

**D. José María Roldán Alegre**  
**Director General de Regulación del Banco de España**

**“La arquitectura del sistema financiero: lecciones de la crisis”**

Muy buenos días. Permítanme comenzar mi intervención agradeciendo a los organizadores su amable invitación.

Mi exposición se centrará en describir un marco general que permita entender la crisis financiera internacional que se ha producido desde verano del 2007; más allá de una descripción pormenorizada de las distintas fases que ha podido tener esa crisis financiera internacional, lo que me gustaría es hacer una descripción de lo que se podría denominar elementos estructurales de esta crisis financiera internacional. Esto es, qué nos dice esta crisis financiera internacional, respecto a la estructura del sistema financiero, a nivel internacional, e inevitablemente sobre los impactos que eso puede tener en España. Creo que esta perspectiva internacional es muy relevante; los aspectos domésticos también lo son, y estoy seguro de que serán abordados por otros ponentes, probablemente desde un punto de vista mucho más objetivo que yo, en la medida en que por las responsabilidades que tengo, como comprenderán, mi visión es muy determinada, muy concreta, sobre las cuestiones domésticas en España. Pero, precisamente por esas responsabilidades, ni puedo ni debo entrar en ellas. Además, y en cualquier caso, es muy importante que tengamos en cuenta estos aspectos internacionales: la economía española no es una isla, nuestro sistema financiero no es una isla, y de lo que pase en el resto del mundo tenemos que extraer consecuencias para nuestro sistema financiero.

Comienzo ya, sin más dilación, con el primero de los aspectos que me gustaría tratar: la crisis financiera internacional como la crisis de lo que se llama el modelo de originar para distribuir. Antes de describir el modelo internacional de banca de originar para distribuir hay que entender el modelo tradicional del sistema bancario: bancos, entidades, con préstamos a medio y largo plazo en su activo, financiadas con una estructura de pasivo donde los depósitos juegan un papel fundamental. Además, en este modelo tradicional existe un elemento de desacoplamiento de plazos entre el activo y el pasivo: mientras los préstamos son a largo plazo, la estructura de financiación tiende a tener vencimientos a medio y corto plazo. ¿Por qué una entidad financiera es estable a pesar de ese descalce de plazos entre activos y pasivos? Primero, porque tiene unos requerimientos de capital importantes, porque tiene una supervisión específica, porque tiene acceso a mecanismos de provisión de liquidez por parte de bancos centrales, y porque las entidades, en ese modelo tradicional, tienden a tener relaciones de largo plazo con sus clientes, lo que da estabilidad a esa estructura de pasivos, a esos depósitos bancarios. Por ejemplo, las cuentas corrientes, los depósitos a la vista, pueden ser retirados en cualquier momento, pero, de hecho, tienen una estabilidad elevada.

¿Cómo se consigue eso? Porque como ya se ha indicado, las relaciones con los clientes son a largo plazo. Las entidades bancarias, bajo el modelo tradicional, intentan retener clientes casi para siempre. Frente a este modelo tradicional bancario, en el mundo anglosajón se vino a desarrollar un modelo donde las entidades financieras jugaban un papel distinto y donde los mercados financieros tomaban un mayor protagonismo. Así, el modelo de originar para distribuir se caracteriza por entidades financieras que, en vez de tener esas relaciones de largo plazo con sus clientes, eran meros transformadores

entre el riesgo bancario que se originaba mediante préstamos y la colocación, una vez reempaquetado ese riesgo de crédito, entre inversores finales de todo tipo: podían ser inversores institucionales, como fondos de pensiones, compañías de seguros; otras entidades bancarias, e incluso hedge funds y otro tipo de intermediarios financieros no sujetos a regulación.

Por tanto, en ese modelo los problemas de financiación, en cierta manera, se eliminaban milagrosamente: lo único que hacían los bancos era intermediar entre ese riesgo de crédito que se genera y un inversor final que quiere tener ese riesgo de crédito. Además, el riesgo de crédito se veía como un riesgo incorrelacionado con otros riesgos, por el que podías obtener remuneraciones adecuadas. Solucionabas el problema de gestión de la liquidez, y además aumentabas tus márgenes, porque en el proceso de reempaquetamiento de esos riesgos las entidades financieras podían obtener ingresos a través del diseño de los productos, la comercialización, etc., mucho más interesantes que el margen de interés del modelo tradicional. Éste era el nuevo modelo de la banca, donde los mercados jugaban un papel importante, donde tenemos nuevos conceptos, como los CDOs, collateralised debt obligations, que no eran sino estructuras de titulaciones muy complejas. Evidentemente, la crisis financiera que estamos viviendo es la crisis del modelo de originar para distribuir, pero no quiero llegar ahí todavía. Donde me quiero quedar es que, si la crisis comienza en verano de 2007, en mayo de ese año todavía se veía el modelo de originar para distribuir como el modelo de futuro para el sistema financiero internacional. De hecho, el sistema financiero español, que se caracteriza por un modelo tradicional, se veía como algo primitivo, incluso anticuado. Éramos un poco casi un país en vías de desarrollo, con un sistema bancario primitivo. Digo estas palabras con mucha ironía y no exentas de cierto ánimo de revancha, porque, efectivamente, a partir del verano de 2007 lo que se pone de manifiesto es que ese modelo de futuro estaba en una crisis absoluta. ¿Por qué entra ese modelo en crisis absoluta?

Básicamente porque ese modelo se instrumentaba, por parte de las entidades financieras protagonistas de ese modelo, a través de lo que llamamos –y siento los acrónimos en inglés, pero en este mundo en el que estamos es inevitable– los structured investment vehicles, los SIVs. Los SIVs eran unos vehículos donde se metían, por la parte del activo, esos productos financieros complejos, con mucho riesgo de crédito y escasamente homogéneos. No era el crédito tradicional donde, con todas las incertidumbres habituales, se puede conocer cuál va a ser su evolución futura, sino que era un riesgo muy complicado: eran titulaciones, retitulaciones, donde realmente era muy difícil saber cuál era el riesgo final de cada uno de esos productos y cuál era el impacto de un posible deterioro en la situación económica sobre la rentabilidad de dichos productos. Esos productos eran además de medio y largo plazo: estamos hablando de riesgo hipotecario americano, básicamente subprime (aunque no exclusivamente), que es riesgo a medio y largo plazo. Estos activos estaban financiados, no solo por inversores institucionales con una visión de medio y largo plazo, sino también por inversores de corto plazo. Por ejemplo, inversores que querían colocar puntas de tesorería de sus empresas y obtener una rentabilidad más alta que la que hubieran obtenido mediante otro tipo de activos (como la deuda pública), invertían en este tipo de vehículos. Entonces, tenemos activos a largo plazo, inversores de corto plazo. ¿Qué es lo que permitía la gestión del riesgo de liquidez? Que la entidad financiera que promovía el vehículo se comprometía a inyectar liquidez en el corto plazo, en el caso de que los inversores de corto plazo saliera de ese vehículo o SIV.

Antes hablábamos de la estructura bancaria tradicional. Pues bien, un SIV se parece a un banco: tienes activos de largo plazo, e inversores de corto plazo. Pero, a diferencia de un banco, no tienes capital, ni supervisión prudencial, ni acceso a liquidez: eran bancos, pero eran bancos del siglo XIX, mejor dicho, incluso peor que el siglo XIX, porque los bancos del siglo XIX tenían ratios de capital del 30% ó 40% y los SIV carecían por completo de capital. Eran estructuras tan absolutamente inestables que es realmente paradójico que nadie se diera cuenta de lo que suponía para una entidad promotora de estos vehículos. ¿Qué ocurrió con la crisis? La crisis lo que pone de manifiesto a partir del año 2007 es que el deterioro económico en Estados Unidos va a llevar a un deterioro en la capacidad de pago de los clientes de esos préstamos subprime. Pero, más allá de ese deterioro, el impacto que eso iba a tener, cómo iba a repercutir esto en la distinta cadena de transformación de riesgo financiero, de riesgo de crédito hipotecario, mediante las distintas estructuras de titulizaciones, retitulizaciones, era absolutamente imposible de estimar. En esas circunstancias de incertidumbre, los inversores de corto plazo se retiraron de esos vehículos. ¿Qué ocurrió con las entidades financieras promotoras de esos vehículos? Que, por los compromisos de provisión de liquidez que tenían, tuvieron que inyectar recursos en esos vehículos, hasta ser prácticamente los propietarios exclusivos de los mismos. Los bancos se encuentran con que tienen una exposición a riesgo de crédito que no esperaban, que no tenían provisionada, que no la tenían incluida en el balance bancario y para la que no tenían capital. Eso es lo que explica los rescates de bancos internacionales que hemos visto en los últimos dos años, de unos tamaños realmente espectaculares, ya sea en términos de PIB o en función del tamaño de las entidades individuales rescatadas. En definitiva, el modelo de originar para distribuir, ese modelo presuntamente de futuro, se muestra como un modelo trágicamente inviable, un modelo donde la mayor rentabilidad era única y exclusivamente fruto de un arbitraje regulatorio espectacular. Si esos vehículos hubieran estado en el balance no hubieran sido rentables. En definitiva, aunque en mayo de 2007 este modelo era visto como el futuro, en septiembre de 2007 era obvio que este modelo era inviable.

El segundo elemento sobre la crisis internacional, sobre el que me gustaría reflexionar, es el relativo al papel jugado por el sistema financiero en la sombra. Otro de los problemas que se pone de manifiesto con la crisis, y que está conectado con el modelo de originar para distribuir, era que gran parte de la actividad financiera se realizaba por parte de agentes no sometidos a supervisión, o regulación y, por tanto, con escasos incentivos a hacer las cosas correctamente. Los SIVs de los que estaba hablando no estaban incluidos en la contabilidad de los bancos, y por tanto no estaban sometidos a regulación prudencial: no tenían requerimientos de capital o provisiones. Era un sistema financiero en la sombra, que estaba fuera del perímetro de la regulación. Tenemos otro caso que ejemplifica perfectamente los peligros del sistema financiero en la sombra: el riesgo subprime americano. El riesgo subprime americano se origina en originadores hipotecarios, que concedían el crédito e inmediatamente lo traspasaban a un banco que lo incluía en un vehículo (en un SIV) para venderlo, junto con otros créditos, a los inversores finales.

Estos originadores hipotecarios no estaban tampoco sometidos a regulación. Podían estar sometidos a algún tipo de regulación por algún municipio norteamericano o por algún estado norteamericano, pero no era una supervisión prudencial. Por tanto, no tenían ningún incentivo para una correcta selección del riesgo. ¿Qué incentivo tengo yo para seleccionar correctamente el riesgo de crédito, si inmediatamente lo voy a trasladar

a un inversor final? El único incentivo que tengo es el volumen de negocio, porque mi rentabilidad como originador hipotecario va a depender del volumen de crédito que genere, y, en caso de que el riesgo de crédito se manifieste y haya pérdidas, éstas no son soportadas por el originador hipotecario, sino por el inversor final.

El originador hipotecario, no sometido a regulación y supervisión en Estados Unidos, es un buen ejemplo de ese sistema financiero en la sombra. Esta es otra de las lecciones de la crisis: no podemos permitir que la generación de riesgo de crédito, que es tan relevante para los sistemas financieros, a nivel global, esté en manos de agentes que no están sometidos a regulación y supervisión, y que no tienen los incentivos adecuados para seleccionar correctamente dicho riesgo.

¿Por qué es tan relevante la discusión del sistema financiero en la sombra? Porque ahora estamos tomando medidas que refuerzan la regulación del sistema financiero regulado. Lo cual es positivo (para un supervisor siempre es positivo la regulación más estricta), pero además es, en cierta manera, inevitable, dadas las lecciones de la crisis. Pues bien, tenemos que ser extremadamente cautelosos con que esa mayor regulación, esa regulación más estricta sobre el sistema financiero regulado, no lleve a desplazar las actividad financiera fuera del perímetro de la regulación. Por tanto, el controlar ese sistema financiero en la sombra, el evitar que tenga un impacto sistémico sobre el resto del sistema financiero regulado, es crucial de cara al futuro, y es una lección que no debemos olvidar.

¿Cuál es la dirección futura, en términos de estructura del sistema financiero? He comentado ya que una de las lecciones es la regulación más estricta. Aunque no voy a entrar en detalle sobre esta cuestión, sí que es necesario destacar el endurecimiento de la regulación en un futuro: se ha utilizado el término tsunami regulatorio, como un indicativo de esa regulación más estricta, más detallada, más intensiva y más intrusiva del sistema financiero, que vamos a ver en el futuro. En cuanto al modelo de originar para distribuir, es evidente que el modelo de originar para distribuir era inviable: el que pensara que eso era el sistema financiero moderno se estaba equivocando, era el sistema financiero del siglo XIX. Por tanto, vamos a volver a un sistema financiero más próximo al sistema financiero tradicional. ¿Con innovación financiera? Sí, sin duda, la innovación financiera, si realmente contribuye a la creación de valor, es positiva y no debemos renunciar a ella.

Hay otro tipo de debate, más centrado en el mundo anglosajón (y en Estados Unidos en particular), sobre cuál tiene que ser la estructura del sector financiero en el futuro. En concreto, se discute si debería ponerse otra vez en vigor la Glass Steagall Act. La Glass Steagall Act es una normativa americana, que se puso en marcha a partir de la crisis del 29, y por la que se separó lo que es la banca comercial tradicional de la banca de inversión. Como resultado de las lecciones de aquella crisis se decidió separar a los bancos en dos tipos de instituciones: los bancos de inversión, que se dedican a mercados, y que no tienen financiación minorista (no tienen depositantes) y la banca comercial (con créditos y depósitos minoristas, como modelo fundamental). La Glass Steagall Act desapareció hace ya bastantes años, lo que llevó a que muchos bancos comerciales se transformaran, en Estados Unidos (porque en Europa nunca hubo esa distinción), en bancos universales (en bancos que tenían actividad tradicional y también actividad en mercados).

Pues bien, a partir de la crisis que se puso en marcha desde verano del 2007, y en la que ese modelo de banca de inversión, que era el gran protagonista también del modelo de originar para distribuir, mostró debilidades, se replantea de nuevo la cuestión: la quiebra de Lehman, el rescate de Bear Stearns, la absorción de Merrill Lynch, y la transformación de Goldman Sachs y Morgan Stanley en banca comercial, suponen la práctica desaparición de la banca de inversión. Esto lleva a muchos analistas a expresar sus dudas sobre si no sería conveniente volver a la separación entre banca de inversión y banca universal. Mi opinión, es que eso no es la solución al problema: en primer lugar, aunque en Estados Unidos no estaba en vigor la Glass Steagall Act, había bancos de inversión y esos bancos de inversión tuvieron que ser rescatados por las autoridades públicas. De hecho, el único que no fue rescatado, que fue Lehman Brothers, provocó la fase más brutal de la crisis desde el verano de 2008. Por tanto, incluso si hay un banco de inversión “puro”, si ese banco de inversión tiene un impacto sistémico sobre ciertos mercados, vas a tener que rescatarlo. Por tanto, la separación entre banca de inversión y banca comercial no hubiera ayudado a la resolución de la crisis.

Otro debate, más centrado en Europa, es si no deberíamos ir a un modelo de “narrow banking”, o banca estrecha, utilizando la traducción española. Esto es, tengamos bancos extremadamente sencillos, que sólo tienen posiciones con clientes y financiación vía depósitos, sin ninguna operación de mercado. Por tanto, se plantea que abandonemos el modelo de banca comercial, con cierta operativa universal, que es el modelo europeo. El modelo de banca estrecha, supone una renuncia absoluta a la innovación financiera y al papel que puede jugar la innovación financiera, en términos de apoyo al crecimiento económico a medio plazo. De nuevo, me parece que un modelo de banca estrecha, primero, supone renunciar a la eficiencia que en estos momentos tiene la banca comercial, incluso la del modelo tradicional de banca al por menor; y en segundo lugar, de nuevo pasa lo mismo que con la discusión de la Glass Steagall Act, quedan fuera de ese modelo de banca estrecha bancos, que pueden ser sistémicos, con posiciones importantes en mercados y que plantean riesgos sistémicos. Con lo cual, no se sabe qué se gana con ir a ese tipo de modelos.

En definitiva, ¿cuál es la recomendación respecto a la dirección futura del sistema financiero? Volver a lo básico, volver a una banca tradicional, sin que tradicional suponga ineficiencia o la renuncia a la innovación financiera, sana y positiva. O dicho de otra manera, la complejidad financiera, la innovación financiera que no aporta valor tiene límites. Cuando tenemos un sistema financiero, en el que se produce un impacto negativo, como pasó con el subprime americano, y no sabemos ni cuántas son las pérdidas ni dónde están localizadas a nivel global, tenemos un problema. No podemos tener un sistema financiero tan complejo que realmente sea imposible saber dónde están las pérdidas, en caso de un impacto negativo.

Por ir concluyendo ya mi intervención, ¿dónde situamos al sistema financiero español en la crisis financiera internacional? Desde luego no en el modelo de originar para distribuir: el sistema financiero español no se caracteriza por un modelo de originar para distribuir, es un sistema financiero tradicional. Pero ese modelo de originar para distribuir llevó a un desarrollo enorme de los mercados financieros internacionales, y las entidades financieras españolas sí que utilizaron esos mercados para financiar su expansión (de manera adecuada, eso sí, mediante instrumentos de medio y largo plazo). Por tanto, las entidades financieras españolas acudieron a los mercados internacionales de manera inteligente: no intentaron sobre explotar este acceso, mediante financiaciones

a corto plazo, sino que tomaron financiaciones a medio y largo plazo, que eran más caras pero más estables. Pero, en definitiva, se financiaron en el medio y largo plazo en esos mercados internacionales.

Si abstraemos del impacto de la crisis, que nos llevaría a otro tipo de discusión, y pensamos en dos ó tres años, ¿en qué posición estarán las entidades financieras españolas? Esa financiación en mercados internacionales, que antes de la crisis fue muy intensa y muy barata, de cara a futuro puede ser más escasa o no, pero seguro que va a ser más cara. Los mercados financieros han ido recuperándose desde el parón brutal que se produjo en el verano del 2007: se ha recuperado el mercado de cédulas hipotecarias, se han recuperado las emisiones de deuda a medio y largo plazo, se han recuperado las emisiones de deudas subordinadas y de participaciones preferentes, e incluso tenemos un nuevo mercado, el mercado de títulos avalados por el Estado, que también tiene una pujanza importante. Pero aunque los mercados están recuperando su actividad, hay que ser consciente de que el coste de financiación no va a volver a los niveles de antes de la crisis: el riesgo tiene un mayor precio en estos momentos para todos los segmentos del mercado y, por tanto, la financiación, siendo posible, va a ser más cara.

¿Cómo se puede construir la cuenta de resultados de cara al futuro? La cuenta de resultados, en el pasado, se construía con unos volúmenes de crecimiento del balance muy importantes, y unos márgenes interesantes, basados en parte en la financiación tan barata. De cara a futuro, a medio y largo plazo el volumen no va a ayudar: no vamos a ver los crecimientos de balance que hemos visto en la última década. Pero, por la parte de la financiación, tampoco va a ayudar, porque el precio del riesgo ha aumentado en los mercados financieros internacionales. En definitiva, la construcción de la cuenta de resultados será más complicada de cara al futuro.

¿Cuál es la conclusión? Que existe un cierto exceso de capacidad de cara al futuro y que hay que tener ese exceso de capacidad en cuenta no pensando en dos meses vista, en tres meses vista, sino pensando en dos, tres, cuatro, cinco años vista. Por eso el FROB se llama como se llama, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, porque hay un exceso de capacidad en el sistema, que va a afectar a los márgenes y que solo se podrá superar si logramos tener un sistema financiero más eficiente, con menores costes y con capacidad para financiarse también con primas de riesgo inferiores.

Me gustaría concluir aquí, y dejar tiempo a otros intervinientes. Muchas gracias.