

Los efectos de la crisis crediticia en el sistema financiero español

Santiago Carbó Valverde*

José Manuel Mansilla Fernández**

Francisco Rodríguez Fernández*

1. Introducción

La crisis crediticia provocada por el colapso del mercado hipotecario de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos se mantiene como el principal centro de atención en los mercados bancarios mundiales, en un entorno en el que la incertidumbre va más allá probablemente de esta crisis y sus efectos se mezclan con unas condiciones macroeconómicas que presentan otros interrogantes coyunturales y estructurales en numerosas economías. Aun cuando esta mezcla de causas y efectos, financieros y reales, dificulta el análisis de las consecuencias de la crisis crediticia en sí, en esta nota se trata de estudiar su impacto en la economía española en 2008, prestando especial atención a los efectos sobre la provisión de crédito a hogares y empresas, la evolución del coste de la financiación y la estabilidad financiera.

La arquitectura de la crisis financiera ha sido, sin duda, tratada en numerosas publicaciones y medios de comunicación en los últimos meses. Sin embargo, siguen abiertos numerosos interrogantes y existe tan sólo un consenso relativo respecto a sus mecanismos de generación y expansión. En cuanto a la generación, el problema se origina en Estados Unidos, al crecer significativamente el porcentaje de impagos de la cartera de hipotecas de "alto riesgo" o *sub-prime*. El crecimiento de los impagos reveló, en sí mismo, errores de previsión en la gestión de riesgo de estas carteras y, en particular, a la sensibilidad de las ratios de cumplimiento de las obligaciones crediticias a los incrementos en los tipos de interés de referencia. En lo que se refiere a los mecanismos de propagación, la crisis trascendió de

forma acelerada el mercado hipotecario estadounidense, al revelarse que gran parte de las carteras crediticias de alto riesgo habían sido colocadas en fondos de titulización bajo diversas denominaciones y modalidades de contratación. Los mercados mundiales de bonos digirieron mal —desde la perspectiva cuantitativa— las pérdidas declaradas por muchos de estos fondos, si bien los efectos más negativos —desde la óptica cualitativa— vendrían dados por la pérdida generalizada de confianza en los mercados de bonos y, por extensión, en los interbancarios de todo el mundo.

¿Cuál es la situación del sector bancario español ante este escenario de crisis de confianza? ¿Cuál es el impacto previsible de esta crisis sobre la financiación bancaria? En este artículo se ofrece un diagnóstico general sobre sus efectos en el corto y medio plazo en el sistema crediticio español. Con este fin, incluye dos apartados tras esta introducción. En el primero se repasan algunos de los principales elementos que definen la crisis de confianza en todo el mundo y sus mecanismos de transmisión a la economía, con objeto de identificar la situación del mercado bancario español ante los mismos. Para ello, se muestran las fortalezas y debilidades de la economía y el sector bancario en España. El segundo apartado recoge algunas previsiones para 2008 de la evolución previsible del crédito, morosidad, coste de la financiación y otros indicadores de relevancia. El artículo se cierra con un resumen de las principales conclusiones y previsiones.

2. Factores determinantes del impacto de la crisis crediticia

Evaluar el impacto de la crisis crediticia requiere, al menos, la identificación de tres elementos básicos. En primer

* Universidad de Granada y FUNCAS.

** FUNCAS.

lugar, es necesario determinar cuáles son los principales mecanismos de transmisión de esta crisis al entorno macroeconómico. En segundo término, es preciso identificar en qué medida estos riesgos pueden afectar de forma diferencial al sector bancario español, en función de sus particularidades, fortalezas y debilidades. En tercer lugar, es conveniente delimitar hasta qué punto otros riesgos y debilidades paralelas del entorno macroeconómico podrían exacerbar o reducir los efectos de la crisis de las *subprime* en España.

2.1. Mecanismos de transmisión de la crisis crediticia

La crisis crediticia presenta algunas raíces comunes que explican su difusión a partir de debilidades del sistema financiero, entre las que cabe destacar tres: i) errores en los sistemas de incentivos que determinan la gestión del riesgo bancario; ii) una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico; iii) la persistencia de algunos paradigmas anquilosados de valoración de activos y, en términos amplios, la generalización de un modelo de "creación y re-distribución" (*origination and re-distribution*) de activos que surgió como la gran esperanza para la generación de liquidez y ocultó, a su vez, muchos riesgos paralelos que se han manifestado más recientemente.

2.1.1. Errores en los sistemas de incentivos

La literatura reciente sobre gestión bancaria ofrece cada vez más evidencia de que los sistemas de compensación (salarios, incentivos) y la creación de estructuras de intereses en el sector bancario comprometen en muchos casos el valor a largo plazo de la propia empresa bancaria. Este problema se observa principalmente en la gran banca internacional donde los incentivos de los ejecutivos encargados de la gestión del riesgo se concentran en un difícil equilibrio entre la generación de rendimientos para la entidad y la obtención de compensaciones sobre estos rendimientos (a corto plazo). Esta relación explica, en gran medida, por qué en el sector bancario se extiende la visión de que a medida que el grado de competencia se incrementa —y sobrepasado un determinado nivel— el riesgo bancario, en lugar de reducirse, se eleva de forma significativa, en gran parte inducido por un creciente riesgo moral por parte de los gestores de cartera y los responsables de la operativa en mercados interbancarios y de valores internacionales. Estas prácticas, en definitiva, describen la relación en forma de U-invertida que se observa en la actualidad, en muchos mercados, entre competencia bancaria y riesgo de crédito. A medida que la

competencia aumenta, el riesgo disminuye pero, a partir de un cierto nivel de competencia, los problemas de agencia y otros fallos de mercado pueden marcar un punto de inflexión en esta relación.

Estos problemas se agravan cuando se observa —sirvan, como ejemplo, algunos de los escándalos financieros recientes derivados de la crisis crediticia— que estas prácticas se han generalizado en algunos mercados bajo el lema de "haz como los demás". Es más, la generalización de las prácticas de excesivo riesgo, en algunos casos, no aparece como un problema de irracionalidad económico-financiera sino como un dilema competitivo en el que los jugadores parecen tener escasas alternativas para alcanzar el éxito.

2.1.2. Una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico

Nadie pondría en duda que el riesgo crediticio tiene un importante componente dinámico. En este sentido, sin embargo, surge una de las principales dificultades para su control, al cambiar las estructuras que lo determinan ante *shocks* exógenos no controlados a lo largo del tiempo. La respuesta general de los supervisores y las redes de seguridad bancarias es seguir una norma tan simple de enunciar como difícil de definir en la práctica: "los incrementos del riesgo crediticio deben ir acompañados de incrementos proporcionales en el capital". Y es en este principio "sencillo" donde surge, paradójicamente, la dificultad, al no poder determinarse a priori, cuál es el inicio y/o el fin de un ciclo económico o qué riesgos entrañan los cambios de ciclo. En este punto, el acuerdo de adecuación de capitales de Basilea II incluye numerosas disposiciones que pretenden, en teoría, acotar este componente cíclico del riesgo de crédito. No obstante, numerosos analistas no dudan en criticar que Basilea II, en lugar de tener efectos anticíclicos, puede comportar efectos pro-cíclicos y, por lo tanto, exacerbar el riesgo de crédito en fases de escaso crecimiento económico. En todo caso, los efectos atribuibles a Basilea II son limitados y se restringirían, de darse, al proceso de adaptación a los mismos que vienen realizando las entidades financieras en los últimos años ya que todavía no se ha implementado.

En lo que se refiere a la innovación financiera, tal vez sea este uno de los pilares de la conexión entre la crisis crediticia y el entorno económico. Existe, en este punto, una triple relación entre innovación, opacidad y deuda que puede resultar tremendamente negativa para el riesgo de crédito. En particular, gran parte de los mecanis-

mos de re-ingeniería financiera (fondos de conducción, titulación de carteras de alto riesgo, métodos de valoración de las agencias de calificación) no han contado con la suficiente transparencia y, en muchos casos, eran desconocidos o “no controlados” para algunos gestores bancarios, generando posiciones de deuda con riesgos y pérdidas efectivas de sustanciosa cuantía. La evolución previsible de los mercados crediticios en 2008 y 2009 va a depender, en gran medida, de la forma en que estos riesgos emerjan y de las medidas que —tanto desde el sector financiero como en materia de supervisión— se arbitren para incrementar la transparencia en este campo.

2.1 3. Paradigmas anquilosados de valoración de activos y de un modelo de “creación y re-distribución” (origination and re-distribution)

El modelo de “creación y re-distribución” surgió como una nueva forma de hacer banca, para generar liquidez cuando existen tensiones importantes por el lado del pasivo. Este modelo ha propiciado que en los últimos años hayan nacido numerosos vehículos de titulación que, si bien han supuesto innovaciones financieras críticas para el propio desarrollo y supervivencia de la industria, han conllevado, en algunos casos, un aumento significativo de las asimetrías informativas y una dificultad creciente para determinar qué riesgos se estaban realmente diversificando con estas operaciones y cuáles estaban, simplemente, siendo transferidos a otros agentes sin un control suficiente de su cuantía e impacto. Este problema se hace aún más difícil de controlar cuando se considera la creciente interconectabilidad de los sectores bancarios mundiales. No es sorprendente, en este sentido, que los supervisores anuncien que estos vehículos de inversión serán sometidos a controles y requisitos informativos indudablemente más severos que los inicialmente previstos bajo el acuerdo de Basilea II.

Muchos de estos activos titulizados constituyen auténticos motores generadores de la crisis crediticia. Entre ellos, los fondos de cobertura se han convertido en jugadores estrella de la crisis *subprime* y, en particular, su apuesta por las obligaciones de deuda con garantías colaterales o CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) que han pasado de ser considerados como uno de los cimientos principales de crecimiento de la industria financiera a una de las más destacadas fuentes de riesgo. En algunas entidades financieras internacionales, la venta de pagarés y otros títulos de deuda a corto plazo, para después comprar deuda de mayor rendimiento a más largo plazo —como CDOs— se convirtió en una práctica habitual. En términos generales, a los CDOs se unieron todo tipo de certificados de deuda titulizados a los que comúnmente se denominó Vehículos Estructura-

dos de Inversión o SIVs (*Structured-Investment Vehicles*). En este entorno de innovación financiera, ya antes de la crisis, a principios de 2007, estos vehículos arrojaban pérdidas superiores a los 300 millones de dólares que, al final de año, se multiplicaban, sólo para el mercado estadounidense, por más de diez. Algunos de los fondos que acumularon más pérdidas eran los que habían recibido en los años anteriores las calificaciones más elevadas por parte de las agencias de *rating*, lo que se ha interpretado como el síntoma más inequívoco de la existencia de opacidad informativa y del riesgo inherente a estas innovaciones financieras.

2.2. La situación del sector bancario español

Una vez identificados los principales mecanismos propagadores de la crisis crediticia al entorno macroeconómico conviene cuestionarse en qué medida se encuentra expuesto el sector bancario español e identificar las principales fortalezas y debilidades en este contexto. En una perspectiva amplia, llama la atención que el caso español aparezca, en cierto modo, como una “isla” dentro del clima generalizado de turbulencias financieras para muchos analistas internacionales, lo que sugiere que existen algunos rasgos diferenciales del mercado español que permiten afrontar la crisis con algunas garantías sin que ello, implique, en absoluto, que no existan riesgos importantes y otras debilidades específicas, como se describe a continuación.

En lo que se refiere a los errores en los sistemas de incentivos, el sector bancario español presenta algunas ventajas que permiten paliar estos efectos. Por un lado, la banca española que opera a escala internacional ha centrado sus esfuerzos en los últimos años —desde una posición de relativa fortaleza— en la expansión y consolidación en otros mercados y no tanto en la explotación del binomio “incentivos-riesgo” en mercados domésticos, más saturados. Asimismo, una de las grandes fortalezas del mercado bancario español reside en la diversidad de entidades bancarias que permite la coexistencia, a su vez, de diferentes modelos de diversificación de negocio y de riesgo bajo reglas de supervisión comunes. En paralelo, existe una relativa flexibilidad para esta diversificación derivada de una larga tradición de banca universal que permite a las entidades bancarias españolas no solo la diversificación del negocio crediticio sino intersectorial (seguros, pensiones, fondos de inversión, *brokerage*).

En este punto, sin embargo, las previsiones macroeconómicas señalan algunas dificultades en el horizonte de especial importancia para el sector bancario español, derivadas principalmente de la ausencia de esta flexibilidad en la economía. Por una parte, se teme que los negativos datos macroeconómicos que se prevén para Estados Unidos

durante 2008 tengan una repercusión sobre las tasas de crecimiento y las expectativas de las economías europeas y entre ellas la española. Por otro lado, mientras que en Estados Unidos se prevé una mejora significativa de la situación económica hacia finales de año —dada la flexibilidad de su sector industrial—, en España, la excesiva dependencia de la construcción podría no permitir una recuperación tan acelerada, aunque probablemente, como contrapartida, en la economía española sólo se espera una corrección en la senda de crecimiento, pero no tasas negativas.

En lo que respecta al segundo de los mecanismos de transmisión de la crisis a la economía —el que surge de la innovación financiera y el riesgo de crédito— las entidades de depósito españolas presentan algunas ventajas derivadas tanto de su estrategia de negocio como del papel proactivo del supervisor bancario. En el primero de los casos, los intermediarios bancarios españoles han afrontado la tendencia hacia la titulización siguiendo un modelo de *"buy and hold"*, que consiste en comprar y vender como títulos los créditos con menor perfil de riesgo y mantener los riesgos bajo la gestión de balance, con total transparencia. En el segundo de los casos, la regulación de las provisiones anticíclicas para insolvencias —en la que el Banco de España fue pionero— presenta al sector bancario español con un posicionamiento fuerte ante el cambio de ciclo y el previsible aumento de la morosidad asociado al mismo. En cuanto a la existencia de una compleja estructura de relaciones entre los avances en la gestión del riesgo de crédito, la innovación financiera y el ciclo económico, la situación del sector bancario español también presenta luces y sombras aunque, definitivamente, más fortalezas que debilidades. En lo que se refiere a los avances en gestión del riesgo de crédito, las entidades bancarias españolas no encajan en el perfil medio de la entidad más afectada por la crisis, los llamados *monoliners* (entidades centradas en una única línea de negocio). Bancos, cajas y cooperativas de crédito vienen, de largo, combinando la actividad crediticia con una diversificación creciente en mercados de valores, participaciones industriales y otras inversiones alternativas que les ha permitido reducir uno de los costes fundamentales en la banca moderna, los "costes de participación", aquellos derivados de negociación en mercados cada vez más complejos y que sólo pueden bajarse con la experiencia de participación en estos mercados. El modelo de banca universal español ha favorecido esta experiencia.

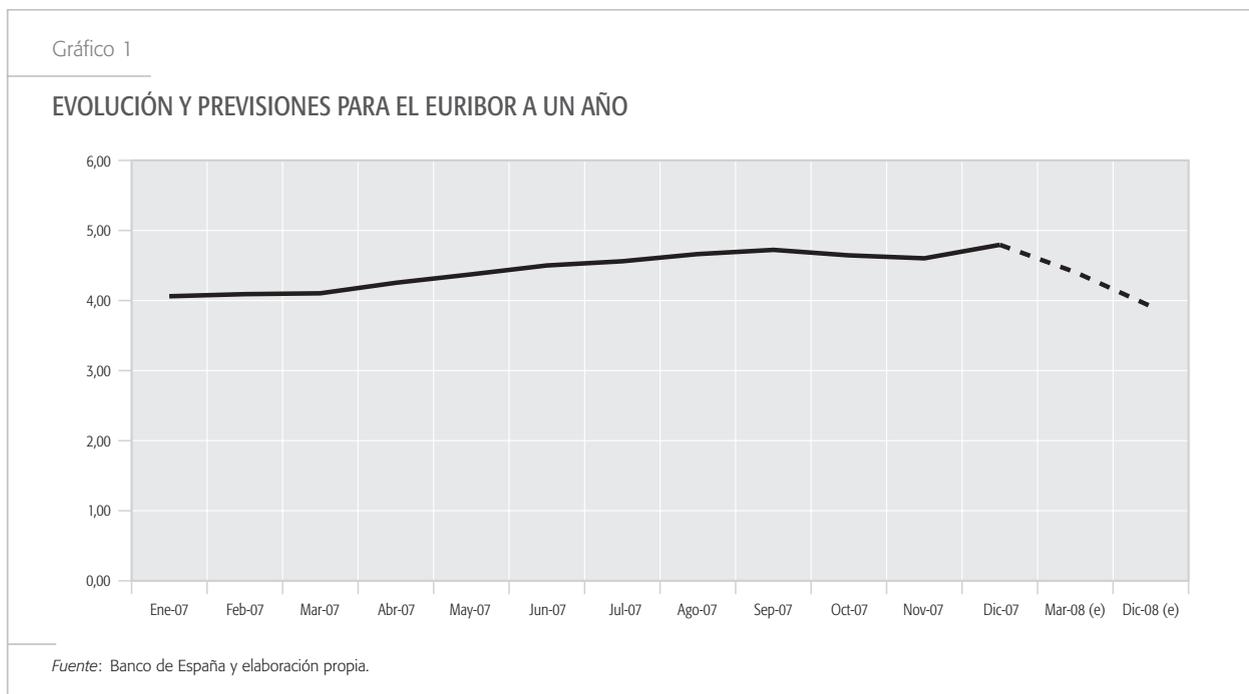
Tal vez la debilidad más destacada en este punto es el crecimiento del mercado inmobiliario en España en los últimos años y la dependencia del mismo para crecer. Por extensión de lo que ha sucedido en EE. UU., los riesgos futuros de la crisis *subprime* se están asociando —de forma no siempre razonada— a los países en los que se ha producido un recalentamiento en el mercado inmobiliario, en

tre ellos, España y Reino Unido. En este entorno, debe recordarse que el mercado de crédito de alto riesgo en España es marginal y está fuertemente respaldado por garantías colaterales, aunque sí han proliferado hipotecas por el 100 por 100 del valor tasado del inmueble y con elevados plazos de amortización y deuda final que supone, en muchos casos, una importante carga en la renta mensual del prestatario. La evolución de los tipos de interés y el empleo determinarán en gran medida cuán elevado será el aumento de la morosidad. Si los tipos de interés evolucionan a la baja se generará un riesgo importante para la economía por el lado de la inflación. Esta difícil elección marca las asimetrías y efectos indeseados que ineludiblemente genera la política monetaria en tiempos de crisis. Resulta esperable —sin que ello entrañe una reducción significativa de la concesión de financiación— que las condiciones de acceso al crédito se endurezcan de forma significativa durante 2008 y que los criterios del Banco de España a efectos de tasación inmobiliaria se tomen más estrictos.

El tercero de los mecanismos de transmisión, la existencia de paradigmas anquilosados de valoración de activos y de un modelo de "creación y re-distribución" se compensa en el caso español, como se señaló anteriormente, con una política de "apuesta por la calidad" en el mercado de titulización. En este punto, conviene cuestionarse cómo emprenderán las entidades bancarias españolas las exigencias de gestión de un nuevo escenario bancario en el que la disciplina en la dirección (*management discipline*) se considera el factor clave de supervivencia. No cabe duda, en este contexto, que las entidades bancarias españolas gozan de una amplia reputación internacional en su eficiencia y gestión, y resulta difícil determinar si optarán por cambios en su dimensión —con fusiones domésticas, entre entidades nacionales— o por una adaptación constante del modelo de negocio a las condiciones de mercado. En cualquier caso, en el sector se extiende la idea de que la crisis generará un nuevo modelo de banca que habrá de concretarse hacia 2010, con requisitos de capital y exigencias de gestión más severas. El punto de partida, de bancos, cajas y cooperativas en España es, sin duda, favorable pero, como en cualquier otro sector bancario, requerirá nuevos esfuerzos y transformaciones.

3. Previsiones para 2008

En esta sección se señalan algunas previsiones que, desde FUNCAS, se realizan sobre la evolución de algunos agregados financieros cuyo desarrollo resulta determinante para el crecimiento económico en España. En la elaboración de estas previsiones se han considerado los análisis prospectivos de los principales organismos internacionales



para la economía española, así como herramientas de previsión que emplean, principalmente, algunos indicadores adelantados observados en la industria financiera y bancaria española, así como los resultados obtenidos por estas entidades al cierre de 2007. El análisis parte del coste de la financiación, tomando como referencia el índice Euribor a un año. Buena parte de las previsiones que siguen al mismo respecto al crédito al sector privado, la morosidad y la dotación de fondos propios, dependen del mantenimiento del escenario previsto en estos tipos de interés.

Siguiendo la metodología descrita, en el gráfico 1 se muestra la evolución del índice Euribor a un año entre enero y diciembre de 2007, con previsiones para marzo y diciembre de 2008. Este índice determina, en buena medida, el coste de las hipotecas, al referenciarse un porcentaje muy elevado de ellas al mismo. La tendencia observada durante 2007 fue, entre marzo y septiembre, marcadamente al alza, con un comportamiento irregular en los meses posteriores. Para 2008, se estima que estos movimientos al alza y la baja se sucederán, si bien predominarán los segundos sobre los primeros para cerrar 2008 con un Euribor a un año en torno al 3,8 por 100.

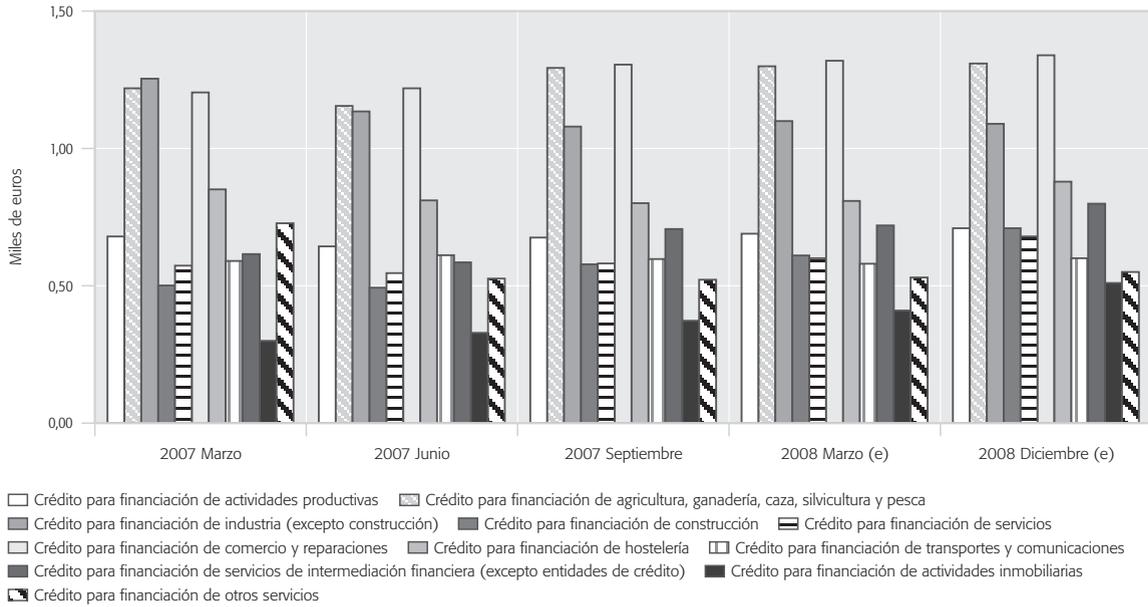
A pesar de esta evolución ligeramente a la baja del coste de la financiación, resulta esperable un incremento de la morosidad en el crédito al sector privado en España. El gráfico 2 muestra la evolución de las tasas de dudosa en el crédito a actividades productivas para el período considerado y las previsiones para 2008, según el destino de este crédito. Las tasas se expresan en promedio.

Destacan los aumentos de los créditos dudosos en la financiación para construcción y para actividades inmobiliarias, que pueden repuntar hasta cuatro décimas para situarse, en promedio, en torno al 1 por 100. En este gráfico solo se muestran las tasas de dudosa en crédito a actividades productivas si bien se estima que el crédito hipotecario para hogares incrementará la morosidad (declarada, no dudosa) desde el 2 por 100 a finales de 2007 hasta tasas superiores al 3,5 por 100 a finales de 2008. Sin embargo, el incremento del crédito dudoso no será exclusivo de las actividades ligadas al sector construcción e inmobiliario, en la medida en que el crédito a sectores comerciales y hostelería presentará tasas de morosidad e incrementos en las mismas tanto o más elevados, tal y como muestra el gráfico 2. Debe señalarse, en cualquier caso, que la dudosa en crédito a actividades productivas se mantiene, aún, en niveles muy reducidos comparados con otros países de nuestro entorno y, en particular, con los registros observados en Estados Unidos.

¿Marcará la negativa evolución del cumplimiento de las obligaciones crediticias una restricción considerable en la oferta de crédito? El endurecimiento de las condiciones de concesión será inevitable, si bien es previsible que el crédito al sector privado siga su ritmo ascendente, aunque con tasas de crecimiento algo más moderadas (y cercanas a valores de equilibrio). Por lo tanto, en el sector crediticio existirá, como muestra el gráfico 3, una corrección que, en ningún caso, comprometerá severamente las perspectivas de financiación e inversión de los agentes privados, si bien impondrá, como para el resto de la economía, una mayor mo-

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE CRÉDITOS DUDOSOS SEGÚN DESTINO



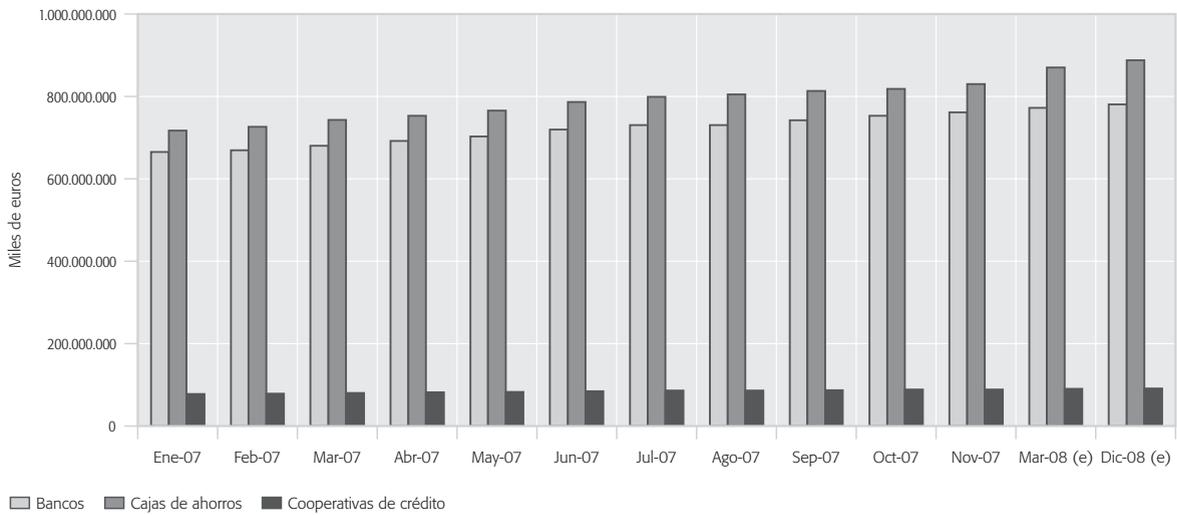
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

deración en sus tasas de crecimiento. En el caso de los bancos, las tasas de crecimiento medias del crédito se situarán en torno al 0,5 por 100 mensual, mientras que para cajas

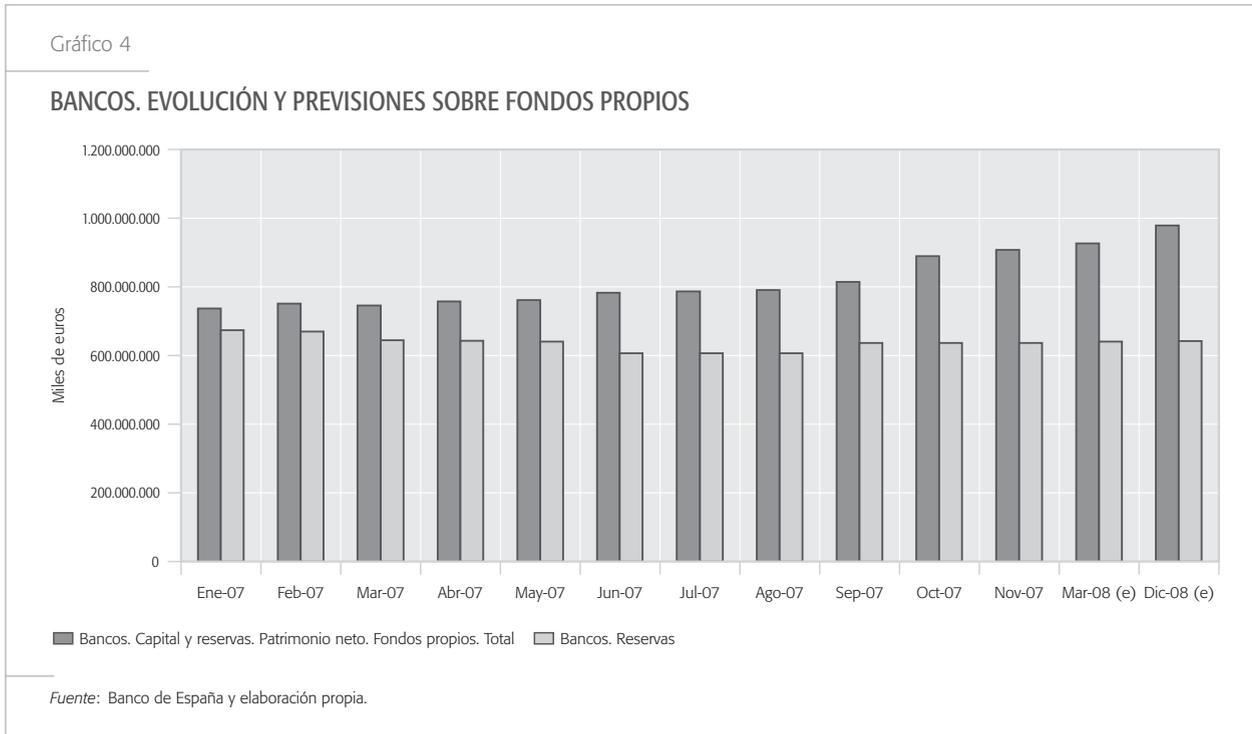
y cooperativas serán del orden del 0,7 mensual. Con esta evolución, se prevé que a finales de 2008 el crédito bancario al sector privado en España se acerque a los 1,5 billones

Gráfico 3

EVOLUCIÓN Y PREVISIONES DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO POR GRUPOS DE ENTIDADES



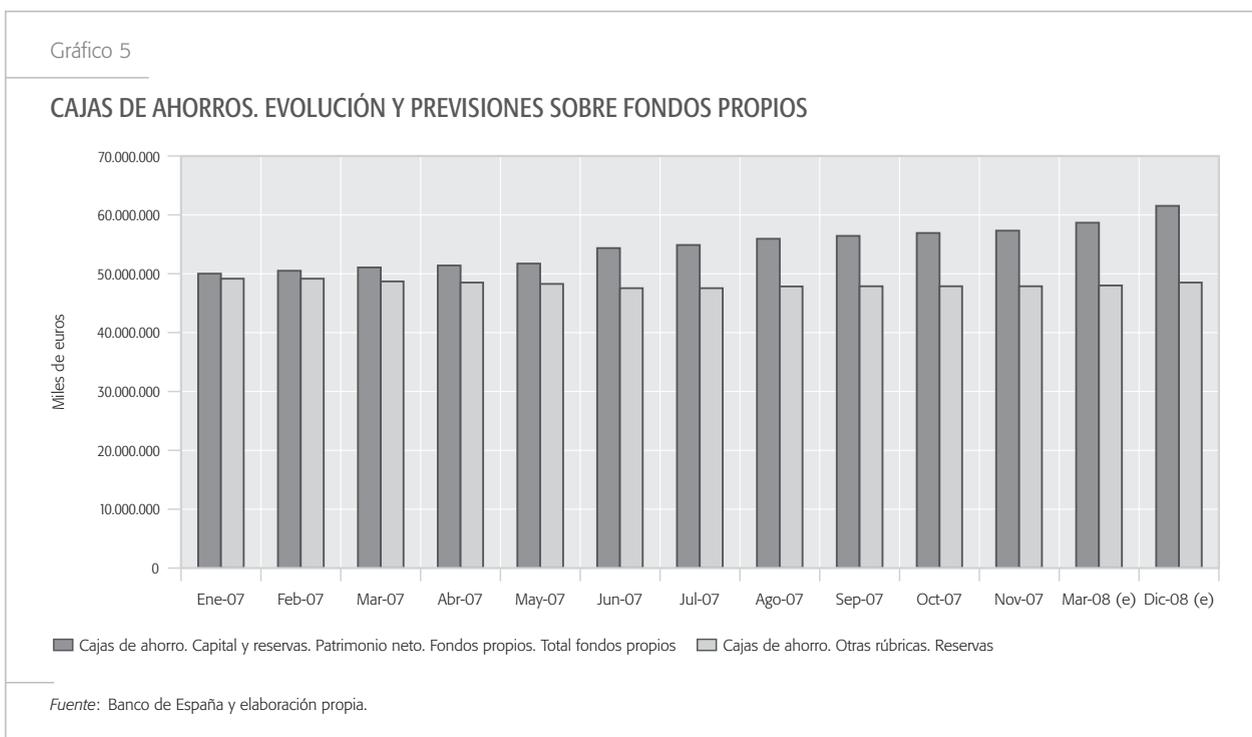
Fuente: Banco de España y elaboración propia.



de euros y que las cajas de ahorros alcancen la cuota del 50 por 100 del mercado, seguidas por los bancos (44 por 100) y las cooperativas de crédito (6 por 100).

En cuanto al respaldo del capital para esta expansión crediticia, los buenos resultados que han mostrado las en-

tidades financieras españolas al cierre de 2007 (y, en particular, en comparación con los observados en el contexto internacional) les permitirán ampliar sus recursos propios durante 2008 para cubrir los riesgos inherentes al incremento de la morosidad. Los gráficos 4 y 5 muestran los fondos propios totales y las reservas en bancos y cajas de ahorros,



respectivamente, incluidas las previsiones para 2008. Los aumentos registrados por ambos grupos de entidades en el total de fondos propios durante 2007 fueron del 2 por 100 mensual en los bancos y del 1,7 por 100 en las cajas de ahorros. Durante 2008 se espera un mantenimiento de estas dotaciones que eleve el valor total de los fondos propios de estas entidades por encima del 12 por 100 en el caso de los bancos y del 11 por 100 en el caso de las cajas. En cualquier caso, como sugieren los gráficos 4 y 5, en los bancos el incremento será más destacado por la vía de ampliaciones de capital mientras que las cajas dotarán mayores recursos, en términos comparativos, en reservas.

4. Conclusiones

Del análisis, datos y previsiones ofrecidos en este artículo parece dominar la hipótesis de que la crisis crediticia se extenderá durante 2008 y que, sobre todo, la primera mitad del año puede ser dura para los mercados crediticios y el aumento de la morosidad, con las implicaciones que esto tiene para la economía real. Es esperable —de hecho, es ya palpable— un endurecimiento considerable de las condiciones de concesión de crédito (basta observar las encuestas periódicas de préstamos bancarios del Banco de España) que no se limita al segmento hipotecario sino a préstamos de importe medio e, incluso reducido lo que, muy probablemente vendrá a ralentizar el consumo de los hogares.

En el caso español, en cualquier caso, no pueden identificarse las correcciones a la baja que vienen dándose sobre las expectativas de crecimiento con el más que relativo enfriamiento del mercado crediticio. Estas revisiones responden, seguramente en mucha mayor medida, a la ralentización del mercado inmobiliario, que trasciende la crisis de confianza y supone una corrección tan esperada como dura en términos de empleo y crecimiento. El resultado general de estas tendencias para la economía dependerá, asimismo, de la evolución de los tipos de interés, si bien España parece presentar en los últimos meses una menor sintonía con la evolución cíclica europea en la que reducciones de los tipos de interés pueden conllevar problemas aún más importantes por el lado de la inflación.

En cualquier caso, el problema de la inflación en España se halla, asimismo, considerablemente condicionado por presiones exógenas como la subida del precio del petróleo. Asimismo, la desaceleración prevista en la demanda interna puede paliar estas tensiones inflacionistas y los efectos de las reducciones previstas en los tipos de interés.

En cualquier caso, y con la vista en el largo plazo, la acomodación paulatina del sector inmobiliario es más deseable que una brusca corrección y lo que sí parece urgir es el desarrollo de todo tipo de medidas de reforma estructural que puedan reducir la excesiva dependencia de la economía española de este sector. Por el lado financiero resulta deseable, eso sí, que se restablezca la confianza en los mercados de bonos e interbancarios de modo que ninguna empresa —ni siquiera inmobiliaria— sufra importantes restricciones en su financiación que condicione de forma severa su expansión.

Ofrecer otras recetas para superar esta crisis sería aventurado. Las facilidades que, de forma extraordinaria, parecen ofrecer los bancos centrales —Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra, por ejemplo— han contribuido a aliviar estas tensiones en momentos muy concretos pero no se les puede pedir que sean la solución final y definitiva. En este terreno, las drásticas reducciones de los tipos de interés que ha realizado la Reserva Federal de Estados Unidos en enero de 2008 han generado un debate entre aquellos que las consideran una medida necesaria, y casi ineludible, de urgencia para animar la economía estadounidense y aquellos otros que opinan que reporta una señal negativa a los mercados de valores y problemas de riesgo moral.

En el caso español, tan solo la moderación y la recuperación paulatina de la confianza en los mercados internacionales podrían poco a poco paliar estos efectos y devolver la calma a los mercados. Lo que no va a resolver esta moderación es la escasa flexibilidad de nuestro tejido productivo. En cualquier caso conviene mirar al largo plazo, y corregir, en la medida de lo posible, los errores pasados para crear una estructura productiva más diversificada que cuente con el determinante y destacado apoyo del sector bancario, incluso, como atestiguan los datos, en tiempos de crisis de confianza.