

## Crisis financiera: tiempo de intervenciones y reformas

Santiago Carbó Valverde

Francisco Rodríguez Fernández\*

### 1. Introducción

La crisis financiera ha venido marcada a finales de 2008 por la velocidad e intensidad con que se han producido los acontecimientos, tanto en el sector financiero, como en las medidas e intervenciones públicas que se han barajado para atajarla, no solo en el ámbito bancario sino también destinadas a la economía real. En este artículo se repasan algunos de los principales acontecimientos recientes que, por su trascendencia, nos permiten extraer algunas importantes lecciones de esta crisis. Asimismo, se analizan las principales medidas que el Gobierno español ha adoptado en el ámbito financiero y se realiza una descripción del escenario probable de reforma de la arquitectura financiera internacional, y de la posición de España y sus entidades financieras en este contexto<sup>1</sup>.

Si bien el análisis se centra principalmente en el sector financiero, no podemos olvidar, en cualquier caso, que aunque la raíz del problema esté precisamente en el sistema financiero, otras actividades como, fundamentalmente, la inmobiliaria han sido un catalizador fundamental para llegar a la situación actual y sus efectos se han manifestado con especial intensidad en algunos países y, entre ellos, España.

Los costes de la crisis son tan elevados como, aún imprevisibles, puesto que la mayor parte de los analistas y responsables de política económica coinciden en afirmar que los riesgos no han desaparecido y que las medidas

adoptadas hasta el momento no tienen necesariamente que tener un calado más allá del corto plazo. En este sentido, el debate se está trasladando paulatinamente hacia las posibilidades de una reforma significativa de la arquitectura financiera internacional. Mientras esto se produce, existe un cierto consenso en el diagnóstico, la evaluación global de los grandes factores determinantes de esta crisis y podría afirmarse que los problemas que estamos viviendo en la crisis financiera global surgen al olvidar que:

- La innovación financiera no puede hacerse a espaldas del riesgo que conlleva.
- La economía tienen un componente cíclico que determinadas políticas pueden exacerbar. Así, por ejemplo, numerosos analistas consideran que la política monetaria posterior al 11-S ha sido demasiado laxa y ha engordado algunas burbujas financieras e inmobiliarias.
- El crédito no puede crecer indefinidamente.
- La liquidez no siempre es abundante y barata, y algunos países, como España y Estados Unidos, son especialmente dependientes del ahorro externo.

¿En qué punto nos encontramos? ¿En qué medida hemos olvidado estas premisas? Para tratar de contestar a estas cuestiones en el escenario actual, el presente artículo se divide en cuatro apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado dos se analizan los principales acontecimientos recientes en la esfera internacional y su relevancia en el devenir de la crisis. Las principales medidas adoptadas por el Gobierno de España, principalmente en lo financiero, se analizan en el apartado tres. El apartado cuatro examina los principales ejes sobre los que gira el

\* Universidad de Granada y FUNCAS

<sup>1</sup> En este artículo se cubren los principales eventos nacionales e internacionales relativos a la crisis hasta la entrega de este artículo a edición.

análisis de la reforma de la arquitectura financiera internacional y el artículo se cierra en el apartado cinco con un resumen de las principales implicaciones.

## 2. La crisis financiera global y el sector bancario: una evaluación de urgencia

El análisis desarrollado en este apartado es una “evaluación de urgencia” dado que, como se señaló anteriormente, la velocidad con que se precipitan los acontecimientos en esta crisis financiera va en aumento y es difícil extraer conclusiones definitivas en un entorno en el que existen numerosos frentes abiertos, amenazas aún no controladas y decisiones unilaterales de política económico-financiera con implicaciones globales. Los últimos meses de 2008 se convertirán en páginas importantes de la historia económica contemporánea. Entre todos los acontecimientos, el 15 de septiembre de 2008 marca un punto de inflexión sobre el que convendría reflexionar. En esta fecha, el Gobierno de Estados Unidos decide no intervenir y no rescatar al banco Lehman Brothers, presuponiendo que la caída de Lehman no iba a generar una crisis sistémica y que se sentaría un precedente sobre qué puede y qué no puede hacerse para apoyar a la banca. Esta caída, sin embargo, dispó, no sin consecuencias, las dudas respecto a la conveniencia de rescatar o no a las entidades bancarias en problemas y reveló que en el contexto actual de la crisis la respuesta debe ser siempre un pleno apoyo (incluido el rescate, al menos de aquellas instituciones que suponen un riesgo sistémico), porque las consecuencias de no hacerlo son mucho más duras que los costes de estas intervenciones. Lehman Brothers era el cuarto banco de inversión norteamericano y gestionaba 46.000 millones de dólares en hipotecas. Las consecuencias de su caída no se hicieron esperar y la quiebra de este banco se esparció como un reguero de pólvora por todo el sector bancario internacional. Hasta pocos meses antes de esta quiebra, los productos de inversión de Lehman contaban con la mayor reputación y con un calado significativo en numerosas carteras y productos de inversión de todo el mundo. Desde aquel mismo momento, la perspectiva respecto a los rescates bancarios cambió. Solo un día después, el 16 de septiembre, la aseguradora American International Group (AIG) termina siendo rescatada por el sistema de la Reserva Federal. La propia Reserva Federal y el Tesoro norteamericano propiciaron días después la compra de Merrill Lynch —prácticamente en quiebra— por parte del Bank of America. El 22 de septiembre, de nuevo, la Reserva Federal de Estados Unidos actuó para aprobar la conversión de los dos últimos bancos de inver-

sión independientes que quedaban en Estados Unidos, Goldman Sachs y Morgan Stanley, en bancos comerciales, lo que permitió un mayor control y regulación por parte de las autoridades. En conjunto, todas estas intervenciones marcan lo que constituye, en términos cuantitativos, la mayor quiebra bancaria de la historia de los Estados Unidos. En el mismo mes de septiembre de 2008, los temores en Estados Unidos alcanzaron incluso a los fondos del mercado monetario. Se observó con preocupación que algunos de los valores de estos fondos —considerados los más seguros— habían rebasado, a la baja, el límite psicológico de un dólar de valor por título, lo que en la terminología anglosajona se denomina “break the bucket”.

Ante la gravedad de la situación, el Tesoro norteamericano presenta, en colaboración con la Reserva Federal, un plan de rescate que pretendía inyectar hasta 700.000 millones de dólares a cargo de los contribuyentes, para la compra a los bancos de activos financieros inmobiliarios contaminados por las hipotecas basura, y poder mantenerlos fuera de sus cuentas hasta que la economía se recuperara, siendo la mayor intervención de la historia económica del país. Tras varios intentos y no pocas reticencias, el plan de rescate es aprobado finalmente el 3 de octubre con la novedad respecto a la propuesta inicial de incrementar los límites de los depósitos bancarios garantizados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) que pasaron de 100.000 a 250.000 dólares asegurados a los depositantes si un banco quiebra.

Sin embargo, incluso tras el plan de rescate las bolsas de todo el mundo continuaron su tendencia fundamentalmente bajista. Tras varias caídas históricas en las bolsas, se hace público que la segunda hipotecaria alemana (Hypo Real Bank) es intervenida por el Estado para evitar su posible quiebra. Desde ese momento, gran parte del protagonismo de las intervenciones es asumido desde Europa. Con el fin de evitar el pánico bancario, numerosos gobiernos europeos, como Irlanda, Portugal o Alemania, se disponen a seguir unilateralmente algunas iniciativas similares a las del plan de rescate norteamericano para garantizar sin límites los depósitos bancarios o, al menos, elevar los fondos de garantía de forma significativa. En el caso de Islandia, especialmente grave, se procede a una nacionalización de facto de toda la banca privada. Ante la sucesión de medidas unilaterales y teniendo en cuenta los desequilibrios y posibilidades de arbitraje financiero que estas asimetrías y falta de coordinación podrían producir, el 8 de octubre el ECOFIN acuerda ampliar el límite por individuo y entidad de los fondos de garantía de depósitos de los países miembros, al menos hasta los 50.000 euros. Algunos países, como Alemania, Dinamarca y Suecia fueron más lejos, uniéndose a Irlanda y Portugal y garantizando el 100 por 100 de los depósitos. El Gobierno español deci-

dió aumentar la garantía individual y por entidad a 100.000 euros. Ese mismo día, los principales bancos centrales (entre ellos la Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco de Suecia y Banco de Suiza) acordaron bajar sus tipos de interés de referencia en medio punto porcentual. Para muchos analistas, la reacción de estas autoridades monetarias llegó tarde, cuando la crisis mostraba su cara más dura. El 9 y 10 de octubre las bolsas europeas seguían presas del pánico —tras el derrumbe de Wall Street y los mercados asiáticos— y registraron caídas de entre el 6 por 100 y el 10 por 100. Ante la gravedad de la situación, el 12 de octubre, los jefes de Estado y de Gobierno de los 15 países que forman la zona euro, reunidos en París, deciden lanzar un plan de refinanciación para proteger a todo el sistema bancario mediante medidas específicas para el apoyo nacional a los institutos financieros. El plan contempla garantizar los préstamos interbancarios durante un periodo de tiempo limitado e incluso el recurso a la recapitalización de las entidades con graves problemas.

Desde entonces, se suceden varios acontecimientos de gran relevancia entre los que cabe destacar las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales —que en el caso español se analizan de forma independiente en el apartado tres de este artículo—, las elecciones presidenciales norteamericanas, la primera reunión del G-20 en Washington para iniciar el plan de reforma de la arquitectura financiera internacional y el rescate de Citigroup en Estados Unidos. Estos acontecimientos, junto con algunos de los anteriores, se recogen en el gráfico 1 en relación al cambio observado en la evolución diaria del índice bursátil IBEX-35 como diferencia en la cotización de cierre respecto al día anterior. De este modo, se puede observar que no pocas de estas medidas y acontecimientos han sido recibidos, a corto plazo, con cierta tibieza en los mercados de valores, que parecen estar más dominados por la incertidumbre aún presente y, por lo tanto, por los movimientos especulativos derivados de las llamadas “posiciones cortas”. La elección de Barack Obama el 4 de noviembre como futuro presidente de Estados Unidos, por ejemplo, estuvo seguida por una caída importante en las bolsas el día siguiente a la elección. Nada que ver, por ejemplo, con la positiva acogida que los mercados dieron a medidas más concretas como la elección del equipo económico del nuevo Gobierno estadounidense, entre los que se contaba con reputados expertos que ya se encontraban lidiando con la crisis desde sus respectivas responsabilidades anteriores y sobre los que a la postre habrá de recaer el diseño del esperado segundo plan de ayuda a la economía norteamericana.

Tras las elecciones presidenciales norteamericanas, los días 14 y 15 de noviembre se produce la primera cumbre

internacional del G-20 para marcar los grandes objetivos y el calendario hacia una reforma financiera internacional, con la participación de España. En la cumbre se aprobaron acuerdos generales globales para continuar los esfuerzos tanto en el ámbito nacional, como el internacional, apoyar los mercados financieros y usar medidas fiscales para estimular de forma rápida la demanda interna y reforzar el papel del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se llegó a compromisos generales para fortalecer la transparencia y la responsabilidad en los mercados financieros y mejorar la regulación con mayor vigilancia sobre las agencias de crédito, con el desarrollo de un código de conducta internacional. En general, puede afirmarse que ante la falta de concreción, tampoco esta cumbre consigue marcar un cambio de orientación en la errática tendencia de los mercados bursátiles o, lo que es lo mismo, en el restablecimiento de la confianza, pero al menos marca un calendario de actuación en el que los países europeos contarán con un marcado protagonismo.

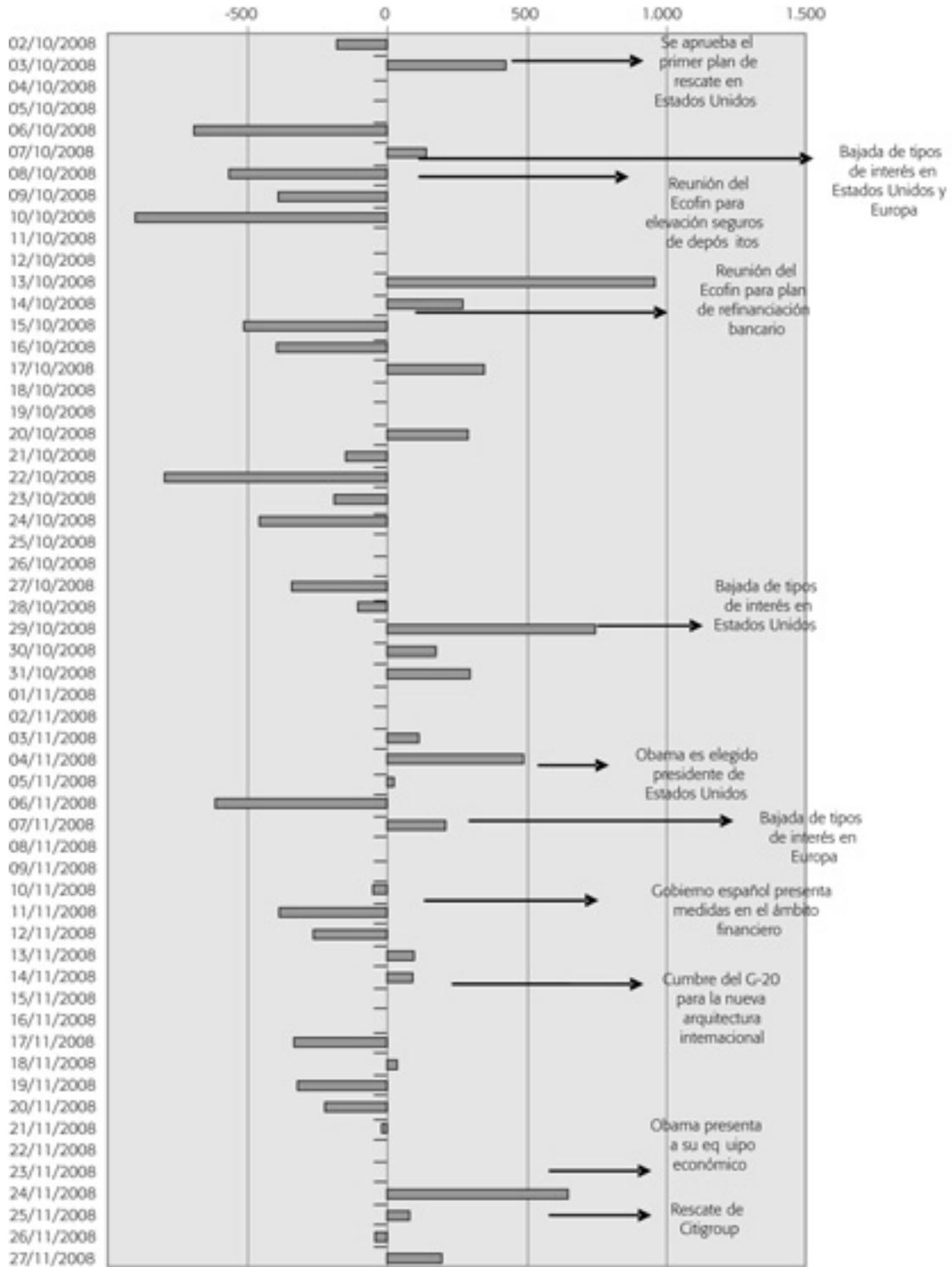
Asimismo, entre los acontecimientos más recientes —y, por su concreción y relevancia entre los que mejor acogida han tenido en los mercados— destaca al rescate de Citigroup en Estados Unidos, el 24 de noviembre. Se trata del segundo banco de EEUU por activos. La operación sobre Citigroup se materializará en dos partes y supondrá una movilización de recursos públicos que, como máximo, ascenderá a 326.000 millones de dólares. Este importe se repartirá entre garantías que el Gobierno concederá para respaldar activos de baja calidad de la entidad (por 306.000 millones) e inyecciones de capital por 20.000 millones. Los activos garantizados por el Tesoro serán préstamos y deuda respaldada por hipotecas residenciales y comerciales, principalmente. Estos títulos permanecerán dentro del balance de Citigroup. Este rescate, de proporciones tan significativas, supone la definitiva confirmación de la necesidad de no dejar caer a las entidades financieras en este contexto de crisis, como condición necesaria para gestionar los riesgos y reducir la incertidumbre.

Con el conjunto de acontecimientos analizado, puede afirmarse que se ha pasado por diferentes fases desde la crisis *subprime* en agosto de 2007 hasta los planes de rescate e intervención generalizados en 2008, llegando a un escenario de recesión en muchos economías avanzadas, con fenómenos tan temidos como ya palpables de racionamiento de crédito y de *negative equity* (tenencia de activos, fundamentalmente inmobiliarios, cuyo valor es menor que la deuda, principalmente hipotecas, que financia esos activos). La evolución por los distintos escenarios de crisis se muestra en el Diagrama 1, donde podría decirse que la economía mundial se ha adentrado dentro del tercer nivel señalado en este diagrama. En este sentido, nos encontramos en un momento crítico, en un cruce de

Gráfico 1

**EVOLUCIÓN DIARIA BURSÁTIL (DIFERENCIA IBEX-35 RESPECTO A DÍA PRECEDENTE) Y ACONTECIMIENTOS Y MEDIDAS INTERNACIONALES ANTE LA CRISIS FINANCIERA**

El gráfico muestra la ganancia o pérdida en puntos del IBEX-35



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

Diagrama 1

LAS FASES DE UNA CRISIS FINANCIERA GLOBAL. SITUACIONES REALES Y POTENCIALES



Fuente: elaboración de los autores.

camino en el que hay que elegir nuevas actuaciones y, sobre todo, reformas. Las tensiones financieras no han desaparecido y los efectos sobre la economía real se están dejando sentir con crudeza —en particular, en la destrucción de empleo— y es muy probable que se sientan con mayor intensidad en 2009.

### 3. Las medidas del Gobierno español ante la crisis financiera

Las principales medidas adoptadas por el Gobierno español ante la crisis en el ámbito financiero surgen, en parte, de las acciones coordinadas anteriormente señaladas en el ámbito del ECOFIN el 8 y 12 de octubre de 2008, si bien cuentan con sus propias peculiaridades. Estas medidas se han hecho efectivas a través de tres reales decretos:

— REAL DECRETO 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. Con esta medida, España, en primer lugar, asume la propuesta de la Comisión Europea de llevar a cabo urgentemente una iniciativa adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos y elevar su umbral mínimo de cobertura hasta 50.000 euros. Sin embargo, el Gobierno español, en atención a las referidas recomendaciones, decidió fortalecer el sistema español de garantía de depósitos y de inversiones, elevando la protección a 100.000 euros por titular y entidad. Con esta medida se pretende mantener e incrementar la confianza de los depositantes e inversores en un entorno en el que las decisiones unilaterales podrían haber producido importantes desequilibrios.

— REAL DECRETO-LEY 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros. En este Decreto-Ley, aun cuando se parte de la

consideración de que las entidades de crédito españolas cuentan con “una posición sólida, gracias a su elevada solvencia, su amplia base de depósitos y la supervisión del Banco de España” se establece la necesidad de que, al menos con carácter preventivo y para evitar restricciones en el acceso a la financiación, se cree un Fondo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, con cargo al Tesoro, que contará con una aportación inicial de 30.000 millones de euros ampliables hasta 50.000 millones de euros. Este Fondo adquirirá de las entidades financieras, con carácter voluntario por parte de las mismas y con criterios de mercado, activos españoles de máxima calidad. Para garantizar que, a través de ellas, y con un horizonte temporal suficiente, la financiación llegue a empresas y ciudadanos, el Fondo primará la adquisición de activos respaldados por nuevo crédito, entendiendo como tal el otorgado con posterioridad al 7 de octubre de 2008.

Para la realización de sus operaciones, se prevé que el Fondo recurrirá a procedimientos competitivos para la selección de activos y realizará adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros. Con el objeto de fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España, se prevé que el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros invertirá en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y Fondos de Titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Se prevé además, que el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros podrá realizar cuantas actuaciones instrumentales sean necesarias para el cumplimiento de sus funciones, pudiendo ostentar la condición de miembro de cualquier mercado o sistema multilateral de negociación.

— REAL DECRETO-LEY 7/2008, de 13 de octubre, de *Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro*. Este Decreto-Ley responde a los compromisos asumidos por España en el ECOFIN que incluyen la actuación coordinada con el Banco Central Europeo para “asegurar condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras; facilitar acceso a financiación por parte de las instituciones financieras; establecer mecanismos que permitan, en su caso, proveer recursos de capital adicional a las entidades financieras que aseguren el funcionamiento de la economía; asegurar que la normativa contable es suficientemente flexible para tomar en consideración las excepcionales circunstancias actuales de los mercados; y reforzar y mejorar los mecanismos de coordinación entre los países europeos.”

Para hacer este compromiso efectivo se prevé que todos los gobiernos europeos, hasta el 31 de diciembre

de 2009, proporcionen, directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitan garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. Además, los gobiernos se han comprometido a garantizar la liquidez de las instituciones financieras, a reforzar su estructura de capital allí donde sea necesario y a facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo. En este sentido, este Decreto-Ley autoriza el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España. Para ello, se establece que durante el año 2008 se podrán conceder avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros. Se entiende por operaciones de financiación las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles. El aval se podrá extender, en su caso, a otros instrumentos bancarios, tales como los depósitos interbancarios, en el marco de un esquema concertado y coordinado entre los gobiernos de la zona euro. El plazo máximo de vencimiento de las operaciones a que se refiere el apartado anterior será de cinco años. El plazo de otorgamiento de avales finalizará el 31 de diciembre de 2009. Asimismo, es importante señalar que los títulos que adquiera el Estado no estarán sometidos a las limitaciones establecidas para la computabilidad de los recursos propios.

Si bien aún es pronto para conocer la incidencia de las diferentes medidas adoptadas en estos reales decretos, sí pueden establecerse algunas consideraciones generales. En primer lugar, se trata de medidas, por lo general, de carácter preventivo —dado que en España no se han vivido, de momento, episodios de quiebra bancaria como los ocurridos en otros países europeos durante esta crisis— y que deben dotar de cierta estabilidad al sistema. En segundo lugar, puede afirmarse que con estas medidas se está sustituyendo de forma efectiva y temporal a los mercados de liquidez, en tanto en cuanto se restablece la confianza. En este punto, y en lo que a la subastas de liquidez se refiere, aun cuando las entidades no acudieron masivamente a la subasta del 20 de noviembre, éstas son necesarias precisamente porque sustituyen al mercado. La no concurrencia a las mismas solo significa que, incluso con liquidez, el riesgo de crédito sigue siendo elevado y que la predisposición de las entidades financieras a prestar sigue siendo, ante tales riesgos, limitada. En tercer lugar, las operaciones de emisión de deuda y recapitalización habrán de concretarse aún más para evitar confusiones respecto a su uso y su incidencia, sobre todo en la medida en que puedan ser (en algunos casos erróneamente) interpretadas como rescates implícitos.

Junto con las actuaciones puramente en materia financiera, cabe citar algunas de las medidas que el Gobierno español está arbitrando con una orientación más hacia la

economía real, como la inversión de 11.000 millones de euros en sectores económicos estratégicos y en realización de obras a través de los ayuntamientos. Para esta última medida se creará un Fondo de inversión municipal, dotado con 8.000 millones de euros, para la "realización de actuaciones urgentes en materia de inversiones especialmente generadoras de empleo". Del mismo modo, el Gobierno ha aprobado medidas urgentes para las familias hipotecadas con dificultades y para favorecer la creación de empleo. En particular, se facilita una moratoria temporal parcial en el pago de las cuotas hipotecarias a los desempleados, a los autónomos con bajos ingresos y a quienes cobran pensión de viudedad. Por último, destacan los 29.000 millones de euros orientados a la financiación de las PYME, de los cuales 19.000 millones podrán destinarse a circulante y 10.000 se sumarán a la línea del Instituto de Crédito Oficial-PYME.

#### 4. Hacia una nueva arquitectura financiera: los pilares de la red de seguridad bancaria como referencia

Como se señaló anteriormente, la cumbre del G-20 en Washington el 14 y 15 de noviembre de 2008 marcó el calendario para la reforma de la regulación financiera mundial. Aún cuando en esta primera cita no se realizaran avances prácticos significativos, para España resulta de suma importancia el poder haber acudido a esta cita finalmente por, al menos, tres razones. En primer lugar, por propia necesidad, dada su representatividad en la economía mundial. En segundo lugar, porque la regulación financiera española y la solvencia de sus entidades bancarias ha sido frecuentemente citada como una referencia desde todas las instancias internacionales ante esta crisis. En tercer lugar, porque se han sentado las bases para una presencia permanente de España en el G-20 y en otros grupos de representación internacional.

En cualquier caso, ¿en qué consistirá esta nueva arquitectura financiera internacional? Aun cuando no pueda definirse de forma exhaustiva, existe un cierto consenso respecto a algunas premisas sobre las que se asentará la nueva regulación financiera:

— En general, aumentarán las exigencias de recursos propios a las entidades bancarias, si bien debe definirse bajo qué principios y con qué criterios, sobre todo para servir de contrapunto al componente cíclico de la economía.

— Es precisa una regulación específica y exigente de los vehículos estructurados de inversión.

— La supervisión internacional debe realizarse en base consolidada.

— Es necesaria una reorientación del Acuerdo de Basilea II sobre adecuación de recursos propios para reconsiderar las operaciones fuera de balance.

Entre los principales elementos que se debaten, destacan cómo articular los nuevos (y más exigentes) requisitos de capital a las entidades financieras. Una de las alternativas es precisamente seguir el modelo español de las provisiones anticíclicas, mediante las cuales las entidades bancarias, al margen de sus provisiones específicas, deben dotar provisiones adicionales durante las fases alcistas del ciclo para, de este modo, atenuar las pérdidas asociadas al crecimiento de los impagos durante la recesión económica. Con este modelo, el Banco de España se ha convertido en una referencia internacional y son muchos los países, entre ellos el Reino Unido, que cuentan ya con iniciativas para adoptar este tipo de medidas en un futuro cercano. Junto a esta alternativa, existe otra, no necesariamente excluyente respecto a la primera, que es crear los llamados "seguros de capital". Las redes de seguridad bancarias en todo el mundo cuentan con dos componentes fundamentales, la regulación de solvencia y los seguros o fondos de garantía de depósitos. Los seguros de capital son primas que habrían de pagar las entidades financieras para su aplicación durante épocas de estrés financiero o crisis financiera. Estas primas pueden ser gestionadas por cualquier tipo de fondo privado o público y se aplicarían de forma cíclica, exigiendo más cuando los riesgos aumentan. De este modo, aunque se ejerce mayor presión sobre las entidades en épocas de dificultad, se relajan las exigencias (probablemente menos necesarias) en épocas de expansión, lo que les permite una mayor flexibilidad para distribuir sus recursos a lo largo del ciclo.

Sea cual sea la alternativa regulatoria, o la combinación de alternativas, la regulación bancaria que viene incluirá una valoración de las entidades a partir de su contribución y aportación a las redes de seguridad. En particular, las entidades financieras tendrán que ser valoradas, en alguna medida, a partir de su contribución a los seguros de depósitos y a los seguros de capital. Las entidades bancarias españolas parten con ligera ventaja en este escenario dado que cuentan con uno de los sistemas más consolidados de garantía de depósitos y con una regulación y una disciplina de solvencia de gran reputación. En este sentido, en un nuevo entorno financiero en el que la deuda y el capital bancario se verán sometidos a un escrutinio regulatorio más exigente, los títulos emitidos por las entidades bancarias españolas deberían contarse entre los más demandados o, al menos, entre los más seguros.

## 5. Conclusiones y perspectivas para el sector bancario español

En este artículo se han analizado, por su relevancia, algunos de los principales acontecimientos que han marcado el devenir de la crisis financiera a finales de 2008. Entre estos eventos, se ha mostrado que acciones como los rescates bancarios o las medidas concretas de actuación sobre el sector financiero o sobre la economía real son los que mayor calado y mejor acogida tienen en los mercados. En este punto, es aún pronto para determinar en qué medida las actuaciones que ha emprendido el Gobierno español en materia financiera puedan tener una incidencia significativa sobre la estabilidad financiera y la recuperación económica. Lo que sí parece conferir una ventaja a España es el carácter preventivo que tienen estas medidas en un entorno en el que, aunque las dificultades sean generalizadas en todo el sector bancario europeo, las entidades financieras españolas no parecen haber acusado, al menos hasta ahora, en la misma medida que otras instituciones europeas los envites de la crisis. En todo caso, habría que esperar al menos hasta 2009 para conocer el alcance definitivo de los efectos de la crisis de la actividad inmobiliaria, donde el sistema bancario español tiene una elevada exposición. Asimismo, este conjunto de medidas ha permitido establecer los mecanismos suficientes para generar “mercados artificiales de liquidez”, que suplan temporalmente a los mercados interbancarios y de bonos hasta que pueda restablecerse la

confianza. Los ajustes, previsiblemente a la baja, en los tipos de interés pueden hacer que alternativas como las subastas de liquidez o los avales puedan tener aún una mayor incidencia en los próximos meses.

En cuanto a la nueva arquitectura financiera internacional, en este artículo se muestran algunas alternativas que se barajan para hacer efectivo un esperado aumento de las exigencias de solvencia. Sea cual sea la configuración del futuro modelo bancario —que difícilmente podrá tener tasas de crecimiento y asunción de riesgos como en la última década—, se requiere una regulación prudencial que, sin estrangular la innovación financiera, evite situaciones como la actual. En la supervisión macroprudencial, las medidas preventivas y las reglas deben incorporar, junto con la inflación, otras variables como la estabilidad del mercado inmobiliario, la deuda de los hogares y la liquidez en los mercados bancarios. Asimismo, la regulación debe ir acompañada de una contabilidad más exhaustiva que afecte a los productos tanto dentro como fuera de balance para aproximar el *fair-value*. Finalmente, debe recordarse que junto a estos aspectos estructurales, existen otros debates abiertos respecto a aspectos prácticos, como las exigencias relativas a la protección del inversor y, en general, del cliente bancario o la utilidad misma de los tipos de referencia empleados en las operaciones hipotecarias, los “íbor” (ej. Euríbor) en entornos como el actual en los que los mercados interbancarios se encuentran estancados y sus tipos no resultan siempre representativos.