

# 11

## Crisi i canvis imprescindibles en el sector financer

Joan Oriol Prats

### Resum

Aquest article analitza els orígens de la crisi financera actual, i les línies de reforma convenients per a reduir el risc de crisis futures i construir un sistema financer més sòlid i útil per a l'economia productiva.

En primer lloc, es comenten els problemes d'economia política que es troben en l'origen de la crisi financera actual i que expliquen les estratègies excessivament arriscades de les entitats que han portat a la situació actual.

En segon lloc, es comenten les perspectives financeres i les línies de reforma que cal emprendre a nivell global i de les quals els governs i els reguladors espanyols no es poden desentendre. En aquest punt, destaca la necessitat d'una regulació financera més coordinada, que atengui els riscos sistèmics i que estableixi mecanismes d'intervenció públics més consistents.

Finalment, s'aborden les perspectives i les línies de reforma més específiques del sistema financer espanyol, destacant –entre d'altres– la importància de conduir processos eficients de racionalització del sector al marge d'interessos particulars, i la necessitat d'una regulació que promogui una governança corporativa de les entitats més transparent i professionalitzada.

### 1. La crisi financera internacional com un problema d'economia política

La relació entre el sistema financer i l'Estat es pot entendre com un *contracte social* que té com a principal objectiu promoure un sistema financer fiable i eficient que serveixi a la competitivitat del país. Aquest contracte social es basa, d'una banda, en la regulació prudencial i la supervisió de l'activitat financera i, de l'altra, en una xarxa de seguretat pública que eviti les externalitats negatives de les fallides bancàries sense reduir el potencial del sector per a generar innovacions útils per a l'economia productiva i les famílies.

Durant molts segles, l'Estat va utilitzar els bancs per finançar guerres i crisis fiscals, sotmetent-los a una regulació molt estricta. Per exemple, en la Barcelona medieval la llei donava al dipositant el dret d'executar el banquer que no li pogués tornar els diners en el termini d'un any, tal i com li va succeir a *Francesch Castello*, decapitat el 1360 davant del seu banc (Kohn, 1999)<sup>45</sup>.

<sup>45</sup> La banca va ser una professió molt arriscada fins al segle XVIII. La regulació bancària dels primers bancs de dipòsits a ciutats com Barcelona, Venècia, Bruixes, Gènova o Florència va ser molt restrictiva. De fet, no va ser fins la segona meitat del segle XVIII que a Gran Bretanya es va establir la responsabilitat limitada dels banquers. No obstant, en aquella època als EUA encara els accionistes dels bancs, en el cas de fallida, es responsabilitzaven del doble del valor de les seves accions.

Des de finals de segle XIX, el pèndol va començar a girar i, en l'actualitat, les entitats financeres disposen d'una ampla xarxa de seguretat estatal en forma de garanties de liquiditat, de dipòsit i de capital. En la crisi financera actual, el suport de l'Estat al sistema financer ha arribat a nivells abans impensables. Com mostra la taula 1, el conjunt dels principals plans de mesures de suport al sistema financer als EUA, Gran Bretanya i la zona euro sumen aproximadament 14 bilions d'euros (25% del PIB mundial).

**QUADRE 1:**  
**Mesures de suport al sistema financer**

	<b>Regne Unit</b>	<b>Estats Units</b>	<b>Zona Euro</b>
<b>Banc Central (bilions \$)</b>			
'Creació de diner'	0,32	3,76	0,98
Collateral Swaps	0,30	0,20	0,00
<b>Govern (bilions \$)</b>			
Avals de deute	0,64	2,08	> 1,68
Garanties de dipòsits	0,33	3,74	0,00
Capitalizacions	0,12	0,70	0,31
<b>Total (% del PIB)</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>18</b>

Font: Haldane i Piergiorgio, 2009. Un bilió equival a 1 milió de milions

D'ençà la creació dels primers bancs centrals a finals de segle XIX i principis del s. XX –i amb especial intensitat després de la Gran Depressió i, posteriorment, a partir dels 80– es va iniciar una tendència molt més basada en ampliar la xarxa de seguretat de les entitats financeres<sup>46</sup> que en incrementar la regulació prudencial i la supervisió sobre les entitats, que més aviat ha tendit a ser més laxa i més basada en l'autorregulació i la regulació de la competència en el mercat financer.

Què explica aquest canvi persistent de tendència? Com és possible que el *contracte social* entre les entitats financeres i l'estat hagi canviat de manera tant radical? I, sobretot, quines conseqüències ha tingut aquest canvi? Comprendre els mecanismes que han portat a aquesta situació és clau per entendre les reformes de fons i distingir-les de les mesures conjunturals destinades a esmoreir els efectes de la crisi financera sobre l'economia productiva i les famílies.

L'ampliació de les xarxes públiques de seguretat genera un fort problema de risc moral en les entitats financeres, i de consistència temporal de la regulació pública. Les entitats són cada cop més conscients que –per molt que l'Estat garanteixi que, davant d'una crisi, deixarà fer fallida a les entitats financeres inviables- aquesta política no és òptima *ex-post* quan les externalitats socials que genera una fallida són molt grans. Per tant, la política de no rescatar les grans entitats fallides no és consistent en el temps perquè no és creïble *ex-ante*<sup>47</sup> quan la entitats són massa grans per caure (*too big to fail*).

<sup>46</sup> No va ser fins ben entrat el segle XX que es va generalitzar la garantia de dipòsits i, encara més tard, les operacions de recapitalització davant fallides bancàries.

<sup>47</sup> El problema de consistència temporal de la política econòmica va ser per primer cop formalitzat per Kydland y Prescott (1979) en el cas de la política monetària.

Com que les probabilitats de rescat són majors com més grans són les externalitats que genera la fallida de l'entitat, les entitats adopten estratègies dirigides a explotar al màxim l'asimetria entre beneficis privats i pèrdues col·lectives que generen les garanties públiques. Entre aquestes estratègies destaca especialment l'aposta per un major palanquejament. Una estructura financera més basada en l'endeutament permet créixer amb menys capital i incrementar tant la rendibilitat com els marges, ja que es redueixen els costos d'endeutament. Alhora, el creixement incrementa el cost social de la fallida i, per tant, les probabilitats de rescat per part de l'Estat<sup>48</sup>.

Aquesta estratègia de les entitats financeres també té un *problema d'histèries*, en el sentit que les seves conseqüències s'acumulen i s'agreugen amb el temps, obligant a estratègies cada cop més arriscades. A mesura que les entitats incrementen el seu endeutament i són més conscients del problema que enfronten els reguladors, les estratègies s'han de tornar cada cop més agressives (més endeutament i creixement), provocant un increment acumulat del pes del sector financer, del risc de les operacions financeres, i del volum de la xarxa de seguretat necessària davant de potencials fallides.

L'augment del pes i la complexitat del sistema financer ha acompanyat el procés de fort creixement econòmic i de globalització del segle passat. Per exemple, Haldane i Piergiorgio (2009) mostren que, des de 1880 fins a 1970, el pes dels actius bancaris al Regne Unit en relació al PIB era del 50%, mentre que a principis del segle XXI era de més de 5 vegades el PIB. Durant aquest període, els ratis de capital i de liquiditat han anat empitjorant enormement a la vegada que augmentava la rendibilitat mitjana de les entitats i la concentració del sector<sup>49</sup>.

Coneixent aquesta situació: Per què l'Estat no va posar fil a l'agulla? Com és possible que l'Estat no renegociés els termes del *contracte social* amb les entitats financeres?

La tendència cap a la desregulació del sector financer i l'augment del suport estatal no es pot entendre si no és a través de la creixent influència i el major poder polític del sector financer.

Com ha exposat reiteradament l'ex-economista en cap de l'FMI Simon Johnson (2009 a i b), el poder polític del sistema financer explica en molt bona part la tendència seguida en els darrers anys. Les grans *portes corredisses* que lliguen els càrrecs del sector financer i dels governs<sup>50</sup>, així com la influència política del *lobby* financer a través de les seves contribucions a les campanyes

<sup>48</sup> Altres estratègies que permeten explotar el problema de consistència temporal de les entitats financeres són l'augment de la cartera en negociació, la comptabilització *mark to market* i la creació de préstecs i instruments de risc elevat (*subprime*, *monolines* i d'altres)

<sup>49</sup> Haldane i Piergiorgio (2009) mostren que els ratis actuals de capital i de liquiditat de les entitats financeres al Regne Unit i a Gran Bretanya són cinc vegades menors que els ratis a principis de segle XX. Com a conseqüència, la rendibilitat de les entitats financeres als EUA i al Regne Unit ha augmentat estrepitosament i ha passat del 10% anual entre 1920 i 1970 a més del 20% a partir dels 70 (abans de la crisi actual la rendibilitat se situava propera al 30%). Al mateix temps, els actius del Banc d'Anglaterra en relació al PIB s'han reduït del 15% del PIB el 1830 al 5% a principis de segle XXI (controlant pels efectes de les guerres mundials). El 1998 els 5 bancs més gran tenien el aproximadament el 8% de tots els actius del sistema bancari, mentre que el 2008 tenien aproximadament el 16%.

<sup>50</sup> Robert Rubin co-chairman a Goldman Sachs i Henry Paulson CEO també de Goldman Sachs varen ser secretaris del tresor amb els presidents Bill Clinton i George Bush respectivament. El camí contrari també és freqüent, com el predecessor de Paulson, John Snow, o el mateix Alan Greenspan, que han acabat com a presidents o assessors d'importants companyies financeres. El cas espanyol i europeu també està ple d'exemples de ministres o secretaris d'estat que han donat el salt al sector financer.

electorals o dels crèdits concedits als partits polítics, són alguns dels mecanismes a través dels quals s'articula aquesta influència.

Adicionalment, el sistema financer té en el seu coneixement i la seva experiència un poder de *facto* ja que —a mesura que les finances han resultat més rellevants i complexes— el talent dels gestors i directius financers s'ha fet més valuós, ja que són la font d'informació principal de l'Estat. En èpoques de crisi, aquesta experiència es torna més valuosa i necessària, fent que el seu poder de negociació creixi.

És difícil provar empíricament aquest efectes, però l'estudi recent d'Igan, Mishra i Tressel (2009) mostra com les entitats financeres dels EUA que més intensament han fet pressió per obtenir una legislació favorable en termes de protecció del consumidor o autorregulació, són precisament les que més han expandit les seves carteres de crèdit, ho han fet de manera més laxa (major rati entre préstec i renda del prestatari) i han utilitzat en major mesura els nous instruments financers. A més, també són les que després han patit una major taxa de morositat en la seva cartera.

Així doncs, les entitats financeres no només són *too big to fail* sinó que també estan massa connectades políticament per caure (*too politically connected to fail*). És per això que les noves regulacions han de fer front a importants obstacles per canviar l'estatu quo i que economistes com Paul Romer consideren que serà impossible lluitar contra els interessos creats<sup>51</sup>. Però la sortida de la crisi no comporta una reforma de fons del sistema financer i desconsidera els problemes d'economia política comentats, de manera que la propera crisi financera pot ser encara més greu.

En contra del que s'ha assenyalat, la teoria econòmica ja havia analitzat bona part dels incentius perversos que afronta actualment el sistema financer<sup>52</sup>. No obstant, els efectes de les seves conclusions han estat molt limitats —o pràcticament nuls— degut en bona mesura a les fortes resistències creades.

Espanya i Catalunya no són aliens a aquests problemes i comparteixen, doncs, el repte de traslladar la teoria a la pràctica, per tal de resoldre els forts problemes de risc moral comentats, així com d'altres més específics i que es comenten més endavant. Tanmateix, també tenen el desafiament de fer front a un context macroeconòmic i a una estructura financera particular que exigeix mesures específiques.

En els següents punts es comenten les perspectives i les línies de reforma que cal emprendre en el sistema financer a nivell nacional i internacional per tal de facilitar la sortida a la crisi, i un millor equilibri entre innovació, risc, i rendibilitat en el sistema financer.

## 2. Perspectives i línies de reforma del sistema financer internacional

Els inicis de la recuperació de les primeres economies mundials durant el segon i el tercer trimestre del 2009 han millorat les perspectives del sistema financer internacional. No obstant —tot i que el

<sup>51</sup> Entrevista al diari Avui, 15 d'octubre de 2009.

<sup>52</sup> Com destaca Erik Maskin (2009), els treballs de Holmstrom i Tirole (1993) i Dewatripont i Tirole (1994), així com el de Vives i Matutes (2000) entre d'altres ja analitzaven els incentius perversos sobre el risc i l'endeutament dels problemes de risc moral, de selecció adversa i de transparència en les entitats i els mercats financers

sistema financer mostra signes de recuperació- persisteixen forts problemes de capitalització del sector financer i de finançament a mitjà i llarg termini de l'economia (*financial gap*).

D'una banda, s'han reduït els riscos sistèmics com a resultat de la incipient recuperació econòmica i de les mesures adoptades pels governs i els bancs centrals, i ha disminuït la pèrdua de valor esperada dels actius financers (principalment dels préstecs i derivats). Especialment les mesures aprovades després de la caiguda de *Lehman Brothers* el 15 de setembre de 2008, han contribuït significativament a reduir els *spreads* i dotar de confiança al mercat financer<sup>53</sup>.

D'altra banda, tot i la recuperació dels ingressos de les entitats financeres, aquests encara són insuficients per compensar la tendència al desapalancament de les economies, la reducció del valor dels actius, i la necessitat de refinançament del deute en els pròxims anys<sup>54</sup>. Aquesta situació pot reduir la capacitat del sistema financer per atendre la demanda de crèdit esperada dels governs i del sector productiu<sup>55</sup>.

Les fortes intervencions públiques han transferit, en bona part, el risc financer del sector privat als governs, en forma d'elevats dèficits públics, nivells de deute o actius bancaris<sup>56</sup>. Un cop recuperada l'estabilitat financera, a curt termini, la prioritat ha de ser retirar les mesures amb un impacte més distorsionador (com són els avals) abans que les expectatives d'inflació forcin a incrementar en excés els tipus d'interès. En aquest procés, la coordinació multilateral serà fonamental, així com una comunicació clara del *com* i el *quan* del procés.

Encara que les intervencions han promogut la incipient recuperació econòmica, a mig i llarg termini la recuperació dependrà d'adoptar mesures de fons que resolguin els problemes d'economia política que enfronta el sistema financer i estableixin un marc d'incentius més procliu a l'estabilitat. Els inversors i les entitats financeres hauran d'ajustar les seves expectatives de rendibilitat a un nou entorn que, entre d'altres, implicarà reduccions de capacitat, un pre-requisit per assolir nivells sostenibles de rendibilitat (BIS, 2009).

### **Línies de reforma estructural del sistema financer: la necessitat d'un nou ordre financer internacional**

L'objectiu principal de les reformes estructurals del sistema financer és reduir els problemes d'economia política que s'han produït en els passats i (re)dissenyar el sistema per evitar l'adopció desmesurada de riscos i garantir la provisió estable de liquiditat al sistema productiu. Amb aquesta intenció, cal reequilibrar el *contracte social* entre l'Estat i el sistema financer a través de canvis en els seus dos elements principals: (i) la regulació i la supervisió de les entitats financeres i (ii) la xarxa pública de seguretat a disposició de les institucions financeres.

<sup>53</sup> En la zona euro l'*spread* entre el LIBOR a 3 mesos i l'*Overnight Index Swap* (OIS) s'ha reduït en 149 punts bàsics des del seu nivell màxim assolit el 13 d'octubre de 2009, gairebé un mes després de la caiguda de *Lehman Brothers*. En els EUA la reducció ha estat de 324 punts bàsics respecte el nivell màxim 10 d'octubre de 2009 (FMI, 2009).

<sup>54</sup> En el 2012, en la zona euro, el Regne Unit i els EUA vencerà un volum de deute bancari sense precedents i que ascendeix a 1,5 B\$ (FMI, 2009).

<sup>55</sup> Els efectes d'aquest gap de finançament es preveuen especialment importants per cobrir les necessitats financeres de les economies emergents, el que pot perjudicar el creixement d'aquests països que han actuat de locomotora de l'economia mundial en la fase de recuperació.

<sup>56</sup> Els informes de l'FMI mostren que l'evidència històrica de 31 economies desenvolupades i en desenvolupament senyala que un increment persistent d'un punt percentual de dèficit fiscal incrementa entre 10 i 60 punts bàsics el tipus d'interès a llarg termini.

### Reformes en la regulació i la supervisió de les entitats financeres

- *Incrementar gradualment els requisits de capital.* Els forts incentius a l'endeutament que estan en l'origen de la crisi actual, es poden atenuar si gradualment augmenten els coeficients de solvència. Afortunadament, sembla que la revisió de les noves normes de Basilea va en aquesta direcció. Tanmateix, la seva implantació no hauria de deixar-se en mans de la discrecionalitat de les entitats supervisoras de cada país, sinó que caldria coordinar la seva aplicació a nivell multilateral.
- *Introduir provisions dinàmiques anticíclics.* La regulació del capital bancari ha generat efectes procíclics que s'han mostrat molt contraproductius. Per exemple, l'acumulació de reserves en els moments d'expansió ha estat insuficient, fet que ha provocat problemes de liquiditat en el sistema productiu en els moments de recessió. Com el que cal és preservar la solvència del banc al llarg del cicle sense afectar al sistema productiu, els requeriments de capital han d'ajustar-se en funció del cicle econòmic, tal i com ha previst el Banc d'Espanya.
- *Ampliar el perímetre de la regulació financera i recalibrar la ponderació de riscos.* La ponderació del risc de les operacions fora de balanç de la regulació de Basilea era massa baixa i això va incrementar la creació de vehicles d'inversió fora de balanç. A més, moltes vegades aquests vehicles quedaven al marge de tota regulació. Tot això permetia a moltes entitats financeres externalitzar els riscos només a nivell comptable. Aquests problemes s'han tractat de corregir amb mesures que entraran en vigor a finals del 2010, i que afecten a la valoració dels actius negociables (*trading books assets*) i que tenen més presents els tail risks<sup>57</sup>.
- *Reforçar la coordinació entre institucions de supervisió i la seva independència.* La formulació i l'aplicació de les noves regulacions necessitarà el suport i la coordinació de les diferents institucions de supervisió i regulació financera. Per exemple, la integració de la supervisió a nivell europeu és imprescindible per disposar d'un sistema financer europeu sota unes mateixes regles de competència. Al mateix temps, la coordinació és imprescindible per lluitar contra els efectes nocius de l'arbitratge regulatori i dels paradisos fiscals.
- *Supervisar les agències de rating i eliminar els seus conflictes d'interès.* El model de negoci de les agències de rating presenta conflictes d'interès perquè els seus ingressos provenen de l'emissor (i no de l'usuari o comprador) a qui, a més, les agències també donen assessorament. Tot plegat, provoca que les agències siguin en gran mesura "jutge i part" de les emissions de productes financers. Tanmateix, és difícil dissenyar i aplicar un nou model a curt termini. Per tant, caldria pensar en revisar-lo a mig termini i delimitar millor les institucions encarregades de supervisar les agències de *rating*, els seus mètodes i els seus resultats.

### Redissenyar la xarxa pública de seguretat

És necessari un marc predefinit i transparent d'intervenció pública destinat a evitar els problemes de consistència temporal que causen les xarxes de seguretat i les institucions *too big to fail*. Davant

<sup>57</sup> Riscos de la part final d'una distribució estadística que no eren considerats en la regulació per considerar-se que la seva probabilitat és molt baixa, tot i que finalment molts s'han acabat produint.

la dificultat que l'estat es comprometi *ex-ante* a no rescatar les entitats ineficients, cal definir mecanismes per donar consistència a la regulació pública.

- *Garanties consistents de liquiditat i de dipòsit.* Les intervencions dels bancs centrals han de seguir marcs predefinits previstos només per condicions extraordinàries i amb preus que desincentivin la seva utilització. D'altra banda, les garanties dels dipòsits haurien de distribuir millor el risc entre assegurat i assegurador, de manera que la garantia estigués més lligada al perfil de risc del banc. També cal dissenyar mecanismes per incentivar a dipositants i creditors a supervisar els bancs.
- *Intervencions consistents de (re)capitalització.* Els marcs d'intervenció en el capital dels bancs en situacions de risc de fallida sistèmica no són previsible i tenen un cost elevat i creixent. Al mateix temps, les recapitalitzacions sovint són arbitràries i arriben tard, fet que té elevats costos d'incertesa i credibilitat. Encara que la seva necessitat dependrà dels nivells futurs de capitalització de les entitats, cal preveure mecanismes en què els bancs comparteixin aquest risc de manera similar a com ho fan en matèria de dipòsits<sup>58</sup>.
- *Limitacions a la grandària dels bancs.* Davant el poder polític i econòmic de les grans entitats financeres, per establir una limitació creïble al problema del *too big to fail*, caldria establir limitacions explícites a la grandària dels bancs. Per exemple, respecte al pes dels seus actius sobre el PIB<sup>59</sup>.
- *Mecanismes de partició i fallida de grans entitats financeres.* En aquests moments no existeixen mecanismes preestablerts (per part de l'Estat o de les pròpies entitats) que estableixin com s'ha d'articular la fallida d'una gran entitat. Això causa més incertesa i incrementa el risc. Caldria que les pròpies entitats comptessin amb plans sobre com gestionar la seva fallida (*testaments financers*) i que l'Estat disposi de mecanismes per reestructurar grans entitats bancàries sense risc de pànic i generant els mínims riscos de contrapartida.

### 3. Perspectives i línies de reforma del sistema financer espanyol

Encara que en un principi el sistema financer espanyol s'ha vist menys afectat pels problemes de capitalització, les mesures de suport al sistema financer a Espanya estan en línia amb les dels principals països de l'eurozona i amb les dels països del G-20 (veure taula 2). Les mesures de capitalització a Espanya arribaran més tard (previsiblement durant el 2010) i no han afectat a les grans entitats<sup>60</sup>, fet que s'explica en part pel l'evolució macroeconòmica, però que implica riscos alhora de pactar amb les autoritats europees de competència.

<sup>58</sup> Existeixen mecanismes com el proposat per Zingales i Hart (2009) que basen les senyals de la intervenció pública en el mercat. Aquests autors fan una proposta basada vincular les necessitats de capital al preu del *Credit Default Swap* (CDS) sobre el deute de cada entitat. Quan el preu del CDS sobrepassin determinats nivells, les entitats estarien obligades a realitzar més aportacions de capital. En cas que no poguessin fer-ho, les institucions públiques podrien intervenir les entitats.

<sup>59</sup> Veure per exemple la proposta de Boone i Johnson (2009) en aquest sentit.

<sup>60</sup> Cal tenir en compte que no totes les mesures impliquen despeses directes per part de l'Estat, que cobra les mesures de suport posades en pràctica amb diferents fórmules de retorn. Tanmateix, les mesures tenen un cost en termes d'endeutament de l'Estat que està subjecte a una incertesa important i requerirà una estratègia futura de forta contenció de despesa.

## QUADRE 2:

Suport al sector financer i d'altres sectors i necessitat de finançament avançada

Agost de 2009. En % del PIB de 2008

	Espanya			
	1/	França	Alemanya	G-20
Injeccions de capital a/	0,8	1,4	3,8	2,2
Compra d'actius i préstecs de l'Estat b/	3,9	1,3	0,4	2,7
Avals c/	15,8	16,4	18,0	8,8
Liquiditat i altres mesures dels bancs centrals d/	8,5	8,5	8,5	9,7
Finançament directe de l'Estat e/	4,6	1,6	3,7	3,7
<b>Total</b>	<b>33,6</b>	<b>29,2</b>	<b>34,4</b>	<b>27,1</b>

Font: FMI (2009)

Nota: Les columnes a/ b/ c/ e/ es corresponen amb quantitats anunciades i no efectivament desemborsades

Per exemple, Espanya encara no ha utilitzat les injeccions de capital i només un 1,8% de les mesures anunciades de compra d'actius

d/ En el cas d'Espanya, França i Alemanya es correspon en les mesures del BCE en % del PIB de l'eurozona

1/ Inclou les quantitats anunciades del FROB

La regulació prudencial i el model financer espanyol han mitgat els efectes de la crisi financera. D'una banda, la regulació prudencial del Banc d'Espanya de la indústria financera ha millorat la solvència de les entitats, i ha evitat la proliferació de vehicles d'inversió fora de balanç i productes estructurats complexos als nivells d'altres països<sup>61</sup>.

D'altra banda, els sistema de bancs i caixes té un model de negoci *universal* i no es troba dividit tan clarament entre banca d'inversió i banca comercial com el dels EUA. Els bancs i les caixes ofereixen un ampli conjunt de productes i serveis integrals a un conjunt molt ampli de perfils i sector productius. A més, les entitats financeres tenen fortes relacions amb el sistema productiu, no només a través dels crèdits, sinó també de la seva participació en l'accionariat de les grans companyies (en el sector de les *public utilities*, la distribució, aviació, i d'altres).

Tot i així, els *spreads* en els mercat interbancari han afectat enormement el sistema financer espanyol, especialment a les entitats més petites. Davant d'aquesta situació, el sistema financer ha començat a reduir la velocitat i la quantitat a què estava concedint el crèdit i ha incrementat les primes de risc sobre els préstecs, fent més difícil la concessió de nou crèdit sindicat o la renovació de les pòlisses de l'economia productiva.

La situació del mercat financer ha afectat especialment a les petites i mitjanes empreses. El 2009, el diferencial entre els crèdits de més i de menys d'1 M d'euros gairebé es va doblar (va augmentar en gairebé 100 punts bàsics). Les seves menors garanties i el seu menor poder de negociació, davant dels avantatges operatius de donar crèdits a les grans empreses, situen a les PIME en una posició de debilitat. Això és especialment greu per estructures empresarials basades en les PIME com la catalana.

<sup>61</sup> L'experiència de la crisi bancària entre 1977 i 1985 que va afectar el 51% dels bancs (Caminal, Gual i Vives, 1990) va forçar la creació del Fons de Garantia de Dipòsits i d'altres restriccions a les entitats, per exemple, sobre les operacions fora de balanç i les titulitzacions. Més endavant, la introducció de les provisions anticíclics l'any 2000 ha estat una mesura molt lloada a nivell internacional que va amb la línia de les necessitats regulatòries actuals.



Les perspectives del mercat financer espanyol es troben marcades per la conjuntura macroeconòmica i la situació del mercat immobiliari. Aquests dos factors afectaran la solvència i els costos de les entitats i obliguen a una urgent reestructuració del sector, a canvis regulatoris i al desenvolupament de nous models de negoci més coherents amb les perspectives econòmiques i financeres a mig termini de l'economia.

Les perspectives macroeconòmiques de l'economia espanyola pel 2010 són menys favorables que a la majoria de països de l'eurozona, però també és cert que el 2008 i la primera meitat del 2009 la crisi va afectar menys intensament a Espanya que a molts d'altres (com el Regne Unit, Alemanya, Japó o els EUA)<sup>62</sup>. El problema fonamental d'Espanya radica en el mercat laboral, amb taxes d'atur que podrien arribar al 20% a finals de 2010 (veure article de Susanna Lozano en aquest mateix llibre).

Els efectes macroeconòmics coincideixen amb una crisi en el sector immobiliari de gran magnitud i que es tradueix en una sobreoferta acumulada d'habitatge nou estimada en aproximadament 1,1 milions d'habitatges a Espanya i 160 mil a Catalunya. Aquest estoc, amb un ritme de vendes similar a la mitjana del període 2004 – 2005, pot trigar aproximadament 4 anys en ajustar-se<sup>63</sup>. A més, l'excés d'oferta fa preveure un descens dels preus reals que s'estima proper al 30% de mitjana (BBVA, 2009) i que pressionarà els balanços de les entitats financeres.

Adicionalment, els nivells d'endeutament de l'economia són molt elevats, fet que redueix encara més la capacitat d'endeutament d'empreses i famílies, i el creixement potencial del crèdit. Com mostra la taula 3, l'endeutament de les famílies espanyoles ha passat del 59,7% de la renda familiar bruta disponible l'any 2000, al 126,9% l'any 2008. En el mateix període, el finançament total de l'economia espanyola ha passat del 155,9% del PIB nominal a més del 232,2%. En aquest entorn, el major endeutament del sector públic està substituint l'endeutament del sector privat i les famílies, però el deute públic no pot ser la línia de negoci principal de les entitats financeres a mig termini.

Aquestes perspectives afecten negativament l'evolució del crèdit i de la morositat (veure taula 4). Com el creixement del crèdit i els nivells de morositat són variables retardades en relació amb el creixement del PIB, s'espera que continuïn empitjorant fins a finals del 2010 o principis del 2011.

En els propers anys, la reducció de la demanda, uns mercats interbancaris més estables però encara recelosos, i la reducció del preu dels actius fruit de l'esclat de la bombolla immobiliària, causaran importants problemes de reducció d'ingressos i de solvència, especialment en les entitats amb més risc immobiliari. Es configura, per tant, un escenari d'excés d'oferta que obliga a una reestructuració del sector financer espanyol dirigida a reduir costos, millorar la solvència, i moderar la rendibilitat esperada.

---

<sup>62</sup> De fet, mentre els principals països de la zona euro i els EUA han iniciat la recuperació econòmica amb taxes positives de creixement trimestral des del segon trimestre de 2009 (França, Alemanya i Japó) o des del tercer (els EUA i el conjunt de la zona euro i la UE-27), és probable que el creixement trimestral espanyol torni a ser positiu a partir del primer trimestre del 2010 i que el creixement del conjunt de l'any sigui negatiu (les previsions oficials se situen entre el -0,4% i el -0,5%). Tanmateix, és previsible que la destrucció continuï durant el 2010 i arribi a nivells molt propers al 20% a finals d'aquest any.

<sup>63</sup> Oficina Tècnica del Gabinet del Conseller d'Economia i Finances de la Generalitat de Catalunya.

## QUADRE 3:

## Saldo de finançament de les famílies, les AAPP i les societats no financeres

	2000		2007		2008	
	mM€	% / total finançament	mM€	% / total finançament	mM€	% / total finançament
Finançament a famílies	287,4	29,3	874,4	36,9	910,6	35,8
Finançament a AAPP	310,7	31,6	279,6	11,8	330,6	13,0
Finançament a societats no financeres	384,1	39,1	1.214,9	51,3	1.301,4	51,2
Finançament a sectors no financers	982,2	100,0	2.368,9	100,0	2.542,6	100,0
Renda Disponible de les famílies (RFD)	421,7		670,4		717,4	
PIB nominal	630,2		1.050,5		1.095,2	
<b>Finançament de les famílies en % de la RFD</b>	<b>59,7</b>		<b>130,4</b>		<b>126,9</b>	
<b>Finançament total en % del PIB nominal</b>	<b>155,9</b>		<b>225,5</b>		<b>232,2</b>	

Font: Banc d'Espanya

## QUADRE 4:

## Evolució de les principals variables macroeconòmiques i financeres a Catalunya i Espanya Variacions interanuals (%)

	2006	2007	2008	I-09	II-09	III-09
<b>Macroeconòmiques</b>						
<i>Catalunya</i>						
Creixement del PIB real	3,8	3,6	0,7	-3,5	-4,7	-4,5
Inflació	3,7	3,0	4,1	0,8	-0,1	-0,6
Atur	6,7	6,6	9,0	16,2	15,9	16,0
<i>Espanya</i>						
Creixement del PIB real	4,0	3,6	0,9	-3,2	-4,2	-4,0
Inflació	3,5	2,8	4,1	0,5	-0,7	-1,1
Atur	8,6	8,3	11,4	17,4	17,9	17,9
<b>Financeres</b>						
<i>Evolució dels tipus d'interès</i>						
Tipus d'actiu (Indicador CECA)	5,02	5,77	6,52	5,63	4,88	4,88
Euribor a 12 mesos	3,44	4,45	4,81	2,22	1,68	1,34
<i>Creixement del crèdit</i>						
A activitats productives	17,1	16,3	12,4	5,9	1,6	-0,9
A persones físiques	13,4	16,2	7,1	-1,0	-0,2	-1,1
Adquisició i rehabilitació d'habitatge	14,2	17,0	7,9	2,6	1,0	0,1
Béns de consum durador	7,5	10,0	3,6	-11,9	-14,1	-8,0
<i>Crèdits dubtosos</i>						
Total	0,8	0,8	2,2	4,3	4,6	4,9
Bancs	0,6	0,8	1,8	3,4	3,9	4,3
Caixes	0,6	0,9	2,6	4,7	5,1	5,2

Font: Bde

Els possibles escenaris als quals hauran de fer front les entitats depenen de l'evolució futura de les perspectives macroeconòmiques. Els escenaris de previsió més moderats<sup>64</sup> impliquen nivells de pèrdues de risc de crèdit entre 90 i 130 mil M d'euros que –donats els nivells de capital i les provisions actuals- implicarien una necessitat de capital d'entre 50 mil i 90 mil M d'euros per mantenir els nivells de solvència actual (McKinsey, 2009). Lògicament, aquesta situació afectaria la rendibilitat esperada i variaria molt segons l'entitat.

L'estructura del sector financer espanyol ofereix oportunitats de consolidació, especialment en el sector de les caixes d'estalvi, que tenen un major risc immobiliari i una grandària que –excepte en dos casos- dificulta les seves operacions en el mercat interbancari en el futur. Es preveu, per tant, que el sector de les caixes pateixi l'any 2010 una caiguda major en el seus marges i en els seus resultats superiors al 10% i al 40%, respectivament (Deloitte, 2009).

Ara bé, per tal de millorar la solvència del sistema financer i garantir la seva contribució a l'economia productiva, els processos de reestructuració no han de ser processos aïllats sinó que s'han de complementar amb una millora del marc regulatori. Les reformes han d'anar més enllà de la reestructuració de les entitats i atendre també l'aplicació dels canvis regulatoris explicats en el capítol anterior.

### **Línies de reforma en el sector financer espanyol**

La necessitat de reestructuració del sistema bancari espanyol s'ha articulada a partir del FROB (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*) dotat amb 9.000 M d'euros però amb una capacitat d'endeutament onze vegades superior. Les entitats han d'aprofitar aquest procés tenint en compte els canvis futurs en la regulació internacional (per exemple, és probable que la regulació internacional incrementi aviat els nivells de solvència exigits en un punt percentual), fet que farà necessari prendre mesures que potenciïn de manera creïble l'eficiència i les sinèrgies de les potencials aliances.

Més enllà de la revisió dels plans de reestructuració bancària per part del Banc d'Espanya, la Comissió Europea primer ha d'aprovar el FROB i, després, regularà en segona instància el processos de reestructuració i aprovarà els ajuts. Tot i que hi ha incertesa sobre els criteris que aplicaran el reguladors, l'escenari més probable és que s'imposin restriccions sobre el volum d'ajuts que pot rebre cada entitat, i restriccions similars a les ja imposades a d'altres entitats europees (com el RBS, Northern Rock o ING)<sup>65</sup>.

Com que tant els processos a d'altres països com les senyals enviades des de la Comissió Europa de retallar les ajudes estatals quan abans millor, es troben més avançats, és important que les entitats emprenguin processos ben dissenyats el més aviat possible, però les urgències han d'evitar estratègies poc consistentes i fugides cap endavant que no suposin millores substantives en eficiència.

<sup>64</sup> Aquests escenaris contemplen una reducció del crèdit entre l'1% i el 5% anual i nivells de morositat entre el 7% i el 10% a finals del 2010. Se suposa que els nivells de solvència es mantenen entre el 8% i el 9%.

<sup>65</sup> Entre aquestes restriccions figuren, una reducció important del balanç i del deute, la desinversió en algunes activitats (negocis no estratègics, reducció d'oficines, etc), les restriccions a la distribució de dividendes i d'altres.

Al mateix temps, l'Estat, les comunitats autònomes i els reguladors han de procurar un marc que promogui la competència sense interferir en el procés de reestructuració, i facilitar que aquest tingui lloc de la manera més eficient possible i promovent els canvis normatius que facilitin un millor funcionament del mercat. Entre aquests canvis, destaquen especialment els dirigits a promoure una millor governança corporativa de les entitats i l'aplicació dels canvis de regulació a nivell global que s'han comentat en l'apartat anterior.

### **Estratègies de reestructuració i canvis en els models de negoci de les entitats**

El model de negoci financer basat en l'obtenció de finançament a baix cost, el creixement del crèdit hipotecari, una gestió laxa de riscos, i l'expansió de la xarxa d'oficines, haurà de canviar i centrar-se en guanyar eficiència i valor, desenvolupant productes útils per a l'economia productiva i les famílies.

Per aquest motiu, les entitats i el regulador han de promoure plans de reestructuració que tinguin presents:

- *Garantir processos d'integració i de fusions destinats a millorar l'eficiència, racionalitzar l'administració, i redimensionar la capacitat productiva de les entitats.* Cal aprofitar les sinèrgies i concentrar-se en una implantació correcta de la integració de sistemes i de les estratègies de reducció de costos. És clau concentrar els esforços en les solucions més pràctiques i viables i en capturar els estalvis el més aviat possible (aprofitar el *momentum*), per la qual cosa s'han de fer bé les estratègies a nivell intern.
- *Reforçar i garantir una estructura de capital sòlida.* Les integracions o fusions han de resultar en una estructura de capital sòlida que optimitzi els fons obtinguts del FROB complint amb les normes de la Comissió Europea. L'estructura de capital serà fonamental en el nou entorn de competència, que obligarà les entitats a limitar les estratègies de creixement basades en l'endeutament i requerirà una selecció encertada dels negocis principals de les entitats per garantir ingressos recurrents.
- *Desenvolupar models de negoci robustos.* La creació de valor és més important que el procés d'integració per se. L'atracció de talent i mantenir una estratègia focalitzada, intensiva en l'aspecte comercial i, en el desenvolupament de productes i serveis, que suposin una oportunitat de negoci sostenible (sigui en l'àmbit de gestió d'actius, de la banca personal, de tresoreria, o d'altres). En aquest sentit, un aspecte clau serà definir un model operatiu òptim per l'escala, les propostes de valor al client, i una gestió robusta i sostenible del binomi risc – rendibilitat.

### **Millores en la governança corporativa de les entitats financeres**

En el cas espanyol destaca especialment la singularitat del govern corporatiu de les caixes d'estalvi, degut a les particularitats derivades del paper cabdal que juguen les administracions autonòmiques i locals. No obstant, els efectes d'aquestes particularitats requereixen ajustos destinats a millorar la gestió, dels quals no estan exempts la resta d'entitats financeres (bancs, cooperatives i seccions de crèdits, i d'altres).

En un interessant article recent, Cuñat i Garicano (2009) mostren que quan la politització dels òrgans de govern de les caixes d'estalvi deriva en una manca de professionalització de la gestió,

la seva taxa de morositat és significativament més elevada<sup>66</sup>. Autors com Fonseca i González (2005) estudien els efectes dels canvis en el sistema de govern de les caixes d'estalvi introduïts progressivament el 2000 per les normatives autonòmiques que –en general– han provocat un increment dels representats dels governs autonòmics i locals, i mostren que aquests canvis estan associats amb un increment del risc de les seves carteres de crèdit.

Tanmateix, d'altres qüestions importants del govern corporatiu s'apliquen a totes les entitats financeres. La transparència i els mecanismes de difusió de la informació, la protecció dels consumidors de productes financers i els sistemes de remuneracions de directius són línies de reforma que el regulador i les entitats han de promoure per fomentar una millor conducta en el mercat.

- *Millores en la professionalització dels directius a les caixes d'estalvi.* Encara que hi ha comunitats autònomes a Espanya que, com Catalunya, han tingut una cultura més prudent en la regulació dels mecanismes d'elecció dels òrgans de govern de les caixes d'estalvi, la normativa promoguda en els darrers anys ha tendit a incrementar més el pes de la representació política que la independència en la gestió. En absència d'un impuls autonòmic en la línia de reforçar la independència de la gestió de les caixes d'estalvi, per evitar dependre de la voluntat de professionalització de cada govern, en el mig termini es pot fer necessària una regulació en aquesta direcció.
- *Millores en la transparència, la difusió de la informació i la protecció del consumidor.* Els accionistes de les entitats, els dipositants i els consumidors de productes financers han de conèixer la informació de la seva entitat i dels productes que consumeixen amb el màxim de detall i de manera fiable i accessible. El coneixement per part d'inversors, dipositants i usuaris fomenta la disciplina de mercat i la bona gestió, a més de constituir un dret encara no prou regulat i, especialment, poc supervisat<sup>67</sup>. Els incentius que operen en contra d'aquesta tendència són forts i fan necessari un important suport públic a la implantació d'aquests mecanismes.
- *Millores en els sistemes de remuneració dels directius.* Els sistemes de remuneració han de donar suport a l'estratègia de llarg termini de l'empresa i no actuar-hi en contra. Per aquest motiu han d'actuar tant en sentit positiu com negatiu, premiant els èxits i castigant els moments dolents al llarg del cicle per tal de desincentivar conductes massa arriscades. A més, cal evitar també l'aprofitament via salari de les mesures de suport al sistema financer, fet poc justificat des d'un punt de vista ètic que podria deslegitimar el sistema. Estructurar un sistema d'incentius que doni resposta a aquestes necessitats s'escapa de l'àmbit de la regulació pública i dependrà de les entitats, que veuen en la fuga de talent un risc important i real. A nivell públic, les reformes dirigides a gravar fortament els *bonus* dels directius de

<sup>66</sup> Els autors troben que quan el president no té estudis de postgrau la taxa morositat incrementa 1 punt percentual (sobre una mitjana del 4% suposa un increment del 25%); aquesta taxa incrementa un punt percentual més quan no té experiència bancària prèvia; i en un punt més quan ha estat prèviament càrrec electe. Els tres efectes conjunts afegeixen gairebé un 3% a la taxa de morositat d'una entitat degut al perfil de la gestió.

<sup>67</sup> La divulgació d'informació afecta a aspectes tan diferents com són les remuneracions dels directius (salaris, *bonus*, dietes, plans de pensions, i d'altres), el detall de les operacions claus i més importants de les entitats, els recursos propis comptables i els mínims a efectes de coeficient de solvència, l'exposició a diferents riscos i els models interns de valoració, i d'altres.

les entitats suposen un primer pas imperfecte i poc eficaç, sotmès a incentius perversos i pressions electoralistes. Caldrien reformes més pensades i millor dirigides, sorgides –en la mesura que sigui possible– de les pròpies entitats.

#### 4 . Conclusions

Espanya i Catalunya viuen la seva pitjor situació econòmica des del 1975–83. En l'àmbit financer, els efectes de la crisi industrial de finals dels anys 70 van portar canvis positius en la regulació i supervisió, que han permès afrontar millor que d'altres països els efectes de la crisi actual. Cal esperar que davant les actuals circumstàncies, s'adoptin les mesures a nivell global i nacional que ens facin prevenir crisis futures i reforçar la contribució decisiva que té el sistema financer per a l'economia productiva.

Igual que a finals dels anys 70, Catalunya i Espanya necessiten avui transformar les bases del seu model de creixement. Els models de negoci empresarial ja no es podran basar en el crèdit fàcil com els darrers anys i hauran de ser més intensius en talent i tecnologia. El sector financer encara no ha fet front a la profunda reestructuració que tenen per davant les entitats –especialment les caixes d'estalvi– i encara moltes mostren beneficis sorprenents per les perspectives i la situació econòmica que travessen.

Tot i que la crisi financera té causes globals que la feien inevitable, els reguladors i les entitats espanyoles no poden passar més temps sense fer res. Cal contribuir al disseny i l'aplicació de les reformes globals necessàries i, al mateix temps, conduir un procés de reestructuració i de regulació del sector financer a nivell nacional. Aquestes són tasques difícils, però complementàries, que exigiran accions decidides i valentes per part dels governs i del Banc d'Espanya.

Els orígens de la crisi financera es troben en el problema de la consistència temporal de la regulació i el risc moral de les entitats *too big (and too connected) to fail*. Les limitacions de les institucions polítiques europees i globals fan difícil esperar un avenç significatiu a mig termini i fan més necessària l'adopció d'accions a nivell de país, el màxim de coordinades possibles. Tanmateix, les urgències del moment obliguen a dirigir els esforços dels reguladors nacionals en els processos de reestructuració del sector financer, fet que pot alentir el canvi més profund que es necessita.

Espanya i Catalunya fan front amb retard a un procés de reestructuració financera amb la intenció principal de consolidar el sector de les caixes d'estalvi, malmès per la crisi immobiliària i les perspectives macroeconòmiques. La conducció del procés i la nova regulació a Espanya han de posar l'accent en els guanys en l'eficiència i la professionalització de la gestió, en un marc de respecte a la competència. Si aquesta crisi no s'aprofita per fer els canvis de fons que s'han comentat, es corre el risc de posar en perill no només la recuperació sinó, també, el gir estructural cap a un altre model econòmic tant necessari per a les economies espanyola i catalana.

## Bibliografia

- Acemoglu, D. 2009. "Risk and Regulation: Lessons from the Crisis of 2008". Conference presented at the World Bank/IMF. Maig.
- Boone, Peter i Simon, Johnson. 2009. *The next financial crisis*. The New Republic. Setembre.
- Caminal, Gual, J i Vives, X. 1989. "Competition in Spanish Banking," CEPR Discussion Papers 314.
- Cuñat, Vicente i Garicano, Luis. 2009. *Did Good Cajas Extend Bad Loans? Governance, Human Capital, and Loan Portfolios*. En FEDEA. E-Book: The Crisis of the Spanish Economy.
- Deloitte. 2009. *Reflexiones sobre el sector financiero y situación de las cajas catalanas*. Informe Confidencial. Abril.
- Dewatripont, M i Tirole, J. 1994. *The prudential regulation of banks*. MIT Press.
- Fonseca Díaz, Ana Rosa y González Rodríguez, Francisco. 2005. Cambios en el gobierno de las Cajas de Ahorro. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 125. Abril – junio.
- Holmstrom, Bergstom i Tirole, Jean. 1993. "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy*.
- Igan, Deniz, Mishra Prachi, Tressel, Thierry. 2009. "A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis". Article presentat a la 10ena Jacques Polak Annual Research Conference, 5-6 novembre.
- Johnson, Simoh. 2009. *The Quiet Coup*, The Atlantic. Maig.
- Kohn, Kohn. 1999. *Early Deposit Banking*. Working Paper 99 – 03. Department of Economics. Dartmouth College. Esborrany d'un capítol del llibre *Finances, Business, and Government Before the Industrial Revolution*.
- Kydland, F. and E. Prescott. 1977. "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, 85, 473-490.
- Loròissier, Jaques de. (President) Balcerowicz, Leszek; Issing, Otmar; Rainer, Masera; Mc Carthy, Callum; Nyberg, Lars; Pérez, José; Ruding, Onno. 2009. "High Level Group on Financial Supervision in the EU". Brusel.les, 25 de febrer.
- Maskin, Erik. 2009. *The Browser*. Disponible en <http://thebrowser.com/print/17268>
- McKinsey. 2009. *Reflexió sobre l'evolució del sistema financer espanyol i de les caixes catalanes*. Informe Confidencial. Desembre.
- Vives, X. i Matutes, C. 2000. "Imperfect Competition, Risk Taking, and Regulation in Banking" *European Economic Review*, 44: 1-34.