscal ha permanecido ajena. Como consecuencia, el sector financiero español adolece de un exceso de capacidad instalada tanto en número de entidades de depósito, como de sucursales, empleados bancarios, cajeros automáticos, etc. Presenta unos balances deteriorados por el peso de los activos tóxicos –exposición

⁷ Ver Oliver Wyman, *Asset Quality Review and Bottom-Up Stress Test Exercise*, 28 de septiembre de 2012.

preponderante al crédito promotor e inmobiliario— y que pueden complicarse aún más con la crisis de la deuda soberana europea. Y tiene, por último, escasa capacidad de generación de beneficios futuros, pues en el escenario previsible, los bancos españoles tendrán serios problemas para generar suficiente flujo de caja para disminuir gradualmente su dependencia de la financiación externa. Estos problemas obligaban a una necesaria y urgente recapitalización que se hace aún más perentoria a la luz de los acuerdos internacionales conocidos como Basilea III.

La crisis se ha cebado con especial intensidad en las Cajas de Ahorros, unas instituciones que en mi opinión han muerto de éxito porque respondían a otra época del desarrollo económico y social de nuestro país, una época caracterizada por la exclusión financiera y la necesidad de banquizar el país. Lo cierto es que su especial naturaleza jurídica ha debilitado los esquemas de control interno, las ha convertido en fáciles presas del boom inmobiliario y de las aventuras inversoras de las Comunidades Autónomas, y a la hora de la verdad ha imposibilitado su recapitalización con capital privado, siendo ellas mismas parcialmente culpables por las dificultades que en su día impusieron al desarrollo de las cuotas participativas; unos instrumentos de casi *equity* que podían haber resultado atractivos en la época de expansión y facilitado la participación del sector privado en la recapitalización minimizando el coste potencial para el contribuyente.

Las vías de solución puestas en marcha por el FROB I —saneamiento, aumento de provisiones y fusiones frías conocidas como SIPs, y sobre todo el FROB II, su conversión en bancos comerciales manteniendo el control, han resultado claramente insuficientes, en algunos casos hasta equivocadas y han exigido finalmente una rectificación en toda regla. requieren corrección. Un balance crítico del saneamiento intentado en 2009-2011 ha de concluir que ha sido un fracaso en toda regla. Las experiencias habidas:

- (i) no han resultado atractivas para la banca extranjera y no han aportado nuevo capital internacional
- (ii) no han servido para incorporar socios gestores de prestigio
- (iii) no se han traducido en entidades más sólidas ni solventes, sino simplemente más grandes convirtiendo de algún modo a todas las entidades resultantes en sistémicas
- (iv) no han mejorado la transparencia de los balances ni contribuido a mejorar la credibilidad del sistema financiero español
- (v) no han resuelto los problema de gobierno comparativo de la Cajas, permaneciendo éstas como propietarias últimas de los activos tóxicos y del riesgo bancario.
- (vi) parecen haber canibalizado la base de depósitos del sistema financiero español, quedando así el ahorro doméstico a merced de la evolución bursátil de estas entidades
- (vii) En definitiva, que las Cajas que han podido se han convertido en bancos cotizados con un problema de gobernanza pendiente y en el que se ha abusado del poder comercial de las propias redes minoristas, fagocitando la base de depósitos y creando un severo riesgo de mercado al ahorrador doméstico menos experto. Las que estaban condenadas por la magnitud de su exposición al riesgo promotor e inmobiliario y por su deficiente gestión, han acabado en un problema de solvencia con independencia o no de su conversión en bancos comerciales. Finalmente el FROB ha acabado teniendo que hacerse cargo de ellas con un deterioro mayor de su posición patrimonial y a un precio más alto para el contribuyente. Para este viaje no hacían falta estas alforjas.

4. LA NECESIDAD DE UN ESFUERZO DE RECAPITALIZACIÓN DEFINITIVO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

El resultado final dejaba a principios de este año 2012 en el mejor de los casos un sabor agrídulce.



No se había conseguido restablecer la confianza en la solvencia del sistema financiero español y todas las entidades, incluidas las «buenas» seguían penalizadas por la imagen del sistema. Ni se había recuperado el crédito al sector privado, porque además las entidades seguían gestionando su balance con la esperanza de evitar ser nacionalizadas. En estas condiciones, quedaban múltiples tareas pendientes⁸:

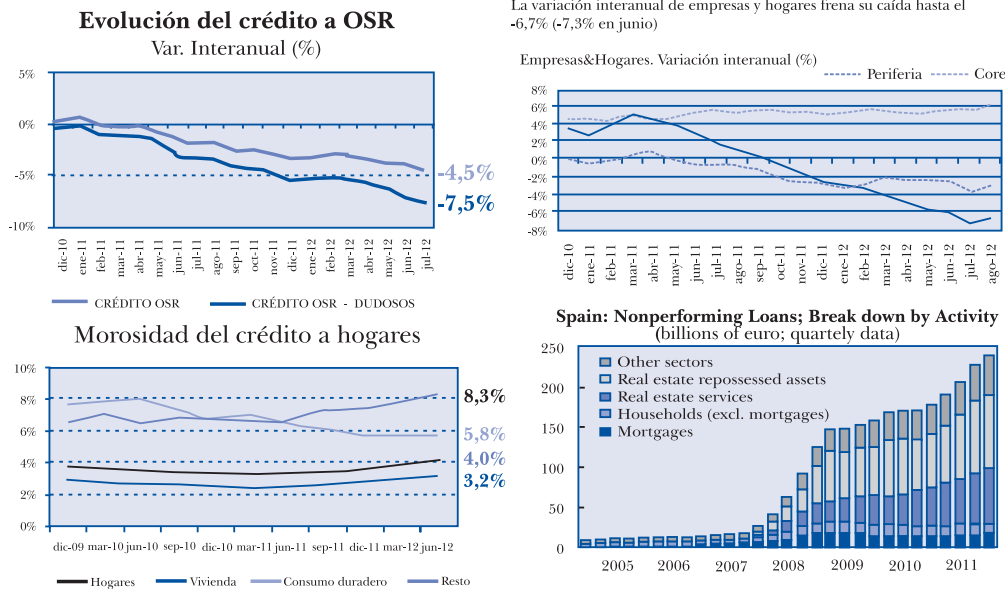
- (i) Un rápido reconocimiento de las pérdidas en el inmobiliario como la única manera de vaciar el mercado de vivienda,
- (ii) crear un «banco malo» donde depositar los activos tóxicos y permitir a los bancos actuar como tales y no como gestoras de activos tóxicos
- (ii) Aprobar un estatuto especial de Fundaciones Financieras para resolver definitivamente

los problemas de buen gobierno en Cajas-Bancos

- (iv) Reforzar la transparencia y *accountability* en la reordenación del sector
- (v) Acudir al fondo europeo de Estabilidad Financiera para hacer posible financiar la recapitalización pendiente
- (vi) Y crear un fondo de garantía de depósitos y un mecanismo de resolución bancaria único para la Euro Zona.

La situación del sistema financiero español, no invitaba al optimismo. Como se observa en la diapositiva siguiente, la evolución del crédito al sector privado seguía contrayéndose, la morosidad creciendo y la magnitud de los créditos fallidos en los balances bancarios seguía por encima del 20% del PIB.

GRÁFICO 3. ESPAÑA: SISTEMA BANCARIO



Fuente: Bankia, BCE, FMI, en base a Banco de España.

⁸ Como afirmé en una conferencia organizada conjuntamente por Fedea y la Fundación de Estudios Financieros titulada *Propuestas para un Crecimiento Sostenido de la Economía Española*, Madrid 19 de septiembre de 2011.



Se hacía pues urgente una recapitalización que ésta vez habría de ser definitiva. Las condiciones internacionales hacían necesaria la participación externa, tanto para afrontar el problema de confianza como por cuanto la crisis del euro hacía impensable que el Tesoro español pudiera tener capacidad de financiación suficiente en un contexto en el que la Unión Monetaria había dejado de funcionar. Crisis soberana y crisis bancaria se alimentaban mutuamente en un círculo vicioso que amenazaba llevarse por delante a la economía española. Un escenario a la griega era cada vez menos impensable. Para evitarlo, el gobierno español decidió sentar un precedente y solicitar ayuda para la recapitalización del sistema financiero, poniendo en marcha un proceso que está sentando las bases de lo que será la unión bancaria europea. Un proceso no exento de riesgos, no solo de política interna en cuanto que suponía una cesión de soberanía en términos financieros del que no había precedente, sino también europea en la medida en que forzaba a crear un único supervisor y una autoridad de resolución bancaria auténticamente europea. Como era previsible, las dudas de los políticos europeos han retrasado el proceso, sobre todo si lo comparamos con el caso americano donde el sistema bancario se nacionalizó prácticamente en un fin de semana⁹, pero se ha puesto finalmente en marcha un mecanismo que permitirá al área Euro disponer en el futuro de un banco central normal, con capacidad de actuar de prestamista de última instancia del sistema financiero, de un regulador y un supervisor bancario para todo el área de la moneda única, y de un mecanismo de estabilización que acuda, con condiciones en ayuda del soberano que se enfrenta a una crisis de credibilidad de su permanencia en el área euro. Eso es lo que significa la decisión adoptada en verano por el BCE bajo el liderazgo de su nuevo presidente Mario Draghi y que se conoce por sus siglas en inglés, como la OMT.

La reforma en marcha en España (la del *Memorandum of Understanding* y el decreto de agosto) garantiza la financiación necesaria para la recapitalización del sistema. Hay un crédito disponible de 1000,000 millones de euros de los que finalmente parece que se van a necesitar solo unos 40,000m. Soluciona el problema de credibilidad de los balances. Poco más se puede hacer que abrir las cuentas de los bancos españoles a la supervisión internacional de auditoras, evaluadoras, BCE, FMI, Comisión. Prácticamente todo el que tenía algún interés, y también el que tenía simple curiosidad, ha podido ver las tripas de los bancos españoles. Siempre se puede concebir un escenario macro-financiero en el que un sistema bancario esté quebrado, en el caso de los países del euro es particularmente sencillo basta con suponer que la probabilidad de ruptura de la moneda única está cercana a uno. Pero no ha habido nunca un esfuerzo de transparencia semejante, siquiera sea porque el proceso no ha estado dirigido por las autoridades nacionales, siempre tendentes a dulcificar la magnitud del ajuste, sino sujeto a la Troika.

Se he creado también el *banco malo*, sociedad de gestión de activos tóxicos a la irlandesa que finalmente se denominará SAREB y a que a la fecha de escribir este artículo está a punto de ser operativa, conociéndose el precio de transferencia de los activos y que supone instalarse en el escenario estresado de los test de Oliver & Wyman, y que supondrá pérdidas añadidas para todo el sector, pues es difícil imaginar que los auditores arriesguen valoraciones diferentes para activos semejantes simplemente por estar depositados en bancos nacionalizados o no. Y finalmente el problema de exceso de capacidad será abordado con la aprobación de los planes de restructuración de las entidades que hayan necesitado inyección de capital público. Hay que ser cuidadoso en este tema, pues el objeto de estos planes no debe ser otro que mantener entidades viables y competitivas que puedan devolver el dinero prestado y minimizar el coste del contribuyente. No debe recaer exclusivamente sobre las entidades que se consideren viables y necesitadas de ayuda temporal el ajuste de stock, sino que las

⁹ Véase el libro de Memorias del que fuera secretario del Tesoro americano de la época, Henry Paulson, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Nueva York 2010.



autoridades de la Troika deberían considerar la posibilidad de liquidar entidades como un mecanismo más barato y eficaz. Habrá una concentración significativa del sistema financiero español, es una característica observada en todos los procesos de saneamiento bancario en el mundo, pero habrá que evitar una restricción de liquidez excesiva que ponga en peligro la pervivencia del sector corporativo competitivo. La magnitud del desapalancamiento necesario no puede determinarse mecánicamente a priori, sino que será el resultado del propio éxito de la restructuración bancaria y de la crisis existencial de la moneda única, de la evolución económica de España y del riesgo euro.

Pero todos estos esfuerzos resultarán insuficientes si no se logra aumentar el ahorro a largo plazo de la economía española. Ésta no puede

seguir financiándose indefinidamente con cargo al exterior. La restricción de liquidez a la que se enfrenta la economía española no es pasajera. Responde a una reevaluación tanto de las posibilidades de crecimiento de la economía, como del riesgo de impago por los elevados niveles de endeudamiento alcanzados y por las condiciones asociadas a un eventual rescate europeo, la llamada eufemísticamente participación del sector privado en la resolución de la crisis. Solo hay una manera de evitar un ajuste excesivamente contractivo –no nos hagamos trampas en el solitario, todos los ajustes lo son– que reduzca drásticamente la inversión y el potencial de crecimiento, elevar el ahorro interno. La única manera de hacerlo es fomentando el ahorro previsional, favoreciendo los fondos de inversión privados. Una medida que se echa en falta en el debate de política económica actual.