



EL SISTEMA BANCARIO TRAS LA GRAN RECESIÓN

José Carlos Díez

Intermoney

1. Introducción

En el último ciclo de la economía española que comenzó en 1994 y finalizó en 2009, el sistema bancario español registró profundas transformaciones, al igual que lo hizo el resto de la economía. La entrada en el euro provocó fuertes perturbaciones tanto por el lado de la oferta como de la demanda de crédito que conviene analizar con sosiego y perspectiva. El sistema pasó de la mayor accesibilidad al crédito de la historia, durante la fase expansiva, a la mayor restricción crediticia desde la crisis bancaria de finales de los años setenta.

El objetivo de este artículo es analizar cuál es la situación actual del sistema bancario y cuáles serán los principales retos que tendrá que afrontar el sector en el futuro, pero es imposible hacerlo sin analizar lo que ha sucedido en la última década. La Gran Recesión finalizó en 2009 pero aún no hemos superado la crisis financiera que comenzó en 2007. En los próximos meses, después de escribir este artículo, se tendrá que acometer la reestructuración de Grecia y hay riesgo de que la economía mundial entre en una nueva recesión por lo que el largo plazo para el sector bancario es 2012. No obstante, hay vida después de 2012 y es necesario acertar en el diagnóstico y definir una estrategia, por muy incierto que sea el entorno. Como decía Séneca «ningún marino llega a puerto si no sabe dónde se dirige».

Para ello el artículo comenzará describiendo un periodo excepcional de la historia económica de España que comenzó como una Edad de Oro del crédito y acabó en la Gran Recesión. Se analizará especialmente la excesiva exposición del sistema

bancario al boom residencial y a la financiación en los mercados, las dos principales vulnerabilidades en la actualidad del sistema bancario y por su magnitud de la economía española. A continuación, se analizará el entorno actual en el que el sistema bancario tiene que desenvolverse, haciendo especial hincapié en la crisis de la deuda europea. La crisis griega que comenzó en 2010 ha provocado muchas tensiones de financiación del sistema bancario español y ha elevado significativamente sus costes de financiación. Posteriormente, se hará un intento de determinar el escenario más probable al que nos dirigimos y los escenarios de riesgos futuros que deben contemplarse en cualquier ejercicio de prospectiva. El ejercicio es condición necesario para detallar los retos estratégicos que deberá afrontar el sector bancario. Para terminar, a modo de conclusión, se extraerán las principales lecciones para el futuro.

2. De la Edad de Oro del crédito a la Gran Recesión

2.1 El sistema bancario y el boom inmobiliario

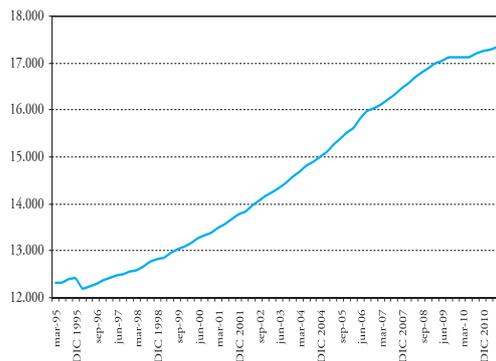
En el Gráfico 1 se puede observar como la exposición del sistema bancario al boom inmobiliario fue exponencial desde 1997 y acabó casi monopolizando la actividad del sector. El índice ladrillo se compone de los préstamos hipotecarios, a promotores y al sector de la construcción. Pasó de suponer un tercio de la cartera crediticia en 1997 a casi dos tercios en 2011. La mitad de la

Gráfico 1.
Exposición bancaria al boom inmobiliario



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Gráfico 2.
Número de hogares



Fuente: Banco de España.

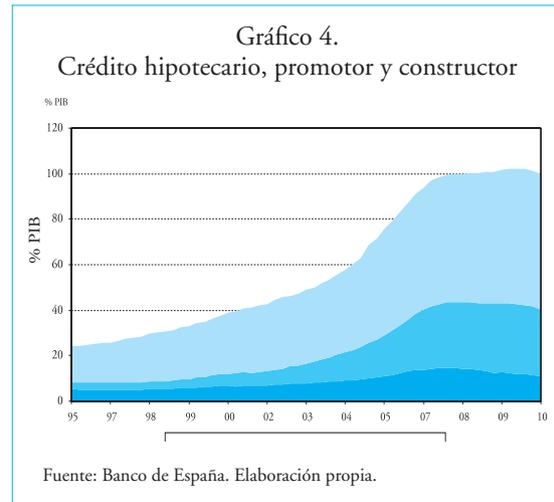
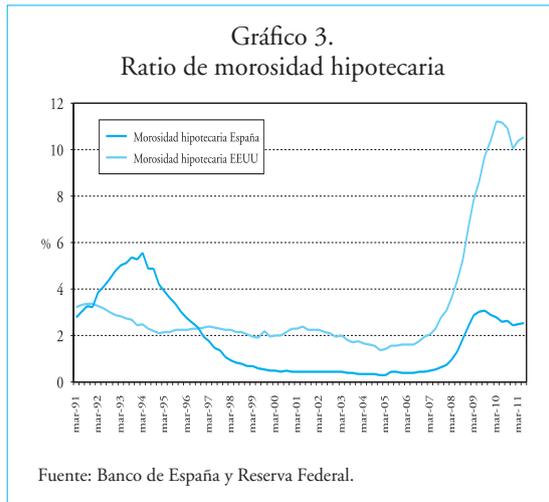
exposición es en hipotecas pero destaca el intenso crecimiento del préstamo a promotores. Esta elevada exposición del sector bancario al sector residencial ha sido la principal conexión entre la crisis financiera y la economía real y ayuda a explicar el frenazo en seco, la intensa destrucción de empleo y el fuerte aumento de la tasa de paro que registró la economía española desde 2007 a 2009.

Ahora es normal hablar de burbuja inmobiliaria y la sensación es que todo lo sucedido antes de 2007 se ha pinchado. Dentro de unos años se podrá ver con mayor claridad que hubo aspectos positivos en el boom de crédito. El principal fue el intenso aumento de la población, especialmente por la llegada de inmigración, que no elimina pero si minorra el problema de envejecimiento de

la población española. En 1993, algunos estudios anticipaban la insostenibilidad del sistema de pensiones público en 2010. Ahora los mismos autores, con los mismos modelos, prevén que la insostenibilidad será en 2025. La vivienda es un bien de primera necesidad y suele ser un cuello de botella para el desarrollo económico. En el Gráfico 2 se puede observar el espectacular crecimiento del número de hogares el cual no podría haber sido posible sin un periodo excepcional de accesibilidad al crédito hipotecario.

Desde que comenzó el boom inmobiliario los economistas y los organismos internacionales alertaron de los peligros derivados del exponencial crecimiento del endeudamiento familiar pero la realidad ha demostrado que el fenómeno tenía fundamentos de oferta y de demanda que justificaban el boom. En el Gráfico 3 se puede observar la tasa de morosidad en España en 2010 fue muy inferior a la de 1994 y muy inferior a la de EEUU en 2011. La diferencia con EEUU es principalmente por la diferencia en nuestra Ley hipotecaria y por los excesos cometidos en las hipotecas *subprime* al otro lado del Atlántico. En España las hipotecas se formalizan como un préstamo personal con una garantía hipotecaria adicional por lo que en caso de impago el prestatario responde con todo su patrimonio y renta personal si el embargo de la vivienda no es suficiente para cubrir la deuda. En EEUU el crédito no tiene garantía personal en la mayoría de las ocasiones y el desplome del precio de la vivienda ha llevado a que muchas familias renunciasen a la propiedad y se la entregaban a la entidad financiera, lo cual ha disparado la morosidad. No obstante, en EEUU hay estados que también tienen leyes hipotecarias similares a las españolas y la tasa de morosidad ha sido también mayor.

Seguramente hay componentes culturales que ayudan a explicar la menor morosidad y también la mayor tradición de vivienda en propiedad en España. No obstante, la variable determinante para explicar la baja morosidad ha sido en primer



lugar la pertenencia al euro y en segundo lugar tener las hipotecas mayoritariamente a tipo variable y a un tipo de interés de referencia europeo que ha caído a mínimos históricos desde 2008, reduciendo significativamente el esfuerzo familiar en porcentaje de su renta, variable determinante para explicar la morosidad. En diciembre 2010, el Banco de España obligó a un ejercicio de transparencia de las entidades que ofrecía resultados muy reveladores. La tasa de morosidad de hipotecas apenas ha superado el 3%, o sea casi el 97% de las familias hipotecadas están cumpliendo sus compromisos de pagos. Más de dos terceras partes de esa morosidad se concentran en hipotecas que se concedieron en origen con una deuda superior al 80% del valor de la tasación. Por lo tanto, las hipotecas que se concedieron siguiendo los principios tradicionales de prudencia por debajo del 80% del valor de la tasación apenas han tenido morosidad, a pesar de que la Gran Recesión ha provocado una destrucción del 10% del empleo y más de dos millones de personas han perdido su puesto de trabajo.

Sin embargo, los créditos más contaminantes han sido los concedidos al sector promotor. Estos créditos suman 400.000 millones de euros, si se incluyen los activos adjudicados, el equivalente al 40% del PIB. En el Gráfico 4 se puede observar

la evolución del índice ladrillo descompuesto por partidas y en porcentaje del PIB. El Gráfico refleja bien el aumento del endeudamiento de la economía española relacionado con el boom inmobiliario que ha pasado del 25% del PIB en 1995 al 100% en 2010. Destaca el aumento del crédito hipotecario pero, sobre todo, del crédito promotor que ha pasado de suponer el 5% del PIB en 1995 al 30% en 2010. A esta cifra hay que añadirle los activos adjudicados y los créditos ya considerados fallidos, lo cual aproxima la exposición al sector promotor al 40% del PIB.

El Banco de España, véase Informe de Estabilidad Financiera 2011, estimó que, a finales de 2010, casi la mitad de créditos al sector promotor son problemáticos, bien por qué ya son de dudoso cobro o bien por qué son susceptibles de serlo. El significativo aumento de renta de las familias españolas, la bajada de tipos de interés reales y el incremento de la población justifican un boom inmobiliario. Pero lo que no es justificable es la burbuja de suelo que se ha producido en España que pasará a la historia mundial de la exuberancia irracional junto con la de los tulipanes holandeses en el siglo XVII o la de las empresas punto.com en la última década del siglo pasado. La burbuja situó los precios del suelo en niveles insostenibles e incentivo la inversión en suelos muy alejados

de las proyecciones demográficas y de desarrollo urbano. Por lo tanto, las pérdidas en las inversiones en suelo serán históricamente muy elevadas. Buena parte de esos activos problemáticos corresponden a la financiación de suelo o viviendas situadas muy alejadas en la periferia de las grandes ciudades o en segundo cinturón de la costa. Por fortuna, las entidades partían de elevados niveles de solvencia para absorber pérdidas que fueron reforzados por la obligación del Banco de España de la provisión anticíclica que alcanzó casi 30.000 millones de euros y que servirá para absorber buena parte de las pérdidas del préstamo promotor.

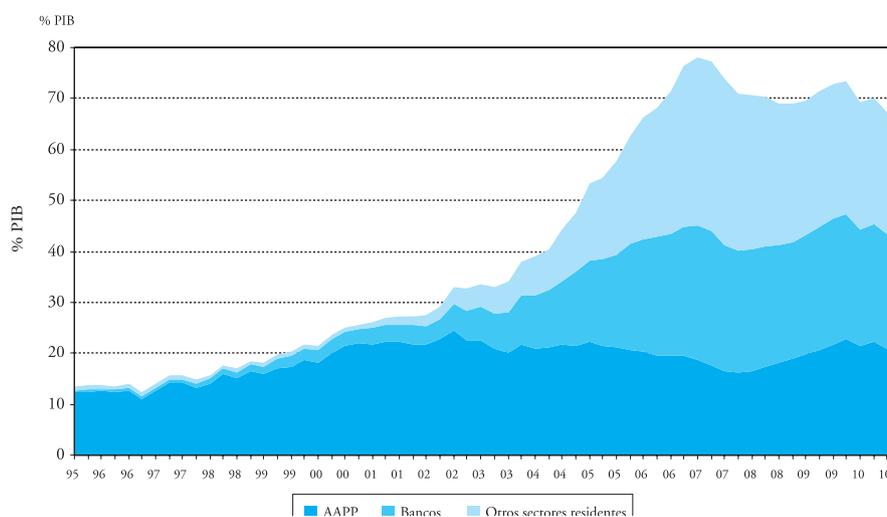
2.2 La dependencia de los mercados de capitales

Lo habitual es comparar esta crisis con la anterior y abrir el cajón para buscar el recetario de medidas para retornar a una senda de recuperación. Comparamos la caída del PIB y el aumento de la tasa de paro pero la realidad es que la economía española de 2011 es muy diferente a la de 1995. En el Gráfico 5 se puede observar el

principal cambio estructural de la economía española. En 1995 cuando algún agente de la economía española salía a buscar financiación exterior tenía que hacerlo con la mayor parte de su balance en pesetas y con una historia continua de devaluaciones. El inversor asumía riesgo de pérdida de valor del tipo de cambio y tenía un porcentaje de sus inversiones en activos españoles muy reducido por lo que nuestra economía estaba sometida a una estricta restricción financiera externa. En 1995 sólo el Estado conseguía endeudarse en el exterior y sus emisiones de bonos a largo plazo en los mercados de capitales eran equivalentes al 13% del PIB. En 2011 esta cantidad es del 70% y esta repartida en partes iguales entre Estado, grandes empresas y bancos que han canalizado el ahorro exterior a familias y pymes.

Este aumento de nuestra dependencia de financiación en los mercados de capitales es lo que nos hace tan vulnerables al contagio financiero y a la inestabilidad en los mercados. No hace falta que haya fuga de capitales y ventas de activos españoles, es suficiente con que los inversores dejen de refinar los vencimientos de nuestros bonos para que se intensifique la restricción de crédito y la

Gráfico 5. Bonos y obligaciones en manos de no residentes



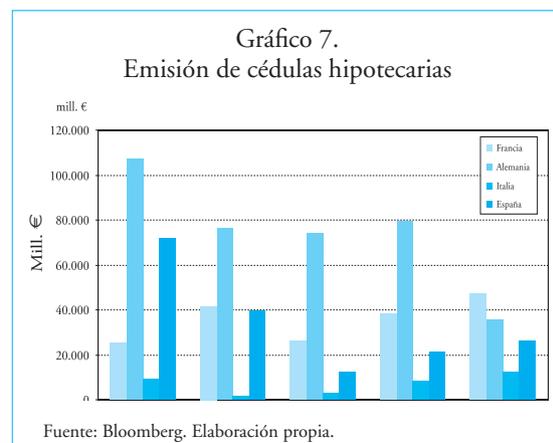
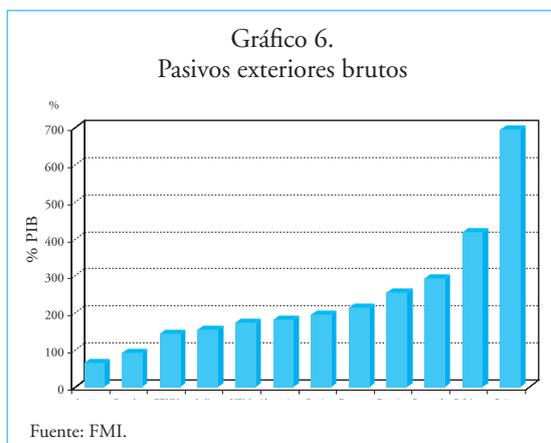
Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

economía real se resienta. No debemos olvidar que después de la peor recesión en décadas seguimos teniendo un déficit exterior del 4% del PIB. La percepción es que estamos padeciendo una crisis de la deuda pública y es muy importante recordar permanentemente que esto es una crisis de deuda y que en el caso español es principalmente privada.

Siendo conscientes de nuestra vulnerabilidad no conviene caer en la autoflagelación por la maldición de la deuda. En el Gráfico 6 se compara el total de pasivos exteriores, bonos más créditos sobre todo interbancarios, y nuestra situación no difiere mucho de la de Alemania, es inferior a la de Francia e infinitamente inferior a la irlandesa o la del Reino Unido. Lo que ha sucedido en España ha sido que al entrar en el euro la economía se liberó de la restricción financiera exterior y ha convergido con el resto de socios europeos en ratios de endeudamiento. El proceso es equivalente a recrecer una presa y ver como se llena de agua el embalse. El problema es que el embalse ha desbordado y en el próximo lustro ya no será posible aumentar significativamente el endeudamiento exterior.

La crisis financiera en 2007 afectó principalmente al mercado de titulaciones y cédulas hipotecarias que era el principal activo de financiación del sistema bancario español. En el Gráfico 7 se puede comprobar cómo pasamos de emitir 70.000 millones en 2007 a menos de 10.000

millones en 2008 y 25.000 en 2010. En 2007 el 80% de las cédulas y titulaciones eran compradas por inversores internacionales y este canal de financiación llegó a suponer el 75% de la financiación de nuestro déficit por cuenta corriente. El cierre de este mercado internacional fue la causa principal que activó la restricción de crédito y la profunda recesión que ha registrado la economía española, la peor en seis décadas. No obstante, la situación podría haber sido infinitamente peor ya que en 2008 la política fiscal anticíclica permitió que la deuda pública fuera el principal canal de financiación exterior de nuestro déficit por cuenta corriente. Nuestra pertenencia al euro y disponibilidad de financiación de nuestro sistema bancario en el Banco Central Europeo en los momentos de máxima tensión en los mercados tras la quiebra de Lehman Brothers también contribuyó a evitar un frenazo más brusco del registrado. De no haber tenido margen de maniobra de política fiscal y política monetaria, el cierre del mercado de cédulas habría supuesto un frenazo en seco similar a las de las crisis de países emergentes, véase Calvo. La economía española tendría que haber tenido un superávit por cuenta corriente en 2008 lo cual habría supuesto mayor ahorro, menor consumo y menor inversión. En este escenario nuestro PIB habría caído un 10% y nuestra tasa de paro sería del 25%.



En el Gráfico 8 se puede observar la evolución del diferencial de nuestras cédulas hipotecarias con respecto a la curva swap o Euribor y con respecto a las cédulas alemanas. Las entidades españolas han pasado de emitir cédulas a tipos prácticamente a la par contra la curva Euribor a pagar en 2011 diferenciales de 2.5 puntos porcentuales. El modelo de negocio hasta 2007 era dar hipotecas a Euribor más 0.5% y conseguir financiación en el mercado con la garantía de esas mismas hipotecas a Euribor, lo cual eliminaba los problemas de liquidez y garantizaba un margen para la entidad de 0.5%. El margen era reducido pero el fuerte crecimiento del crédito se encargaba de cumplir los objetivos de crecimiento de los beneficios. El problema es que las hipotecas tenían una duración media de veinticinco años y la duración media de las emisiones de cédulas era de diez años. Ahora las hipotecas siguen referenciadas al Euribor pero la entidad tiene que refinanciar los vencimientos a tipos superiores, cómo se observa en el Gráfico 8, lo cual ha provocado un fuerte deterioro de la rentabilidad del sistema bancario. Además, no hay capacidad de refinanciar el total de los vencimientos

lo cual genera problemas de liquidez, intensifica la restricción de crédito y ayuda a explicar la guerra de depósitos que tiene un impacto muy negativo sobre el margen y la rentabilidad de las entidades.

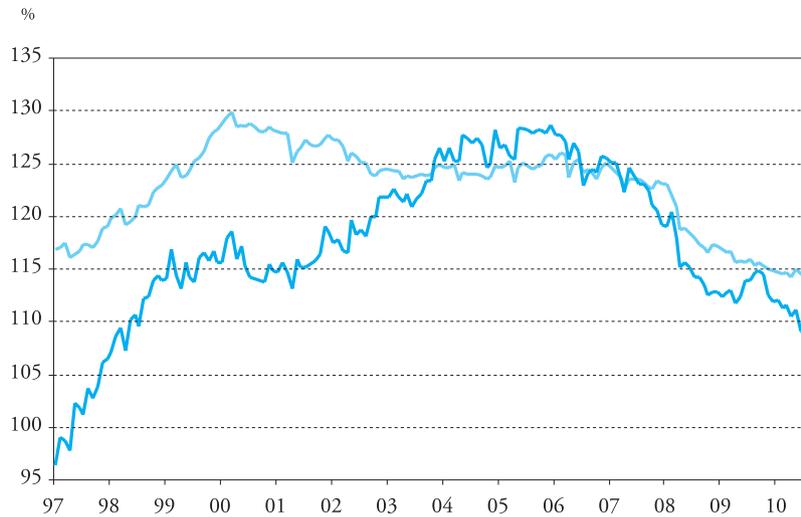
La reacción del sistema ha sido la lógica. En el Gráfico 9 se puede ver el comportamiento de la ratio crédito sobre depósito del sistema bancario español comparada con el del conjunto de la Eurozona. España partía antes del euro con un sistema de banca tradicional en el que el 100% de la cartera crediticia se financiaba con depósitos minoristas en la red de sucursales, por lo que la dependencia de los mercados de capitales era insignificante. La entrada en el euro y el acceso a sus mercados de financiación provocó un proceso de convergencia de nuestro sistema al del resto de países. Aunque la base de depósitos crecía, la cartera de crédito lo hacía en mayor proporción. La diferencia se financiaba en los mercados de capitales y la mayor parte con apelación al ahorro externo. El resultado del intenso proceso de inversión de las familias y empresas españolas fue financiado principalmente a través del sistema bancario que asumió el riesgo de refinanciación y de apelación al ahorro externo para conseguirlo.

Gráfico 8.
Diferencial Alemania-España cédulas hipotecarias



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Gráfico 9.
Ratio de crédito sobre depósitos



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Desde que comienza la crisis financiera en 2007, el sistema bancario europeo y especialmente el español han reducido significativamente su ratio de crédito sobre depósitos para reducir su dependencia de los mercados de capitales. ¿Cuál han sido los efectos? Restricción de crédito y guerra por el pasivo. Esta ha sido la principal causa de nuestra restricción de crédito, sin la cual es imposible explicar la profunda recesión y que ha llevado aparejada un record históricos en cierre de empresas y destrucción de empleo.

El estigma de las titulaciones y cédulas hipotecarias, también denominados tóxicos, ahuyentó a los inversores y se redujo significativamente su operatividad. Tras cuatro años de crisis la realidad es que el porcentaje de impago efectivo en las titulaciones estadounidenses ha sido del 9%, muy concentrado en préstamos *subprime*, en las titulaciones europeas la tasa de impago ha sido tan sólo del 1% y hasta la entrega de este artículo ninguna cédula hipotecaria europea ha incumplido sus compromisos de pago. Sin embargo el estigma llevó a provocar precios de estos activos que en el caso de las titulaciones

descontaban pérdidas esperadas del 80% y de las cédulas del 30%. Las normas contables obligaban a las entidades a contabilizar estos activos a precio de mercado, por lo que según caía el precio de las titulaciones, caía el de las acciones de los bancos en bolsa y sus necesidades de recapitalización. En marzo de 2009, el Congreso de EEUU cambió las normas contables y permitió a las entidades valorarlos a vencimientos y sólo declarar como pérdida el impago efectivo, igual que se hace en una cartera de crédito convencional. No es casual que el día en el que el Congreso aprobó este cambio contable coincidiese con el suelo de las bolsas, con el final de la deflación de activos y con el principio del fin de la Gran Recesión.

Sin embargo, normalmente no se tiene en cuenta que el problema de España era de vulnerabilidad financiera y no de potencial de crecimiento y la percepción es que todo lo sucedido en el último ciclo de la economía española ha sido una burbuja. Estas dudas no se sostienen si se analiza los fundamentales pero son las que explican nuestro diferencial de tipos de interés y nuestras primas de riesgo. Para empezar, el 40%

de esas deudas con el exterior pertenecen a dos bancos: Santander y BBVA y, en buena medida, son un problema contable. Para no perder el sentido de la magnitud la deuda pública sólo explica el 25% de nuestros pasivos exteriores, el mismo porcentaje que los pasivos del banco de Santander. Si la filial Santander UK presta dinero a su matriz en Madrid se contabiliza como un pasivo de la economía española, lo cual es una convención contable pero es absurdo que acabe afectando a nuestra prima de riesgo. La mayor parte de ese aumento de endeudamiento externo pertenece al proceso de internacionalización de nuestras grandes empresas y la mayoría son historias de éxito y sus inversiones en el exterior valen mucho más que la deuda asumida. Por lo tanto, el riesgo de impago o de quita es mínimo y los actuales diferenciales de tipos de interés que paga España SA no están justificados por los fundamentales económicos.

En 2015, España seguirá teniendo una deuda pública sobre PIB próximo al 75%, 10 puntos inferior a Alemania y al promedio de la Eurozona, según las proyecciones de los organismos internacionales. Por lo tanto, la solvencia del Estado tampoco debería estar en cuestión y los diferenciales de tipos no están justificados. El temor principal es que la excesiva exposición de nuestro sistema bancario doméstico a la burbuja inmobiliaria obligue al Estado a socializar deuda y eso ponga en cuestión la solvencia del país. Pero este temor tampoco se sustenta por los fundamentales. En el peor escenario se habla de 40.000 millones adicionales de capital al sistema bancario de los 20.000 que ya anunció el Gobierno. Esto supondría un 4% del PIB adicional de deuda pública, por lo tanto sigue sin poner en cuestión su sostenibilidad a largo plazo. En el Gráfico 7 se puede observar cómo España sigue siendo el país de la Eurozona con menor coste de socialización de deuda, a años luz de Alemania que está a punto de superar a Japón en la crisis de los noventa.

La otra paranoia es que la elevada tasa de paro llevará a España a una década de crecimiento pérdida a la japonesa. España ya ha tenido tasas de paro tan elevadas en 1984 y en 1994 y no ha impedido continuar su proceso de convergencia en renta por habitante. Entre 1975 y 1983 España sufrió una crisis de una magnitud similar o incluso mayor que la actual. La tasa de paro aumento durante diez años, pasó del 5% al 22%, el 20% de los ocupados trabajaba en la agricultura, hubo que reestructurar toda la industria pesada y la minería, alcanzamos el 25% de morosidad, quebró la mitad del sistema bancario, nos gastamos el 6% del PIB en sanarlo, la victoria socialista en 1982 provocó una fuga de capitales, en el momento más crítico de la crisis financiera sólo teníamos reservas de divisas para aguantar dos semanas y salimos. Alguien que haya estudiado en profundidad la historia de España de las últimas décadas no debería tener ninguna duda de que la sociedad española volverá a resolver la actual encrucijada con éxito. El problema es que los inversores internacionales desconocen nuestra historia y es clave que los españoles confiemos en nuestras posibilidades para poder convencerles. Si nosotros mismos tenemos dudas no podemos exigirles a ellos que nos sigan financiando.

El único escenario factible de insostenibilidad de nuestra deuda externa sería una ruptura del euro. Si eso sucede el marco alemán volvería a ser la moneda refugio y la peseta sufriría una intensa depreciación. Si España vuelve a la peseta y mantiene sus contratos en euros el stock de deuda externa en términos de PIB aumentarían en la misma proporción a la devaluación de la divisa, entraríamos en escenarios de insostenibilidad y no podríamos pagar el 100% de nuestros compromisos. Lo habitual en estas situaciones es que el país redenomine su deuda externa a la nueva divisa por lo que propietarios de los bonos perderían el porcentaje de la devaluación al convertir el dinero en marcos alemanes. Por esta razón, nuestra posición en el Consejo europeo tiene que ser de

defensa del euro y que no se plantee la posible salida de Grecia. Una salida de un país miembro supondría una amputación del proyecto europeo, una grave crisis institucional y abriría escenarios de profecías autorrealizables típicas de los mercados financieros del tipo ¿quién será el próximo? Esta dinámica sería nefasta para España. Los Tratados sólo permiten la salida voluntaria del país y de momento en Grecia los dos principales partidos niegan esta posibilidad. No obstante, la obsesión histórica de los anglosajones por el fracaso del euro y las dudas de los alemanes sobre el futuro de la moneda común ayudan a que el temor de los inversores a una posible ruptura del euro continúe y es necesaria una respuesta política creíble y contundente de los países europeos para acabar con esta incertidumbre. Por esta razón, hasta que Europa no resuelva la crisis griega no será posible acabar con la crisis financiera y la economía española seguirá sometida a restricción de crédito, su principal limitación para crecer, crear empleo y reducir la tasa de paro.

3. La crisis griega y el efecto contagio

La economía española en estos momentos se encuentra sometida de nuevo a restricción de financiación exterior, como sucedía antes de nuestra incorporación al euro. La situación ahora es más compleja ya que, derivado de nuestro aumento del endeudamiento, tenemos que afrontar cuantiosos vencimientos de deuda en los próximos años y la mayor parte de estos vencimientos corresponden al sistema bancario. En 2012, la banca española tendrá que afrontar 135.000 millones de vencimientos de bonos a largo plazo de los que el 40% corresponden a Santander y BBVA. Nuestra capacidad para refinanciar estos vencimientos y el coste al que lo hagamos serán los principales determinantes de la evolución de la economía española en 2012.

Tras la grave recesión de 2008, en el verano de 2009 comenzó una fase de recuperación en España con un patrón similar al de 1993. Las exportaciones volvieron a liderar la salida, contagiando a la inversión en equipo de empresas ligadas a sectores exportadores y luego el consumo. La recuperación se anticipó un año a las previsiones del consenso de los economistas y sorprendió por su intensidad, especialmente de nuestras exportaciones. La principal diferencia de patrón era en el empleo. La intensidad del ajuste residencial ha sido mayor en esta crisis que en 1992 y la destrucción de empleo en la construcción más prolongada. Otra diferencia era la restricción de crédito. Aún así a principios de 2010 comenzaba a producirse una reducción de los diferenciales de tipos de interés que aplicaba la banca a los créditos y condiciones menos estrictas, por lo que también se veía la luz al final del túnel de la crisis de crédito.

No obstante, la crisis griega hizo que esta luz al final del túnel fuera un nuevo tren que venía a arrollarnos. Entre abril y julio de 2010, los inversores internacionales sacaron de España 36.000 millones de euros que tenían invertidos en bonos o acciones cotizadas, el equivalente al 3,5% del PIB. En noviembre y diciembre volvieron a asustarse y sacaron 19.000, casi el 2% del PIB. En mayo de 2011, de nuevo la obsesión alemana por precipitar procesos en la reestructuración de la deuda griega involucrando a los inversores privados pero sin mostrar ningún plan e improvisando cada semana una nueva opción, ha vuelto a abrir la caja de Pandora de la desconfianza. De momento, entre mayo y julio salieron 35.000 millones, el 3,5% del PIB y cuando se publiquen los datos de agosto septiembre y octubre la cantidad será muy superior. Para no perder el sentido de la magnitud en septiembre y octubre de 1992, durante la crisis del Sistema Monetario Europeo, los inversores internacionales sacaron de España 2.000 millones de euros, el equivalente al 0,5% del PIB de la época. El relato de aquella época es

épico pero viéndola con perspectiva y comparada con la actual fue un juego de niños.

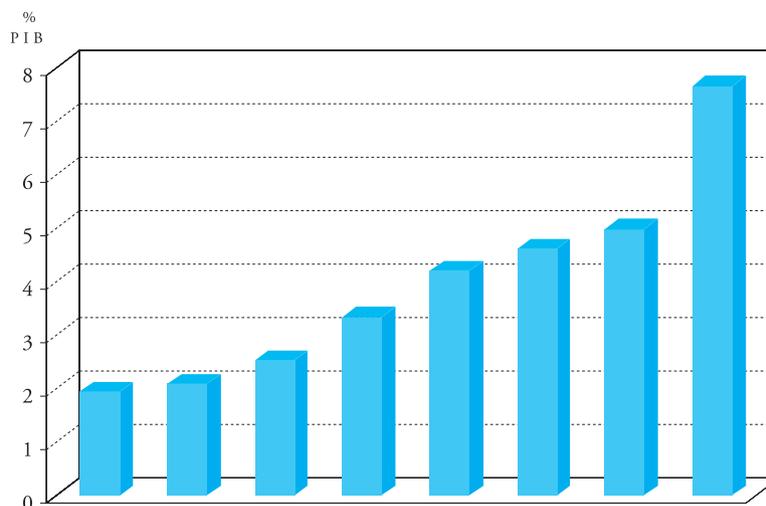
Tan sólo nuestra pertenencia al euro y la posibilidad de acceso ilimitado de nuestro sistema bancario a la liquidez del BCE ha impedido que España tuviera un frenazo brusco y una crisis de pagos convencional que habría supuesto entrar de nuevo en recesión y más desempleo. La visión romántica es que la devaluación nos habría sacado antes de la crisis, lo cual es cierto cuando el país no está altamente endeudado con el exterior como es el caso español. Cuando un inversor percibe el riesgo de devaluación se protege exigiendo mayores tipos de interés que fuera del euro podrían haber llegado a tasas del 10%. Si el Euribor a un año se hubiera aproximado al 10% la tasa de morosidad hipotecaria habría superado también el 10%, triplicando la actual, y la crisis bancaria habría sido más intensa aún que la de los años setenta.

Fuera del euro, España tendría que haber cerrado su déficit exterior bruscamente, como sucedió en 1992, pero en aquella ocasión el déficit por cuenta corriente era del 3% del PIB y en 2007 era del 10% del PIB. Una reducción del déficit

exterior sólo es posible disminuyendo aún más la inversión o aumentando el ahorro, en detrimento del consumo y habría supuesto otra recesión. El problema es que España tiene el mismo problema de dependencia de financiación exterior que EEUU, Reino Unido y otros grandes países. En un mundo con extrema restricción financiera en el que seguimos inmersos desde 2007, el crédito se ha convertido en un bien escaso y por eso aumenta su precio en forma de mayor diferencial de tipos de interés. Todos los países que se endeudaron en la Edad Dorada del crédito ahora tendrán que desapalancarse y sólo hay dos opciones: hacerlo ordenadamente a la estadounidense o hacerlo de manera caótica a la griega. Reducir el stock de deuda es cómo dar pedales en la bicicleta estática, el esfuerzo es equivalente al de una bicicleta normal pero tras el esfuerzo no has avanzado nada. España tendrá que destinar parte de su PIB anual para amortizar deudas futuras lo cual limitará su potencial de crecimiento durante unos años.

El origen del caos en los mercados de deuda pública europea comenzó con la crisis griega y no habrá orden hasta que se resuelva. En el

Gráfico 10.
Intereses de la deuda pública



Fuente: FMI. Elaboración propia.

Gráfico 10 se puede ver cómo el FMI espera que Grecia pague en 2012 el 8% de su PIB en pago de intereses lo cual es equivalente al 40% de sus ingresos fiscales. Claramente Grecia ha cruzado el umbral de la sostenibilidad y es necesario acometer una reestructuración de su deuda. Es necesario rebajar el pago de intereses hasta el 3-4% del PIB y por lo tanto habrá que alargar los vencimientos de la deuda, dar cadencia de pagos en los primeros años, rebajar los tipos de interés y reducir el montante de la deuda total para conseguirlo. El Plan Brady de 1987 para América Latina es un buen ejemplo de cómo actuar, véase Sachs (1984). Tras la reestructuración Grecia tiene que salir de la recesión. Al reducir el pago de intereses el país podrá parara los recortes de gasto pero su demanda interna seguirá débil por lo que necesita apoyar su crecimiento en la demanda exterior.

Es fundamental que Grecia permanezca en el Euro. En el Gráfico 6 se puede comprobar que Grecia tiene una deuda externa bruta próxima al 20% de su PIB. Si el país decide salirse del euro e introducir de nuevo el Dragma los pasivos exteriores aumentaría en el mismo porcentaje que la devaluación de su divisa y el caso se parecería al de Argentina en 2001. Argentina antes de romper su convertibilidad con el dólar tenía un 50% de deuda pública sobre el PIB, tras una devaluación del 75% pasó al 160% y la quita de deuda posterior fue del 80%. Grecia ya tiene el 160% de deuda pública por lo que la quita se aproximaría al 100%. Los tratados sólo contemplan que sea el propio país el que solicite la salida y, de momento, tanto el Gobierno como la oposición helena no contemplan tal escenario. No obstante, conviene agilizar la reestructuración ya que la situación social y política de Grecia es insostenible y cómo sucedió en Argentina puede derivar en gobiernos populistas que vean la salida del euro como una forma de recuperar la soberanía. La hoja de ruta aprobada en la Cumbre Europea extraordinaria el 21 de julio de 2011 es buen plan pero clara-

mente insuficiente. Hay que ampliar la deuda en reestructuración, incluyendo la deuda privada no bancaria y la deuda con los socios europeos y con el FMI. Los préstamos del FMI y de los socios tienen preferencia sobre el resto de deudas y no tendrían quita pero hay que alargar los plazos de la misma y aliviar el pago de intereses a corto plazo.

En el resto de deudas en manos privadas hay que ampliar el porcentaje de quita pactado en la Cumbre europea del 21% al 50%-60%, para conseguir reducir el pago de intereses al 3-4% del PIB anualmente. Grecia además de un problema de insostenibilidad de deuda tiene un problema de competitividad. Desde su entrada en el euro Grecia ha mantenido un diferencial de inflación y una apreciación del tipo de cambio real contra sus socios de la Eurozona. No puede devaluar y no es realista pensar en una devaluación interna contra un área monetaria que tiene como objetivo el 2% de inflación, por lo tanto el único camino es incrementar la productividad y mejorar así sus costes laborales unitarios. La Troika que dirige el plan de ayuda se enfoca en las reformas estructurales a largo plazo que sin duda el país tiene que acometer, pero cómo sentencio Keynes «a largo plazo todos muertos». La productividad por hora trabajada un tercio inferior al del promedio de la Eurozona y tras la gran contracción que padece la economía helena su tasa de inversión agregada está próxima al 10% del PIB, la mitad que el promedio de la Eurozona. Con esta tasa de inversión no es posible que Grecia pueda cerrar su diferencial de productividad con la Eurozona y la reestructuración será inútil ya que el país no conseguirá el crecimiento suficiente para retornar a la senda de estabilidad. Como dijo Carlos Salinas de Gortari, presidente de México en 1987 cuando su país estaba en suspensión de pagos desde 1982, «si no crecemos, no pagamos». Al reducir el pago de intereses el país podrá para sus planes de recorte del gasto público, lo cual acabará con la recesión. La hoja de ruta europea contempla un Plan Marshall pero sin concretar

nada. Hay que concentrar parte del presupuesto de fondos de cohesión y Feder de 2012 y 2013 en Grecia el año próximo para apoyar la recuperación económica y el aumento de la productividad. Por último, aunque no por ello menos importante, los nuevos bonos reestructurados tendrán que tener el respaldo de un eurobono, al igual que sucedió en 1987 con los bonos Brady que tenían el respaldo del Tesoro De EEUU. Si se hace todo esto en seis meses o un año Grecia volverá a emitir bonos y los inversores los comprarán por la elevada rentabilidad y la garantía del eurobono. Como decía un célebre banquero central de América Latina «conviene no olvidar nunca que la codicia de los inversores es mayor que su memoria». La historia nos demuestra que hay vida después de una reestructuración de deuda pero es clave hacerla bien, dentro del Euro y con apoyo financiero.

La pésima gestión de la crisis griega ha provocado un efecto contagio a otros países de la Eurozona como se puede comprobar en el Gráfico 11. Los más afectados han sido Portugal y Grecia, en segundo lugar Italia, Bélgica y España pero tras el nuevo episodio de inestabilidad financiera del verano de 2011 Francia también ha visto repuntar su diferencial contra Alemania. En el Gráfico 10 se puede observar cómo Grecia es un caso particular ya que el resto de países aún está muy lejos de la línea roja de inestabilidad de deuda por lo tanto los diferenciales no están justificados por los fundamentales. Tan sólo una hipotética ruptura del euro y la posterior redenominación de las deudas externas de estos países a sus antiguas monedas justifican el diferencial por el riesgo cambiario que asumen los inversores y las posibles reestructuraciones de deuda asociadas a los procesos de cambio de moneda. Por lo tanto, de nuevo nos encontramos ante un problema que debe resolverse a nivel europeo y con políticas de coordinación entre todos los países miembros.

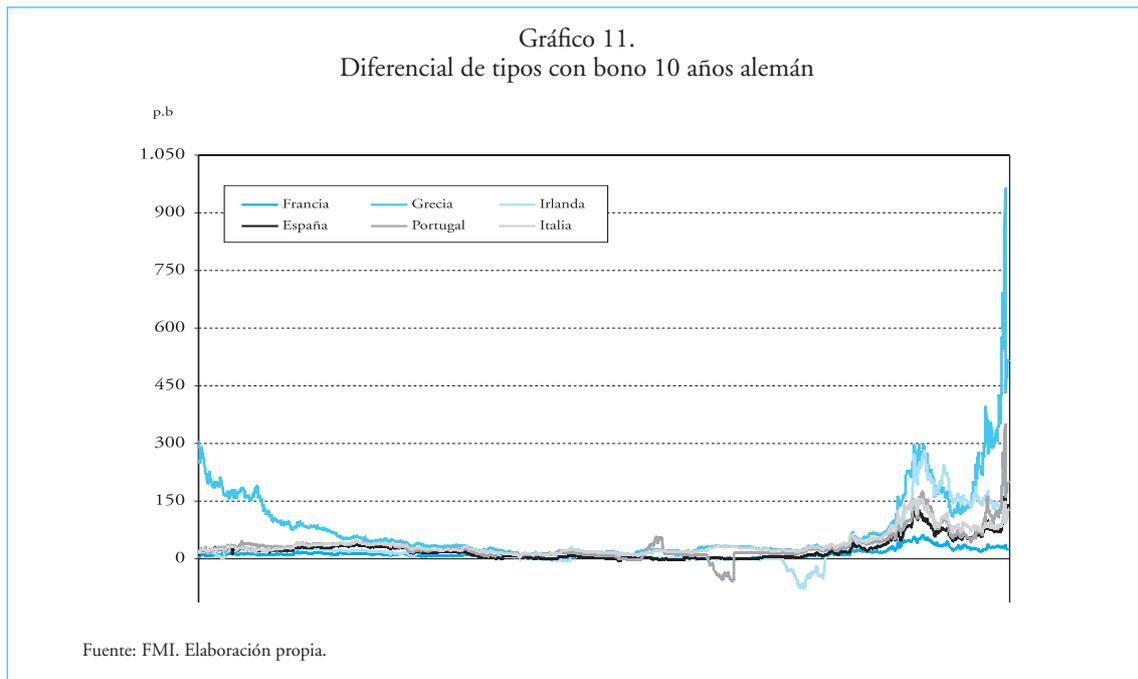
Los países asediados debemos seguir corrigiendo nuestros desequilibrios principalmente

de balanza de pagos, de déficit público y de saneamiento del sistema bancario. El único límite, especialmente en el caso de los grandes países de la Eurozona como España, Italia o Francia es evitar la recesión. Si la economía entra en recesión, los inversores dudarán aún más de la capacidad de pago y los procesos de consolidación fiscal acabarán teniendo efectos contrarios a los deseados. El resto de países, especialmente Alemania debe también corregir su superávit crónico por cuenta corriente y además junto con Francia son los mayores tenedores de deuda de estos países, por lo que la cooperación en la resolución de la crisis de la deuda no es un problema de solidaridad como ha estado planteando el Gobierno alemán a sus ciudadanos, es un problema de interés propio y cuánto más tiempo se dilate la solución mayor será el agujero para el contribuyente alemán. Tras la ruptura de Bretton Woods se produjo una crisis del dólar. En esos momentos un periodista preguntó al Secretario del Tesoro de EEUU si estaba preocupado por una posible crisis del dólar y respondió «no, la deuda es nuestra pero el problema es de ellos que han comprado los bonos».

4. El sector bancario contra los elementos

Las condiciones del entorno macroeconómico y de los componentes institucionales hacen que los retos del sistema bancario español sean equivalentes a la Odisea de Ulises. Es evidente que las condiciones del entorno internacional condicionaron la evolución de nuestro boom residencial y el aterrizaje brusco de 2007. Pero también es evidente que ahora estamos pagando los excesos y los errores de estrategia. El principal problema del sector es que ha concentrado la mayor parte de su negocio en el sector residencial. Aunque en 2009 vimos una recuperación de la demanda de viviendas, la crisis griega y el contagio

Gráfico 11.
Diferencial de tipos con bono 10 años alemán



a la economía española acentuó la restricción de crédito y frenó en seco dicha recuperación y las transacciones han retornado a mínimos. En 2011 las iniciaciones de viviendas han caído un 80% con respecto a los máximos de 2007, especialmente en vivienda libre con 60.000 iniciaciones su mínimo histórico desde que comienza la serie estadística en 1980. Este frenazo brusco de las iniciaciones ha permitido que a pesar de la caída de las ventas de viviendas nuevas sean superiores a las iniciaciones, por lo que el stock de viviendas sin vender se ha estabilizado pero también en máximos históricos. En este escenario la recuperación de las ventas de viviendas y un nuevo ciclo de construcción tardará en producirse por lo que las entidades financieras tendrán que encontrar nuevos segmentos de demanda de crédito y servicios bancarios que compensen su elevada dependencia del ladrillo. Véase Carbó (2011) para un análisis más detallado.

Las malas perspectivas para el sector residencial, especialmente en 2012, complican la recuperación de la morosidad y las viviendas adjudicadas. Esto genera un problema de rentabilidad por mayor dotación de provisiones, de

liquidez al tener que financiar un activo que no genera flujo de intereses y en último término de solvencia al asumir mayor pérdida esperada de la prevista. No obstante, la morosidad hipotecaria es mínima y no es el principal problema que deberán gestionar las entidades. El mayor problema está en los préstamos a promotores y especialmente en la financiación de suelo. Según los geógrafos se ha liberado suelo en España para las necesidades demográficas de las dos próximas décadas. Esto justifica que con un exceso de viviendas sin vender y sin apenas demanda de suelo finalista su precio de mercado haya caído un 80% sobre los máximos de 2006. Pero para el suelo no finalista, sin licencia para urbanizar, simplemente no hay demanda por lo que el precio de mercado actual es cero. Como decía Antonio Machado «sólo un necio confunde valor con precio». En España volverá a haber un ciclo expansivo residencial y los suelos volverán a tener valor pero, hasta entonces, suponen una pérdida de rentabilidad para las entidades, un problema de liquidez en una situación de dificultad a la financiación exterior en los mercados de capitales y un problema de solvencia, al tener

que asumir activos adjudicados de préstamos en mora de promotores con fuertes minusvalías con respecto a la deuda pendiente y sin capacidad de garantía personal solvente.

La financiación a promotor fue el principal error estratégico del sistema bancario durante el boom y ahora es su principal problema. Las entidades que han sido intervenidas por el FROB son las que mayor porcentaje de su cartera concentraron en el ladrillo, con elevada proporción de préstamos al promotor, alta morosidad de la cartera y la mayor parte de los activos adjudicados eran suelo, especialmente no finalista, cómo quedó en evidencia en el ejercicio de transparencia obligado por el banco de España con datos de diciembre de 2010. No obstante, el resto de entidades partían de elevados niveles de solvencia, se vieron obligadas a retener beneficios durante el boom por las provisiones genéricas y han hecho un gran esfuerzo de provisiones específicas para cubrir las pérdidas derivadas de la morosidad. En total han acumulado 105.000 millones de euros de provisiones, lo cual supone un 50% de los recursos propios que tenía el sistema en 2007. El Banco de España estima que los activos problemáticos relacionados con el sector promotor suman unos 180.000 millones y según el ejercicio de transparencia que obligó a las entidades con datos de cierre contable de diciembre de 2010 las entidades han provisiones el 35% de la pérdida. Esto significa que si en el proceso de recuperación el precio conjunto de la cartera es un 35% inferior al de la deuda existente, no tendría impacto sobre la cuenta de resultados y el capital de las entidades ya que ya fue provisionado y asumidas las pérdidas en ejercicios anteriores.

La provisión genérica se diseñó para proteger del sobreendeudamiento de las familias y su posible impacto en la morosidad. Los que estimaron los modelos se equivocaron ya que la morosidad hipotecaria ha sido tan sólo del 3%, muy inferior a la de 1994, pero al final fue un gran acierto exigirla ya que ha sido un balón de oxígeno que

ha permitido al sector compensar sus excesos en el préstamos promotor. El pasado no se puede cambiar por lo que hay que vivir en el presente y mirando al futuro. La clave en estos momentos es gestionar la cartera inmobiliaria de las entidades con el fin de hacerla líquida cuanto antes y minimizar la pérdida y sobre todo buscar nuevas fuentes de negocio que sustituyan a las hipotecas y los préstamos a promotores y constructores.

No obstante, la realidad es que, tras cuatro años de la peor crisis económica, financiera y residencial desde los años cincuenta, el 75% de nuestro sistema bancario no ha necesitado ayudas públicas, algo que muy pocos países de la OCDE pueden decir. La clave fue que el Banco de España prohibió la banca de activos fuera de balance, lo que se ha denominado el sistema bancario en la sombra, que es donde mayores pérdidas y problemas de liquidez se han producido en el sistema bancario mundial. La otra clave es la exitosa diversificación internacional de nuestras dos grandes entidades que explican el 50% del balance de nuestro sistema bancario. Además, a pesar del estigma, la mitad del sistema de cajas de ahorro y la mayor parte del de las cooperativas de crédito tampoco han necesitado ayudas públicas ya que no cometieron los excesos de las entidades intervenidas, especialmente en la concentración de riesgo con el sector promotor y en la dependencia de los mercados de capitales.

Por lo tanto, conviene no generalizar o no será posible acertar en la estrategia. Las entidades que ya han sido intervenidas por el FROB son un caso particular que suponen el 10% de nuestro sistema y necesitarán un tratamiento similar al que realizó el Fondo de Garantía de Depósitos en la crisis de los ochenta. El resto de entidades que pidieron apoyo del FROB en 2010 y que suponen un 15% adicional del sistema tendrán la supervisión proactiva del Banco de España para garantizar que se acierta en la estrategia y se genera el margen operativo suficiente para hacer

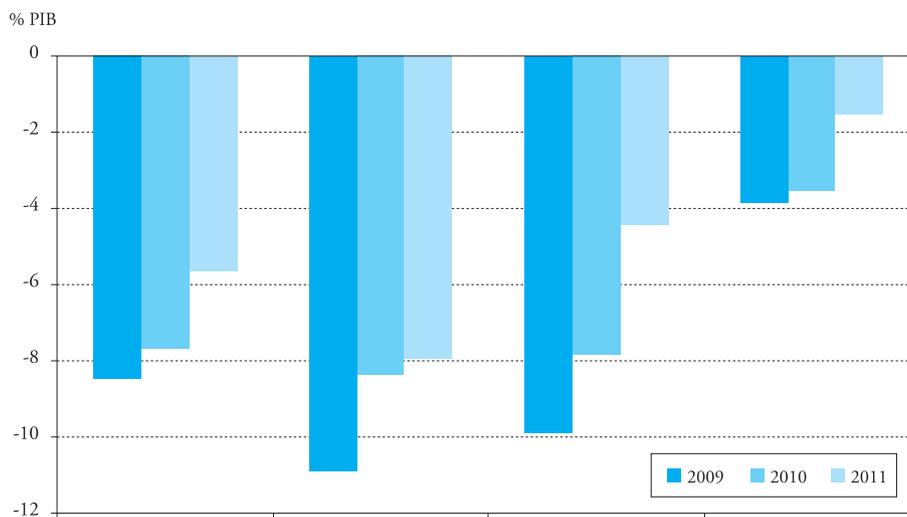
frente a las ayudas públicas en 2015. Santander y BBVA tienen una estrategia global y más facilidad para diversificar sus fuentes de negocio y financiación. El 25% restante tiene una situación de vulnerabilidad tras una crisis tan profunda y prolongada, agravada ahora con la crisis de la deuda europea y sus efectos colaterales sobre la financiación de nuestras entidades en cantidad y en costes financieros.

El entorno para 2012 será aún muy complicado por lo que la estrategia es de supervivencia. No obstante, hay que definir la estrategia con mayor horizonte temporal y encontrar el nicho competitivo entidad por entidad en función de su red, de su nivel de capital y sobre todo de su situación de liquidez. La crisis de 1992 también impactó con fuerza en el sistema bancario pero la cartera de crédito estaban financiada con depósitos minoristas y las entidades eran inmunes a las tensiones en los mercados de capitales. Ahora, el sistema tiene unos 150.000 millones de créditos más que de depósitos minoristas y su capacidad para refinanciar sus vencimientos en los mercados será determinante para definir su estrategia en

los próximos años y su capacidad para atender la demanda de crédito, lo cual determinará la capacidad de crecimiento y de creación de empleo de la economía española.

Por lo tanto, la capacidad de los líderes de la Eurozona para resolver la crisis de Grecia, frenar el contagio al resto de países de la Eurozona incluida Francia, recapitalizar el sistema bancario y estabilizar los mercados financieros determinará la estrategia bancaria de nuestras entidades el próximo año. Si la tensión continúa y se mantiene la dificultad para acceder a los mercados y refinanciar los vencimientos de bonos que en 2012 ascienden a 135.000 millones, el 13% del PIB, la única estrategia es restringir la concesión de crédito y remunerar los depósitos a elevado tipo de interés para incentivar el ahorro. Todas las entidades se enfrentan al mismo problema por lo que el resultado será mayor restricción de crédito en el conjunto de la economía y menor consumo e inversión. Por lo tanto, en estos momentos, la crisis de la deuda europea es la principal amenaza de recesión para la economía española. Las entidades europeas también tienen muchas dificultades de acceso

Gráfico 12.
Déficit público primario



Fuente: FMI. Elaboración propia.

a la financiación en los mercados de capitales y para refinanciar sus vencimientos, por lo tanto el riesgo de recaída en la recesión en Europa también es elevado. Si las economías entran en recesión, los inversores aumentan su aversión al riesgo y también sus dudas sobre la capacidad de pago y la sostenibilidad de la deuda como sucedió en 2008. Por lo tanto, no sólo es clave resolver la crisis de Grecia sino hacerlo con la mayor urgencia posible.

En este escenario tan complejo la única variable que permite a las entidades aliviar los efectos de la debilidad del crecimiento y de la demanda de crédito y de los elevados costes de financiación que limitan la capacidad de generar margen financiero es ampliar y acelerar los planes de reestructuración para reducir costes y mejorar eficiencia. La otra medida es intentar reforzar la base de capital para favorecer que los bonistas pierdan el miedo sobre la solvencia y la capacidad para recuperar capital. Las posibilidades para captar capital privado en los mercados de capitales son muy limitadas y a un coste elevadísimo por lo que la estrategia más razonable es limitar el pago de dividendo y recapitalizar las entidades con reservas y beneficios no distribuidos.

Cuando finalice la crisis de la deuda y se normalice el acceso a los mercados, entonces las políticas de saneamiento de balances y mejora de eficiencia darán sus frutos y el sistema bancario español recuperará unos niveles de rentabilidad y solvencia adecuados. No obstante, nada volverá a ser igual tras esta crisis y la banca debe volver a sus principios. No es imaginable crecimientos del crédito en la próxima década como los que se registraron en la Edad de Oro por lo tanto los márgenes entre productos de activo y de pasivo deberán ser necesariamente superiores. La extrema accesibilidad a la liquidez internacional fue una de las principales causas de la crisis financiera y no es esperable ni deseable que volvamos a la situación de 2006. Por esta razón, las entidades tendrán que seguir reduciendo su diferencial entre

créditos y depósitos hasta niveles más sostenibles que tan sólo el mercado de capitales y su proceso de normalización determinarán cuál son.

La nueva regulación y especialmente Basilea III para condicionar buena parte de la estrategia y van a obligar a volver a los principios. No obstante, no está claro cuál será su implementación, especialmente en lo concerniente a la regulación de la liquidez ya que la situación en los mercados y su normalización limitarán su puesta en funcionamiento. Pocos ponen en cuestión que deben mejorar la regulación y especialmente la supervisión bancaria pero una sobre-reacción y un exceso de celo en su implementación pueden acabar siendo perjudiciales para la normalización del crédito y por lo tanto para acabar con la peor crisis financiera global desde la Gran Depresión en los años treinta.

5. Conclusiones

Tras cuatro años de crisis financiera internacional aún nos encontramos en proceso de corrección de desequilibrios y ajustando el stock de deuda a las nuevas condiciones del entorno. En esta situación, la prudencia es una virtud pero no debe confundirse con parálisis. La economía de mercado sigue una dinámica de selección natural, igual que las especies. No sobrevivirán las entidades más grandes o con más capital sino las que mejor se adaptan al entorno. El proceso de concentración bancaria continuará en los próximos años y las entidades que mejor se adaptan serán las ganadoras, aunque la situación de partida y los excesos acumulados condicionarán significativamente la estrategia.

Las lecciones de esta crisis deberán servir para evitar cometer los mismos errores en décadas, cómo sucedió tras la Gran Depresión. La primera lección es evitar la excesiva concentración de riesgos en ningún sector y especialmente en uno

tan ciclotómico como el inmobiliario. En el caso de hipotecas la estrategia de alargar excesivamente los plazos y aumentar el porcentaje del valor de la tasación para mejorar la accesibilidad es donde se ha concentrado la mayor parte de la morosidad. El principio básico de la banca es «no dar un crédito a alguien que no lo va a poder devolver» y hay que volver a los principios. Se está centrando toda la reforma bancaria sobre mejoras en la regulación pero los mayores agujeros negros estuvieron en la supervisión y es donde debe ser reforzada. Aquí las ideas sobre autorregulación de los mercados ha sido muy dañina y debe desaparecer. El estado asegura los depósitos y tiene el derecho y el deber de garantizar que las entidades tienen la suficiente solvencia para evitar que sean los contribuyentes los que asuman el coste de sus errores.

La situación es compleja pero acabará despejándose la niebla. Entonces el proceso de saneamiento dará sus frutos y el sistema bancario español volverá a demostrar su capacidad para gestionar banca minorista con rentabilidad para sus accionistas y atendiendo la demanda de crédito con normalidad. A la espera de este escenario, conviene no olvidar la frase de Herodoto: «tu estado de ánimo es tu destino». Ánimo, podemos.

Referencias bibliográficas

- BANCO DE ESPAÑA (2011): *Informe de Estabilidad Financiera* (mayo).
- CALVO, G. (2008): *Systemic sudden stop: the relevance of balance sheet effects and financial integration*. NBER working paper 14026.
- CARBÓ, S. (2011): «Retos para el negocio bancario: cajas de ahorro en proceso de cambio» en FERNÁNDEZ, J. y PÉREZ DÍAZ, J. C., coords.: *Mediterráneo Económico* (19): «El Sistema Bancario tras la Gran Recesión». Almería, Fundación Cajamar.
- MAUDOS, J. (2011): «Los retos del sistema bancario ante la Crisis» en FERNÁNDEZ, J. y PÉREZ DÍAZ, J. C., coords.: *Mediterráneo Económico* (19): «El Sistema Bancario tras la Gran Recesión». Almería, Fundación Cajamar.
- SACHS, J. (1984): *Developing Country Debt and Economic Performance 1*. Editorial NBER.
- TRUJILLO, J. A. (2011): «La crisis y el futuro de la financiación en las entidades de crédito en España»; en FERNÁNDEZ, J. y PÉREZ DÍAZ, J. C., coords.: *Mediterráneo Económico* (19): «El Sistema Bancario tras la Gran Recesión». Almería, Fundación Cajamar.