

## ***La crisis financiera internacional y el crack financiero español***

**Alberto Recarte**



### **D) Introducción: nuestras dos crisis, la del sector inmobiliario y la del sector financiero**

La desaceleración de la economía española, que en cualquier caso iba a terminar en una profunda recesión, ya había comenzado cuando estalló la crisis financiera internacional de 2007. La economía española se ha estancado en el primer semestre de 2008. En el segundo entrará en recesión, que se extenderá a todo 2009 y no sabemos si a 2010. La recuperación, cuando se produzca, será problemática.

La crisis financiera internacional ha tenido un doble efecto en nuestra economía: ha acelerado el proceso de ajuste del sector promotor-constructor y ha puesto en evidencia los excesos de nuestro sistema financiero, que ahora los pagamos en problemas de liquidez. Dos problemas, pues, excesos inmobiliarios y falta de liquidez para el sistema financiero español. En parte relacionados y en parte independientes.

En este artículo pretendo explicar como se entrelazan estas dos crisis. Sobre todo la de liquidez, que afecta a nuestra banca, y por banca entiendo bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, que traslada obligatoriamente, su falta de liquidez a empresas y familias.

Creo que los datos sobre crédito, tipos de interés, endeudamiento de cada sector, financiación exterior de la economía y financiación exterior de la banca española, ayudaran a entender lo que nos pasa. Y lo que nos va a pasar.

Especial relevancia tienen los datos sobre Fondos Propios de la banca. Altos, pero limitados para afrontar las consecuencias de una política crediticia que descansaba en el valor de los activos inmobiliarios, en las garantías reales de los prestatarios. Las consecuencias de la necesaria caída en los precios de los activos inmobiliarios afectarán a las empresas, a las familias y a la banca que tiene, en mi opinión, pocos Fondos Propios para resistir una reducción de precios como la que está teniendo lugar. La crisis de liquidez es ya, y lo será más en el futuro, crisis de solvencia.

Unas palabras sobre el euro. Los primeros diez años triunfales de la moneda única han acelerado nuestro crecimiento, han permitido modernizar nuestra economía y nos han animado a todos, banca, empresas y familias a endeudarnos hasta las cejas.

Ahora, el funcionamiento de la moneda única está profundizando un problema inédito en la economía española, una contracción monetaria, que recuerda a la de

Estados Unidos en 1929-1932 y a la de Japón a principios de los 90.

Tenemos, pues, dos problemas que afrontar: como reducir nuestra Formación Bruta de Capital desde el 30% de 2007 hasta una tasa normal de entre el 20% y el 22%-23%, construyendo menos edificaciones y reduciendo nuestra inversión en bienes de equipo, y como resolver una gravísima situación de contracción monetaria, derivada de la debilidad de capital y reservas de nuestro sistema financiero, debilidad que el euro potencia, en lugar de amortiguar.

Un doble reto para todos. Políticos, economistas, empresarios y banqueros. Con pocas recetas seguras, en un mundo globalizado que está, a su vez, sufriendo su primera crisis de crecimiento.

## II) Las peculiaridades del sistema financiero

Antes de analizar la situación del sector financiero español es preciso explicar cómo funciona el sistema bancario en España y en cualquier otro país desarrollado. El Banco de España, que es sólo una delegación territorial del Banco Central Europeo para todo lo referente a la política monetaria, es autónomo en lo que afecta a la supervisión de las entidades financieras radicadas en España.

1. **El sistema bancario es un sector intervenido, regulado e inspeccionado** por los bancos centrales y por las CNMV de cada país, en los casos en los que cotizan oficialmente en las Bolsas de valores. Se fija imperativamente: la proporción de capital que deben tener, los límites en las relaciones

crediticias con los clientes, los activos que se pueden sacar del balance. Por no hablar de la regulación del pasivo, de cómo se puede captar depósitos, de qué tipo de obligaciones pueden emitir, de la transparencia en sus relaciones con los depositantes. La regulación, en definitiva, es casi infinita, heterogénea, muchas veces absurda, unas veces excesiva y otras insuficiente. En Estados Unidos, por ejemplo, la Reserva Federal ha sido más permisiva que el Banco Central Europeo y ha permitido sacar muchos más activos fuera del balance y venderlos a terceros, en forma de derivados o activos estructurados, lo que ha provocado, en un proceso no intencionado, un incremento incontrolado de la oferta monetaria. Pero esa derivada, y el análisis de las consecuencias de esa política monetaria, es harina de otro costal y de otro artículo.

2. Lo que quiero señalar es que el sistema financiero no es un sector como los demás, en el que cualquiera puede instalarse y competir sin más limitaciones que las de los códigos penal, civil y mercantil. **El sector financiero es un oligopolio**, en el que sólo compiten las entidades financieras que decida la autoridad monetaria. Y en momentos de expansión crediticia, que es el negativo, o la consecuencia, de una política de tipos de interés demasiado reducidos, -por debajo de lo que los economistas clásicos denominaban "tipo de interés natural"-, la competencia por captar clientes se desarrolla como explica la teoría de los

oligopolios, en una lucha sin cuartel, en la que se cometen todo tipo de excesos, porque todos saben que las economías de escala, el tamaño, en definitiva, es uno de los factores más importantes a la hora de saber quién sobrevivirá.

El carácter oligopolístico del sistema financiero es especialmente acusado en España en lo que se denomina banca *retail*, banca al por menor. Por eso en España hay una sucursal bancaria en cada esquina. Todos, grandes y pequeños, saben que si se presentan riesgos sistémicos, es decir, situaciones de descensos bruscos e inesperados de la actividad que afectan a toda la economía –como la que estamos viviendo–, los grandes tienen más garantías de supervivencia que los pequeños.

Además, el oligopolio se combina con el conocimiento de que **de trás siempre hay un Banco Central que no puede permitir que se desmorone todo el sistema.** Puede permitir quiebras selectivas y sucesivas, pero no demasiado grandes en porcentaje total de la oferta monetaria y no todas en el mismo momento. Y se permitirá que desaparezcan los pequeños, pero nunca los grandes.

3. La responsabilidad de las autoridades monetarias y gubernamentales es mayor, infinitamente mayor de la que tienen las autoridades en cualquier otro sector. Por eso, por ejemplo, cualquier depositante en un banco o caja de la Unión Monetaria tiene un seguro, instrumentado a través

de los correspondientes Fondos de Garantía de Depósitos, que le cubre sus pérdidas, si el banco en el que tienen depositados sus ahorros quebrara, con hasta 20.000 euros. Es más, en la práctica, **no se permite que ningún depositante pierda nada de lo que ha prestado a los bancos.** En la experiencia española, en la crisis bancaria de 1977 a 1994, hasta donde conozco, sólo en un caso los depositantes perdieron su dinero por encima de la cifra que entonces aseguraba el Fondo de Garantía de Depósitos. Fuera de España, la práctica es similar. En el Reino Unido, antes de permitir pérdidas para los depositantes, las autoridades nacionalizaron el Northern Rock el pasado año y en Estados Unidos pactaron condiciones especiales para que JP Morgan comprara Bear Sterns a principios de 2008; eso sí, después de que los accionistas de ésta última aceptaran perder el 90% del valor de sus títulos.

Por tanto, estamos hablando y analizando un sector intervenido, regulado, oligopolístico, en el que los bancos sólo pueden hacer lo que les permite la autoridad monetaria; en sus políticas de activo y de pasivo.

### III) Los balances de las instituciones financieras

#### 1. Es un sector muy poco capitalizado

Los Fondos Propios y el pasivo a largo plazo son más pequeños, en relación a su pasivo total, que en cualquier otro sector. Es un sector, por definición, altamente "apalancado". Típicamente son Fondos Propios sólo entre el 6% y el

7% del total del pasivo. Pueden prestar, aproximadamente, entre 10 y 12 veces la cantidad que suponen la suma de sus fondos propios, provisiones, y parte de su pasivo a largo plazo. Las normas sobre liquidez y ratios de solvencia de todo tipo de entidades financieras son especialmente rigurosas. Por ejemplo, si un banco pierde el 50% de sus fondos propios y computables, que son sólo, aproximadamente, un 10% del total de su balance, tiene que reducir sus préstamos en diez veces esa cantidad. Por eso, en la historia reciente, cuando grandes bancos, como el UBS y el Citibank, han perdido una proporción importante de su capital, han tenido que recapitalizarse rápidamente. En otro caso, tendrían que haber reducido sus préstamos en la cuantía de esas pérdidas de capital multiplicadas por diez, en promedio. Una crisis tremenda de liquidez para sus prestatarios y para todo el sistema monetario internacional.

## 2. La salud del sistema financiero español

Volvamos a España. El sistema financiero español es diferente del de otros países desarrollados por el peso de las cajas, unas instituciones atípicas, en el mismo. Las cajas suponen más del 50% del total de préstamos y créditos a empresas y particulares en España. Pero, si pierden su capital, no pueden reponerlo fácilmente. Tendrían que emitir cuotas participativas, como acaba de hacer, por primera vez en la historia, la CAM –con un fracaso estruendoso– o emitir deuda a largo plazo, que compre alguien. Ahora mismo, esa posible venta es una tarea casi imposible, porque casi nadie en el mundo quiere obligaciones emitidas por cualquier

banco del mundo. Y si es español, las dificultades de colocación aumentan.

El Banco de España, los comentaristas, los analistas nacionales e internacionales no dejan de hablar de la salud del sistema financiero español; rectifico: lo han hecho hasta la suspensión de pagos de Martinsa-Fadesa. Pero es un hecho que, a mediados de 2007, la banca española tenía más fondos propios y computables, en promedio, que la de otros países desarrollados (en torno al 12% del total del pasivo); y ha sido más prudente –porque en esto el Banco de España ha sido más ortodoxo que otros– a la hora de sacar activos fuera del balance vendiéndolos a terceros. Muchos de esos activos se han demostrado problemáticos, como las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, que los bancos habían colocado entre todo tipo de instituciones y sobre las que se ha demostrado que tenían responsabilidad jurídica patrimonial, porque esas ventas de activos estaban sujetas a muchas condiciones, que implicaban obligaciones de los propios bancos vendedores con los compradores últimos de esos productos.

Las instituciones financieras españolas han sido, pues, mucho más ortodoxas en su comportamiento, al menos aparentemente. En conjunto tienen, incluso, más provisiones que las de otros países para hacer frente a posibles pérdidas por créditos que puedan entrar en morosidad, porque el Banco de España les obligó a dotar un fondo de provisión genérico, por temor a que el excesivo crecimiento de sus créditos terminara por provocarles problemas de solvencia. Pero

estamos hablando, quizá, del 2% del activo total. No más. Lo que resulta ser una cifra muy alta en relación a la que tienen los bancos de otros países, pero es una cifra irrelevante ante crisis profundas o sistémicas, en las que pueden perderse muchos fondos propios porque lo que está hinchado por el exceso de oferta monetaria es el valor de los activos.

Esta es una situación nueva para todos –menos para los que recuerden lo que ocurrió con la crisis japonesa– que afecta a la solvencia de todo el sistema. Ninguna autoridad monetaria ha sabido cómo afrontar el problema de la subida del precio de los activos (como el suelo urbano, las viviendas, el suelo rústico o incluso el oro). Todas han optado por controlar el IPC, como si la compra de activos no fuera o pudiera llegar a ser la principal decisión económica en la historia de una familia o una persona. Los bancos centrales han permitido un aumento descontrolado de la oferta monetaria, porque no se reflejaba en un crecimiento proporcional de los Índices de Precios de Consumo. Ahora es la banca la que tendrá que afrontar un ajuste en el que los precios de los activos, que han sido la base para la concesión de créditos, tienen que bajar. Y, sin embargo, teníamos el ejemplo de Japón que ha tardado más de doce años en resolver una crisis en la que también se hinchó desmesuradamente el precio de los activos inmobiliarios.

### 3. Los auténticos riesgos del sistema financiero español

El conjunto de la banca en España, bancos y cajas, soporta, ahora mismo, en mi opinión, muchos más riesgos que la de la mayoría de los países, incluido Estados Unidos con

sus hipotecas *subprime*, que, al fin y al cabo, sólo alcanzaban los 500.000 millones de dólares, una cifra muy elevada, pero reducida en relación a los fondos propios totales del sistema financiero que opera en Estados Unidos. ¿Por qué hago esa afirmación? Por muchas y complicadas razones que voy a intentar exponer.

Analicen, de entrada, los dos siguientes cuadros, en los que aparecen la suma total de créditos concedidos desde el año 2000 a los distintos sectores productivos españoles y la evolución de los Fondos Propios de la Banca.

**Cuadro 1**

Total crédito a OSR (otros sectores residentes) para financiar activos productivos (millones de euros)

<b>Año</b>	<b>Total</b>	<b>Agricul- tura</b>	<b>Indus- tria</b>	<b>Cons- trucción</b>	<b>Comercio y repara- ciones</b>	<b>Hostelería</b>	<b>Transporte y comunica- ciones</b>	<b>Interme- diación Financiera</b>	<b>Activi- dades Inmobi- liarias</b>
2000	302.034	13.141	78.588	42.627	37.067	10.483	21.829	16.268	33.559
2001	330.591	13.320	82.959	46.412	40.179	12.322	22.368	13.029	41.840
2002	368.466	15.122	85.762	57.376	42.589	14.061	26.723	12.707	55.031
2003	411.986	16.402	85.829	65.784	45.010	16.041	27.386	12.373	77.980
2004	482.984	18.104	90.487	78.372	49.360	18.636	31.144	17.686	112.165
2005	604.061	20.738	104.695	100.761	59.629	22.126	35.469	13.521	162.087
2006	781.644	23.014	119.488	134.317	70.899	25.633	40.170	18.364	244.050
2007	943.086	25.245	141.571	153.453	82.397	29.260	43.875	32.482	303.514
2008*	962.333	25.003	143.816	154.237	84.491	29.523	45.672	34.149	311.279

\* Primer trimestre

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

**Cuadro 2**  
 Patrimonio neto de las instituciones financieras españolas (millones de euros)

Año	Patrimonio
2002	86.977
2003	90.437
2004	111.688
2005	130.561
2006	148.787
2007	174.922
2008	172.927

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Las denominadas "actividades inmobiliarias" son los créditos a los promotores inmobiliarios, que se han multiplicado por diez en ocho años, mientras que el "patrimonio neto" de las instituciones financieras se ha multiplicado por dos. Después analizaremos los riesgos de pérdida de principal de esos 311.279 millones de euros, que superan en más de 100.000 millones de euros los fondos propios del conjunto de las entidades financieras españolas. Pero, de entrada, mi preocupación, y la de muchos analistas, es que, en esta crisis, suspenderán pagos una proporción importante de esos promotores. Y el valor de sus activos, en particular el suelo, tiene probablemente un valor de mercado muy inferior del de compra, por lo que las pérdidas para el sector

financiero español y los bancos extranjeros que los han financiado pueden ser devastadoras.

#### **IV) La entrada en el euro y la transformación de la economía española, para bien y para mal**

En los siguientes apartados pretendo analizar cómo se ha producido ese brutal crecimiento del crédito al sector promotor inmobiliario. Es verdad que acompasado al crecimiento de los balances, que no de los fondos propios, de las instituciones financieras y cómo, desde 2007, se ha producido un cambio dramático en las principales variables monetarias, la M1, la M3 y el crédito total a OSR (otros sectores residentes), es decir, las empresas, las familias y las administraciones públicas.

En el cuadro nº 3 se reproducen unas tablas del BCE (Banco Central Europeo) con la evolución de la M1, la M3 y el crédito total a OSR.

Tanto la M1 como la M3 son formas de medir el dinero en circulación, lo que se denomina la oferta monetaria. La M1 mide –en este caso, excluyendo el dinero efectivo en circulación– los depósitos de los bancos en el BCE y los depósitos a la vista tanto de particulares como de empresas, es decir, lo que se denominan habitualmente cuentas corrientes. La M3 incluye, además, los depósitos a plazo y otros activos monetarios en manos del público, que también tienen la consideración de dinero.

### Cuadro 3

1. PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

1.14 Evolución de los agregados monetarios de la zona del euro y de la contribución de las IFM residentes en España (a)

Porcentajes

	Tasa de crecimiento interanual de los agregados de la zona del euro (b) (c)											Media de los tres últimos meses de la tasa de crecimiento interanual		PROMEMORIA: Tasa de crecimiento de la contribución de las IFM residentes en España			
	M1		M2		M3		Crédito a residentes (d)				M3	M1 (e)	M2 (e)	M3 (e)	Crédito (d)		
	Zona del euro		Zona del euro		Zona del euro		AAPP	OSR							AAPP	OSR	
	SO	SD	SO	SD	SO	SD	UEM	UEM del cual		Zona del euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9 Pimos. SO	10 Pimos. SD	11 SO	12 SD	13	14	15	16	17
06	7,90	7,60	9,50	9,40	10,00	10,00	-4,62	11,48	10,80	10,80	9,30	9,27	13,80	19,59	17,72	-20,83	23,50
07	3,80	4,00	9,90	10,10	11,20	11,50	-2,45	12,81	11,20	11,20	11,90	12,03	-0,96	13,90	15,14	12,20	18,19
07 Feb	6,50	6,80	8,80	8,90	10,00	10,10	-4,04	10,73	10,40	10,40	10,00	10,07	9,66	18,94	17,77	-16,64	21,19
Mar	7,40	7,00	9,70	9,50	11,20	11,00	-4,86	10,85	10,60	10,50	10,40	10,40	11,01	20,89	19,94	-16,81	21,83
Abr	6,00	6,20	8,70	8,80	10,10	10,30	-5,50	10,74	10,40	10,40	10,43	10,47	8,45	19,09	19,85	-14,63	20,94
May	6,00	5,90	9,30	9,30	10,60	10,60	-2,73	10,85	10,40	10,40	10,63	10,63	9,48	20,15	20,58	-2,00	21,50
Jun	6,50	6,10	9,70	9,50	11,10	11,00	-3,66	11,47	10,80	10,80	10,60	10,63	7,68	18,70	19,11	2,89	21,11
Jul	6,90	6,90	10,40	10,50	11,60	11,70	-3,72	11,54	11,00	10,90	11,10	11,10	5,75	16,95	17,63	2,12	20,28
Ago	6,20	6,60	10,40	10,50	11,50	11,50	-4,21	11,74	11,20	11,20	11,40	11,40	5,38	17,14	19,18	5,82	20,54
Sep	6,50	6,10	10,40	10,20	11,50	11,30	-4,40	11,61	11,00	11,00	11,53	11,50	4,17	15,81	18,64	9,79	19,39
Oct	6,10	6,40	11,10	11,20	12,20	12,30	-4,34	12,27	11,30	11,20	11,73	11,70	2,11	15,71	18,43	12,35	20,02
Nov	5,80	6,20	10,80	10,90	12,30	12,30	-4,55	12,09	11,10	11,10	12,00	11,97	2,32	15,44	17,40	11,65	19,53
Dic	3,80	4,00	9,90	10,10	11,20	11,50	-2,45	12,81	11,20	11,20	11,90	12,03	-0,96	13,90	15,14	12,20	18,19
08 Ene	4,50	4,40	10,40	10,40	11,50	11,50	-2,48	12,79	11,10	11,10	11,67	11,77	-0,11	15,02	15,28	8,41	17,32
Feb	3,30	3,70	10,70	10,60	11,30	11,30	-2,81	12,67	11,00	11,00	11,33	11,43	-0,81	15,60	15,20	10,07	17,63
Mar	3,10	2,90	9,80	9,80	10,10	10,10	-1,88	12,28	10,80	10,80	10,97	10,97	-2,73	13,65	13,21	11,29	15,94
Abr	2,10	2,50	10,20	10,40	10,40	10,50	-0,31	11,98	10,60	10,60	10,60	10,63	-3,00	14,92	12,33	12,55	15,43
May	2,30	2,30	10,20	10,10	10,60	10,50	-1,92	11,87	10,40	10,40	10,37	10,37	-3,32	14,61	12,13	10,50	13,93

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Desde la creación del euro, en 1998, la M1 ha tenido una evolución que refleja muy bien lo ocurrido en España y en la Europa monetaria.

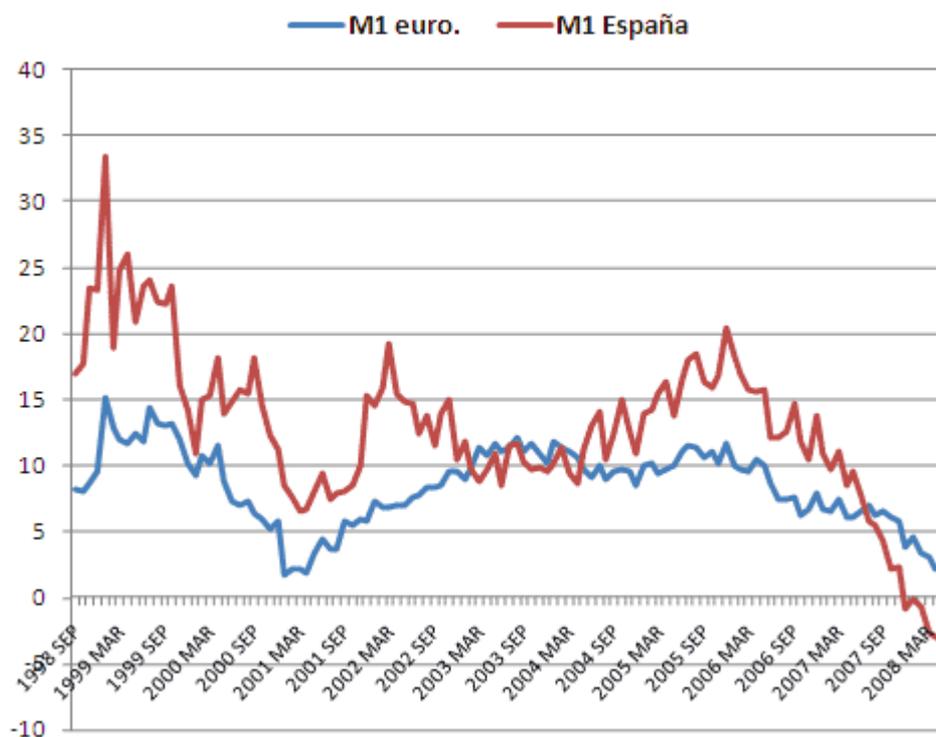
Hasta agosto de 2007, el comienzo de la crisis financiera internacional, la M1, como se refleja en el cuadro nº 4, crecía en España más que la del conjunto de los países de la Unión Monetaria Europea (UME), incluida España, en correspondencia con el crecimiento de la economía española y del exceso de liquidez que se estaba produciendo en España por todo tipo de vías y que

explica también, en gran parte, que el crecimiento de los precios fuera mayor en España que en el conjunto de la zona euro.

En agosto de 2007, la M1 de España se desploma, y decrece, incluso en términos absolutos, a partir de diciembre de 2007. Concretamente, el mes de marzo de 2007 crecía al 11%, en agosto de 2007 lo hacía al 5,75% y en diciembre del pasado año se reducía un -0,92%. En abril de 2008, la tasa negativa era ya del -3,32%.

### Cuadro 4

Tasas de crecimiento interanual en España y en la UME de la M1



Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

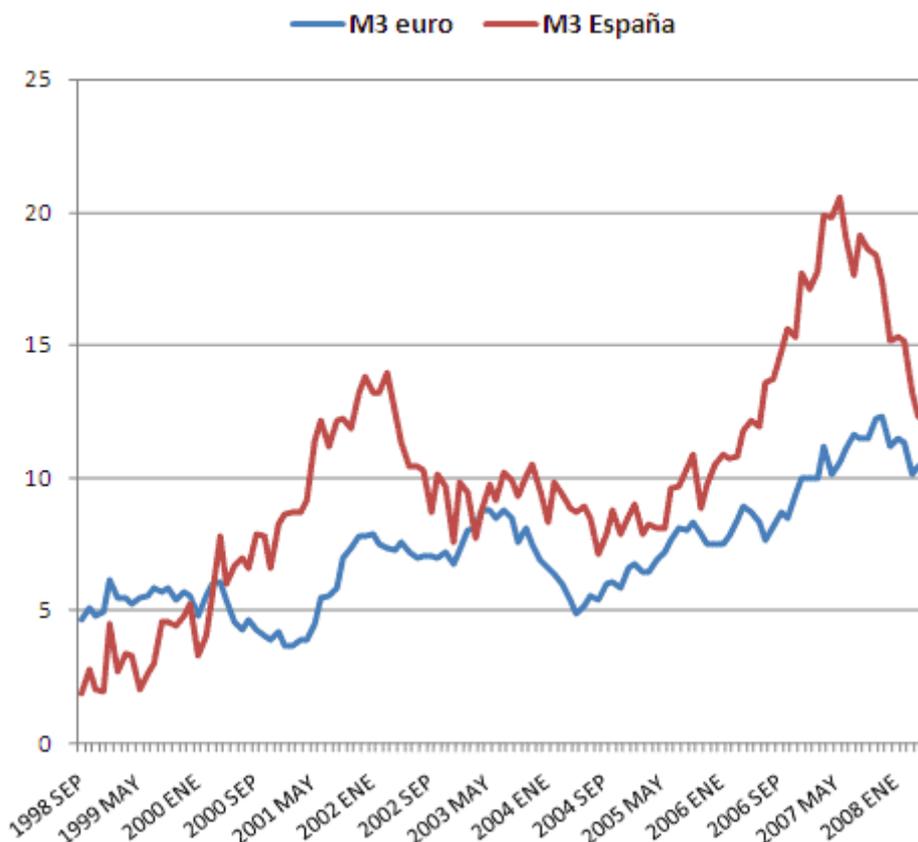
La única explicación que se me ocurre de esa evolución es que los bancos españoles, las familias y las empresas, todos, tuvieron que utilizar sus reservas de liquidez, sus cuentas corrientes, para hacer frente a la falta de financiación. Falta de financiación exterior para los bancos españoles y falta de financiación interior de la banca española a las

empresas y familias residentes en nuestro país.

El cuadro nº 3, reproduce sólo lo ocurrido con la M3 desde 2005 hasta el mes de abril de 2008. El cuadro nº 5, en cambio, reproduce gráficamente la evolución de la M3 desde 1998, es decir, desde la creación del euro.

### Cuadro 5

Tasas de crecimiento interanual de la M3 (oferta monetaria) en España y en la UME



Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Pero fijémonos en los datos del cuadro nº 3. Hasta agosto de 2007 el dinero en circulación, según la M3, crecía a una tasa del 20% en España y de entre el 10% y el 12% en el conjunto de la UME. A partir de esa fecha el crecimiento de la M3 en España se va reduciendo con rapidez. En abril de 2008 crece al 12%, mientras en el conjunto de la UME continúa creciendo al 10,5%, aproximadamente. Hoy, en agosto de 2008, probablemente, la M3 crece mucho menos en España que en la UME.

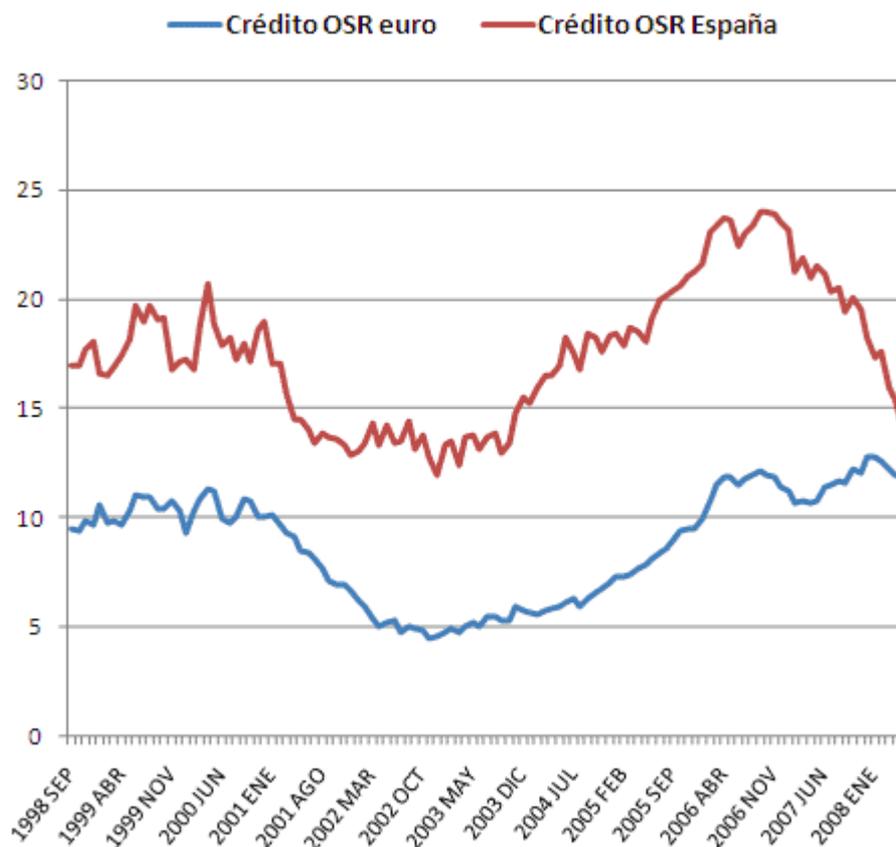
En el cuadro nº 6, podemos observar el crecimiento del crédito bancario a lo que se denominan

OSR, desde la creación del euro en 1998. La tasa del crecimiento del crédito se sitúa en España, sistemáticamente, entre 7 y 10 puntos por encima del conjunto de la UME. En esta ocasión, se observa, en el gráfico correspondiente al cuadro nº 6, el estrechamiento entre las dos tasas de crecimiento, la española y la de la UME. El estrechamiento comienza a finales de 2006, cuando el sistema financiero español comienza a temer por la salud económica de los hogares, sobre todo los que estaban endeudados con préstamos hipotecarios y por la situación de promotores y constructores. Una evolución que veremos después en el

cuadro nº 7, que analiza el crecimiento de los activos y pasivos de la banca en los últimos cinco años

y los primeros cuatro meses de 2008.

**Cuadro 6**  
Tasas de crecimiento interanual del crédito a OSR (otros sectores residentes) en España y en la UME



Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Esa evolución de la M1, de la M3 y del crédito, tan dispar entre España y el conjunto de la UME hasta 2007, se explica por las siguientes razones:

1. Por una demanda insatisfecha contenida durante años en la economía española.
2. Por las necesidades de una economía en expansión, que necesitaba inversiones en tecnología, bienes de equipo e infraestructuras.

3. Por un aumento fortísimo de la demanda del suelo y de viviendas para atender las necesidades de la población española y las de cinco millones de inmigrantes que se han integrado en la economía española.

Nada mejor para darse cuenta de hasta qué punto han crecido los activos y pasivos, el balance, en definitiva, de los bancos y cajas españolas, que mirar esas cifras:

### Cuadro 7

Volumen total de activos y pasivos de Bancos, Cajas y Cooperativas de crédito  
(en millones de euros)

	<b>Total</b>	<b>Incremento anual aproximado</b>	<b>Crecimiento anual porcentual</b>
2002	1.288.000		
2003	1.447.000	+159.000	9
2004	1.655.300	+208.000	8.7
2005	2.067.500	+418.000	25
2006	2.420.500	+353.000	17
2007	2.835.830	+416.000	17
2008*	2.883.000	+47.000	2

\* Hasta abril

A partir de 2004, el volumen crediticio se dispara. Y en los primeros meses de 2008 ocurre una caída espectacular. El crecimiento, aunque solo conocemos cuatro meses, pasa a crecer a un ritmo del 2%. Hoy, probablemente, es negativo. La restricción de liquidez hace su aparición estadística.

Por otra parte, entre julio de 2007 y abril de 2008, los créditos de los bancos aumentan en 168.000 millones de euros, mientras los de las cajas, más afectadas por la falta de financiación, lo hacen en sólo 56.000 millones de euros.

El crecimiento económico español, posibilitado por las cuatro devaluaciones de 1992-1994, que no fueron seguidas de inflación, por algunas reformas del sistema de protección social de los últimos gobiernos socialistas, y catalizado por las reformas del periodo 1996-2000, y catapultado por la entrada

en el euro, se ha desarrollado con enormes desequilibrios. Se han equivocado los promotores, que han terminado por pagar precios excesivos por el suelo que han comprado y que, a partir de un momento determinado, quizá a mediados de 2005, se tradujeron en unos precios de las viviendas excesivamente elevados, en términos absolutos, en relación con los precios en cualquier país de la Unión Monetaria, y en términos relativos, en relación a la renta disponible de las familias.

Se han equivocado las familias, por más que haya aumentado espectacularmente su riqueza neta, hasta superar el 500% del PIB. Dado que esa riqueza está determinada por el valor del mercado de las viviendas en cada momento, han creído que podrían endeudarse mucho más allá de lo razonable. Y ahora se encuentran con que su patrimonio neto puede haber

descendido hasta un 350% del PIB (si el precio de las viviendas hubiera descendido un 30% en promedio), pero su deuda ha pasado del 40% al 80% del PIB, y sobre ella tiene que pagar intereses mucho más altos que hace un par de años.

Y se han equivocado los bancos. Los bancos y las cajas, los españoles y los extranjeros, que han financiado la expansión de la economía española, pero dando todo tipo de facilidades al crédito para promoción inmobiliaria, pensando que los activos reales, suelo y viviendas y todo tipo de edificaciones, son siempre más seguros que las garantías que puede ofrecer cualquier otro sector productivo en operación.

Los excesos bancarios han sido espectaculares. Típicos de una industria oligopolística en la que, además, se juega con red, porque detrás siempre hay un banco central para resolver las situaciones complicadas, con líneas de liquidez especial, forzando alianzas o fusiones, o permitiendo e incluso impulsando renegociaciones de deuda con los principales prestatarios.

Nada en este proceso es nuevo. El ciclo de expansión y restricción crediticia ha ocurrido en el pasado en muchas otras ocasiones. Lo que es nuevo es el entorno monetario en el que se ha producido el fenómeno de exceso crediticio. Lo nuevo es el euro, que para la economía española puede haber sido letal.

Se ha puesto de manifiesto que el crédito bancario a una economía integrada en el euro es totalmente independiente de la existencia o aparición de desequilibrios fundamentales entre el ahorro y la

inversión, en la balanza de pagos, en la situación financiera de las Administraciones Públicas o en la competitividad de la economía. En una economía con moneda propia, la aparición de este tipo de desequilibrios impone cambios en la política monetaria. En las economías del euro la política monetaria no tiene nada que ver, al menos en la experiencia española, con la situación económica de los países que la integran, al menos de los periféricos, como España; reflexión que podría trasladarse a los países denominado PIGS en el momento de la creación del euro. En efecto, Portugal, Italia, Grecia y España son marginales respecto a la Europa Central, a Francia, Alemania, Holanda y Bélgica.

Al sistema financiero, a los bancos, correspondería, en un área monetaria como el euro, la responsabilidad de restringir el crédito, en particular a los sectores en los que se opera con precios desproporcionadamente altos, como era evidente en España con el del suelo, la vivienda y otras edificaciones. Pero no lo han hecho porque el temor a perder cuota de mercado, a perder tamaño relativo, a perder, en definitiva, capacidad de ser más eficientes, les ha empujado, en un mercado oligopolístico, a dar mucho más crédito del que era razonable y del que podrían soportar si se produjeran fallidos generalizados en esos sectores sobrecalentados. La alternativa para los bancos en la zona euro era crecer con riesgo y reducir los costes medios de funcionamiento o crecer con prudencia, no pudiendo reducir esos costes medios y estar igualmente expuestos a una crisis sistémica, teniendo todas las de perder, porque los bancos centrales, por su propia naturaleza, siempre

ayudarán a los grandes y permitirán que la marea arrastre a los pequeños.

No es una casualidad que en el sistema financiero español **la posición más sólida, hoy, sea la de los grandes bancos, Santander y BBVA y las dos grandes cajas, La Caixa y Caja Madrid** y que los riesgos y dificultades crezcan para el resto, conforme se reduce el tamaño de su balance.

### **V) Un entorno de bajos tipos de interés y facilidades crediticias (1998-2008)**

A partir del plan de estabilización de 1959, España ha ido corrigiendo su aislamiento y sus políticas de gasto público y alta inflación, que se saldaron, en el pasado, con sucesivas devaluaciones de la extinta peseta. Y siempre, hasta la entrada en el euro, en un entorno de altos tipos de interés y de escasez de crédito.

#### 1. La pérdida del temor al endeudamiento en España en los últimos diez años, los años del euro

Los últimos diez años han sido diferentes. Los tipos de interés han sido bajísimos, de hecho han estado, casi siempre, por debajo de la inflación, y ha habido superabundancia de crédito. Los bajos tipos respondieron a la política del Banco Central Europeo y la abundancia del crédito al imparable crecimiento de la economía española animada, en parte, por las reformas

del período 1996-2000 y, en mayor parte, por un euro que eliminaba los riesgos de unas políticas monetaria y fiscal nacionales descontroladas por parte de España y de cualquiera de los países miembro del euro. Empresas y familias contemplaban el futuro con optimismo y, en consonancia con el mismo, aumentaron su endeudamiento, para invertir y para consumir. Este gasto se ha traducido en crecimiento económico, en creación de empleo y en la entrada en España de cinco millones de inmigrantes.

En relación con los tipos de interés, en los siguientes cuadros, los números 8, 9 y 10, se reproducen, numéricamente en el primero y gráficamente en los dos últimos, la evolución de los tipos, tanto para activos como para pasivos, en la zona euro, en los últimos años, en concreto desde 2005 hasta junio de 2008.

Merece la pena destacar como, en 2005, el euribor a doce meses se situaba en el 2,33% y como, en el mes de junio de 2008 había subido hasta el 5,36%, mientras los depósitos de las familias a un año se pagaban al 1,98% en 2005 y al 4,32% en junio de este año.

Esos son los datos de la UME en su conjunto, porque en España la remuneración de los depósitos de las familias a un año se sitúa cerca del 6%, en justa correspondencia con la falta de liquidez de la banca española, que ha subido sustancialmente la remuneración a toda clase de depósitos.

### Cuadro nº 8

1. PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

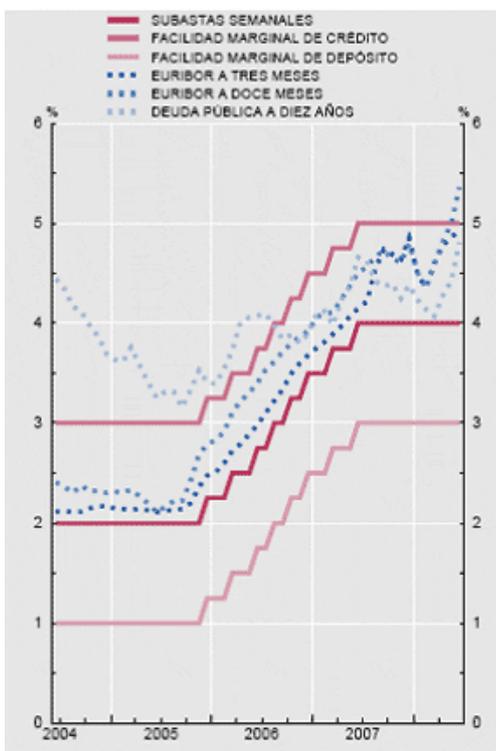
1.15 Tipos de interés

Porcentajes

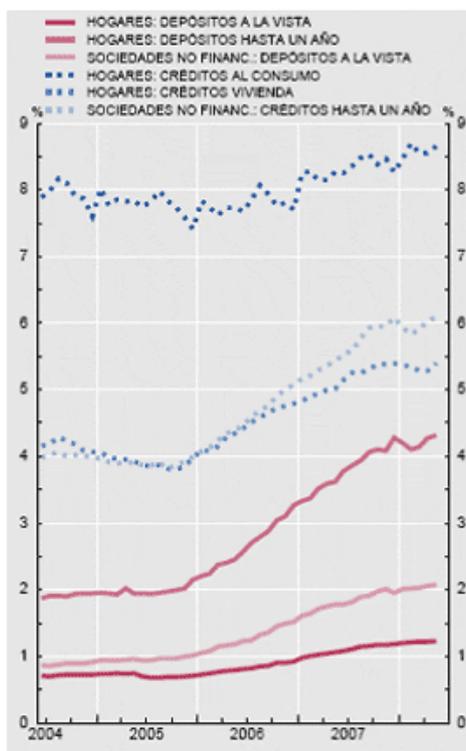
		Tipos de las operaciones de regulación monetaria del Eurosistema				Tipos del mercado monetario (a)			Tipos aplicados por las instituciones financieras monetarias a sectores residentes en la zona del euro (nuevas operaciones)							Rendimientos de la deuda pública (b)		
		Subastas: Operaciones de financiación		Facilidades permanentes		Depósitos (c) (d)			Depósitos				Préstamos			A tres años	A diez años	
		Principales	A plazo más largo	De crédito	De depósito	A un día (EONIA)	EURIBOR		A hogares			A sociedades no financieras		A hogares: tasa anual equivalente (e)		A sociedades no financieras		
		1	2	3	4	5	A tres meses	A doce meses	A la vista	Hasta un año	A más de dos años	A la vista	Hasta un año	Crédito al consumo	Compra de vivienda	Hasta un año (f)	16	17
05	M	2,25	2,45	3,25	1,25	2,088	2,19	2,33	0,71	1,98	2,24	0,96	2,04	7,79	3,91	3,90	2,55	3,44
06	M	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	3,08	3,44	0,82	2,67	2,64	1,27	2,79	7,79	4,45	4,56	3,51	3,86
07	M	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,28	4,45	1,09	3,80	2,92	1,82	3,90	6,32	5,15	5,61	4,16	4,33
07	Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,15	4,51	1,08	3,78	2,64	1,77	3,94	8,28	5,15	5,53	4,51	4,86
	Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,22	4,56	1,10	3,86	2,97	1,81	4,01	8,35	5,26	5,58	4,52	4,63
	Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,54	4,67	1,14	3,93	3,01	1,89	4,08	8,48	5,24	5,77	4,23	4,43
	Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,74	4,72	1,16	4,07	2,92	1,91	4,14	8,54	5,31	5,93	4,14	4,37
	Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,69	4,65	1,17	4,11	3,31	1,97	4,07	8,38	5,38	5,96	4,16	4,40
	Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,64	4,61	1,18	4,08	3,20	2,01	4,10	8,47	5,38	5,96	3,98	4,25
	Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,85	4,79	1,18	4,28	3,18	1,95	4,26	8,26	5,40	6,08	4,06	4,38
08	Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,48	4,50	1,20	4,19	3,43	2,01	4,13	8,48	5,37	5,93	3,75	4,23
	Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,36	4,35	1,21	4,10	3,22	2,02	4,07	8,70	5,35	5,84	3,45	4,14
	Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,60	4,59	1,22	4,14	3,08	2,03	4,20	8,55	5,28	5,91	3,55	4,07
	Abr	4,00	-	5,00	3,00	3,887	4,78	4,82	1,22	4,28	3,14	2,05	4,27	8,55	5,29	6,03	3,90	4,28
	May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,86	4,99	1,23	4,32	3,20	2,07	4,27	8,65	5,40	6,10	4,13	4,42
	Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,009	4,94	5,36	...	...	...	...	...	...	...	...	4,73	4,81

### Cuadros nº 9 y 10

OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA DEL EUROSISTEMA MERCADO MONETARIO Y DEUDA PÚBLICA



TIPOS APLICADOS POR LAS IFM A SECTORES RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO



Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Una parte importante del endeudamiento de las empresas ha sido para invertir en bienes de equipo, *know how* y técnicas productivas, que han modernizado el tejido productivo, y en infraestructuras, lo que ha permitido el desarrollo y un modesto crecimiento de la productividad, un 1% anual en promedio en los últimos 12 años. **La industria y los servicios españoles son hoy, en conjunto, mucho más productivos que hace diez años.** La inversión continua ha modernizado nuestro sistema productivo, que es capaz de seguir vendiendo en el exterior, a pesar de que hemos ido perdiendo competitividad como país por tener una inflación permanentemente más alta que la del conjunto de países miembros de la Unión Monetaria. Esa modernización es nuestra mejor baza para superar la crisis económica en la que nos estamos adentrando.

Por su parte, las familias se han endeudado para comprar viviendas y es enorme, pero de difícil cálculo, el esfuerzo financiero que han hecho para mejorar el nivel de formación de sus hijos. Las compras de viviendas para familias como inversión, no para uso propio, partían del convencimiento de que sus precios nunca descenderían. Creencia firmemente asentada en el imaginario colectivo, porque

quienes invirtieron en ese tipo de bienes en el pasado siempre terminaron por ganar.

Por su parte, las empresas, sobre todo las puramente promotoras, han invertido, en una mínima parte con fondos propios y en su mayor parte con créditos bancarios, en suelo: rústico, urbanizable y urbano.

Ha habido, pues, crédito, barato y abundante, y optimismo entre los banqueros, empresarios y familias. El endeudamiento no importaba, porque se suponía que los precios de algunos bienes –suelo, viviendas y otras edificaciones– siempre subirían, los tipos de interés se suponía que serían siempre suficientemente bajos, el crédito siempre sería abundante y siempre habría demanda para casi todo lo que se construyera.

También se suponía que el suelo siempre sería un bien escaso, dado el complejo y corrupto sistema de intervención administrativa para transformar suelo rústico en urbano, por lo que su precio sería constante o creciente, pero nunca decreciente.

Analicen los cuadros nº 11 y nº 12, en los que figura la evolución del endeudamiento y los depósitos de las de familias y el nº 13, en el que figura la evolución del crédito bancario a las empresas españolas, que se facilitaba, o directamente se lograba, si las garantías eran reales.

**Cuadro nº 11**

Préstamos y créditos concedidos a los hogares (millones de euros)

<b>Año</b>	<b>Adquisición vivienda y rehabilitación</b>	<b>Actividades Productivas</b>	<b>Consumo</b>	<b>Total</b>
2000	176.652	32.405	48.498	276.242
2001	205.790	27.244	48.739	309.033
2002	235.086	31.088	53.733	351.142
2003	275.958	33.625	55.529	405.637
2004	333.825	35.196	62.269	476.639
2005	445.972	37.593	77.126	613.846
2006	544.389	40.842	92.082	741.136
2007	618.212	45.088	103.375	834.337
2008 (I)	628.482	44.813	103.830	845.377

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

El peso creciente de la vivienda y el deseo de invertir en la misma, por necesidad o como inversión, por parte de los hogares, también se manifiesta en este cuadro. El endeudamiento para comprar y rehabilitar viviendas crece desde el 63% del total en el año 2000 hasta el 74% de 2008.

En el cuadro nº 12 se observa como, en 2004, los depósitos de los hogares en entidades financieras alcanzaron los 426.164 millones de

euros y, ese mismo año, la deuda de los hogares con las entidades financieras ascendía a 476.639 millones de euros. A partir de esa fecha se produce un desequilibrio fundamental. En el primer trimestre de 2008 sus depósitos sumaban 613.844 millones, pero los créditos alcanzaban ya los 845.377 millones. En apenas cuatro años se ha pasado de un endeudamiento, neto de depósitos, de 50.000 millones a otro de 232.000 millones de euros en el primer trimestre de 2008.

### Cuadro nº 12

Depósitos de los hogares (millones de euros)

Año	Depósitos de los hogares
2003	395.664
2004	426.164
2005	465.006
2006	537.101
2007	592.099
2008	613.849

### Cuadro nº 13

Deudores bancarios (millones de euros)

Año	Garantía Real	Garantía hipotecaria
2002	363.962	354.365
2003	442.125	430.885
2004	544.918	531.746
2005	729.287	709.682
2006	922.976	883.841
2007	1.068.376	1.018.785
2008	1.089.526	1.042.355

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

Se puede observar en el cuadro nº 13 que los créditos del sistema financiero para cualquier actividad de empresas u hogares se han apoyado en las garantías hipotecarias de los prestatarios. Una confianza ilimitada de la banca en que su valor nunca se reduciría.

#### 2. Lo que el euro no puede evitar

En este proceso, en estos diez años desde la creación del euro, mientras el crédito del sistema financiero al sector privado crecía un 130% en el conjunto de las economías europeas del área euro (teniendo en cuenta que España participa un 15%, en promedio en esa suma total), en España el crecimiento ha superado el 370%. Con los mismos tipos de interés de intervención del BCE en toda el área monetaria europea, con un euríbor único, con diferenciales de riesgo casi inexistentes entre España y los países más fuertes de la

zona monetaria europea, en España había una demanda abrumadora de crédito mientras en el resto de la Europa monetaria el pesimismo, y la esclerosis institucional reducían esa demanda. Y la unidad de mercado monetario que significa el euro ha permitido, sin problemas, esos enormes desequilibrios entre países en el crecimiento de la oferta monetaria.

Si los bancos consideraban que la demanda de crédito era solvente, el aumento del crédito podía ser ilimitado, al margen – equivocadamente– de lo que reflejaran las variables macroeconómicas nacionales. Una limitación de la moneda única que nunca han querido tener en cuenta sus impulsores. Y menos ahora, en que se ha celebrado como un éxito sin paliativos la introducción del euro al cumplir su décimo aniversario.

### 3. La insuficiencia del ahorro nacional

Una demanda de crédito tan grande, que superaba la capacidad de ahorro nacional (anclada en torno al 20% del PIB), sólo podía satisfacerse en el exterior, por lo que los bancos establecidos en España buscaron fondos fuera del país. En términos nacionales, el endeudamiento nacional neto –descontando las inversiones o créditos de entidades españolas en el exterior y la posición neta del Banco de España–, es decir, las de las Administraciones Públicas, empresas y familias, ha pasado de una cifra de 85.000 millones de euros en 1996, a 165.000 millones de euros en 1999, a casi 300.000

millones en 2003 y a los 728.000 millones de finales de 2007. Esa deuda sigue subiendo en la primera parte de 2008, pero debería frenarse en la segunda parte del año.

Un endeudamiento en el que han incurrido empresas y familias, básicamente, porque el conjunto de las Administraciones Públicas tienen, hoy, aproximadamente, la misma deuda, interior y exterior, en términos absolutos, que la que tenía en el momento de la creación del euro a finales de 1997: alrededor de 360.000 millones de euros en total, de los cuales 60.000 millones de euros eran –en ese año– deuda exterior.

#### **Cuadro nº 14**

Deuda de las Administraciones Públicas (millones de euros)

<b>Año</b>	<b>Total</b>	<b>Adminis- tración Central</b>	<b>Adminis- traciones Autonómicas</b>	<b>Corpo- raciones Locales</b>	<b>Administración Seguridad Social</b>
1995	283.074	235.775	26.826	17.941	2.532
1996	319.593	266.923	30.775	18.902	2.993
1997	333.196	278.089	34.292	18.294	2.522
1998	345.949	288.844	36.096	19.169	1.840
1999	361.553	302.545	37.561	19.656	1.790
2000	373.505	312.576	39.473	19.793	1.663
2001	377.806	312.394	43.707	20.170	1.536
2002	383.172	313.780	46.461	21.522	1.409
2003	381.562	308.374	48.993	22.914	1.282
2004	388.374	311.090	51.977	24.153	1.154
2005	390.948	307.544	56.847	25.480	1.077

2006	389.193	302.779	57.953	27.460	1.000
2007	379.873	290.928	59.641	29.304	1.000
2008 (I)	375.190	285.101	60.628	29.461	--

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08

#### 4. El ahorro extranjero

Así pues, los bancos establecidos o que operaban en España, han prestado enormes sumas de euros, a empresas y familias. En parte con el ahorro que conseguían captar en España, pero el grueso de la financiación adicional de cada año se ha logrado con la aportación de los ahorradores extranjeros. En 1999, en el momento de la entrada en el euro, la banca española, para aumentar el volumen total de sus préstamos, se financiaba con un porcentaje muy reducido de sus nuevas necesidades en el exterior. En los últimos años, en particular desde 2004 y 2005, el endeudamiento de la banca española con el exterior se ha disparado. Por eso, **el conjunto del sistema financiero español debía, a finales de 2006**, antes del comienzo de la crisis monetaria internacional –julio/agosto de 2007– **266.000 millones de euros por bonos y obligaciones y 442.000 millones de euros por depósitos procedentes del exterior**. ¿Quiénes eran esos inversores? Todo tipo de instituciones, fondos, empresas, familias y bancos que confiaban en la solidez de la banca nacional, y que pensaban que el funcionamiento de un mercado monetario único en la Europa del euro era un seguro a todo riesgo.

Al margen, y complementariamente, la banca extranjera al por mayor y sobre todo la banca de inversión extranjera, han invertido en España cantidades muy elevadas con un ahorro procedente, también, del exterior.

#### 5. La financiación de la economía española en el euro

Ese era el esquema de financiación de la banca española. Y de la economía española. El 10% de déficit de la balanza por cuenta corriente en España, en 2007, significa que España tuvo, ese año, un déficit de ahorro de la misma cuantía, alrededor de 100.000 millones de euros. Y que una parte sustancial del financiamiento de la economía española, para seguir funcionando con ese esquema de crecimiento, se conseguía –lo conseguía la banca española o bien la banca internacional que operaba directamente en España– concediendo créditos y préstamos a empresas y familias.

#### 6. El endeudamiento de las empresas y las familias

¿En qué se gastaban las familias españolas esa enorme cantidad de crédito, que no cesaba de aumentar año tras año? Una parte en actividades productivas (un 6% del total), otra parte en consumo (alrededor del 12% del total), y sobre todo en adquisición y rehabilitación de vivienda. Estos dos conceptos

alcanzan, en el primer trimestre de 2008, los 628.000 millones de euros (un 74% del total del endeudamiento de los hogares españoles).

Por su parte, el crédito a las empresas, tal y como lo hemos visto en el cuadro nº 1, alcanzó un total de 982.333 millones de euros en el primer trimestre de 2008. De ese total, las actividades inmobiliarias (créditos a promotores), suponen 311.000 millones de euros, lo que significa un 32% del total; el crédito al sector de la construcción alcanzó los 154.000 millones de euros, un 15% del total. Entre ambos el porcentaje total alcanza el 47% del total. El año 2000, dos años después de la entrada en vigor del euro, las actividades inmobiliarias

alcanzaban los 34.000 millones de euros (un 11% del total) y los créditos al sector de la construcción eran de 43.000 millones de euros (un 14% del total). Entre ambos, en 2000, suponían el 25% del total. Hoy, un 47%. **Y lo más problemático es que de los 311.000 millones de créditos a promotores una parte importante es crédito para la compra del suelo.**

**Toda esa financiación** para adquisición de vivienda a las familias (628.000 millones de euros), de crédito a los promotores (311.000 millones de euros) y de crédito a las empresas del sector de la construcción (154.000 millones de euros) **suma casi 1,1 billones de euros.**

### Cuadro nº 15

Crédito a otros sectores residentes (OSR) (millones de euros)

Total

Año	Total
2002	701.663
2003	802.212
2004	945.697
2005	1.202.617
2006	1.508.626
2007	1.760.213
2008	1.800.264

A tipo variable

Año	Total	Variable
2007	1.760.213	1.197.991
2008	1.800.284	1.232.181

Fuente: Banco Central Europeo. Banco de España. Boletín estadístico junio/08.

Pues bien, tal y como aparece en el cuadro nº 15, el total de crédito del sistema financiero español a las familias y empresas suma, en total,

1.800.000 millones de euros. Es decir, más de un 63% del total del crédito bancario a empresas y familias españolas está relacionado

con el suelo, la construcción y la compra de viviendas y otros inmuebles. Ese porcentaje subiría todavía más si fuéramos capaces de determinar qué porcentaje del crédito para consumo y actividades productivas de las familias está relacionado con el amueblamiento de las viviendas y qué porcentaje del crédito a empresas distintas de las promotoras, inmobiliarias y constructoras se destina, también, a empresas que suministran bienes y servicios a esos tres sectores. Si los precios del suelo y la vivienda y otras edificaciones se reducen – como ya está ocurriendo– y la crisis de los promotores arrastra al sector de la construcción, **la posición global del sistema financiero español será insostenible.**

## **VI) El final de la fase alcista de un ciclo impulsado por la globalización y las facilidades crediticias internacionales**

### 1. La crisis financiera internacional

Repentinamente, en agosto de 2007, estalló la crisis financiera internacional. Nadie prestaba a nadie. Nadie quería financiar bancos u otras instituciones financieras, ni a corto, ni a medio, ni a largo plazo. Había y hay dudas respecto a la calidad de los activos en que se han intervenido los créditos bancarios. Nadie sabía lo que valía ningún activo. Se puso en duda la actuación de las sociedades de *rating*. Quizá se habían equivocado. Los bancos empezaron a perder pasivo. Y se hizo imprescindible una intervención masiva de los bancos centrales de todo el mundo, que tuvieron que prestar dinero a corto plazo a los bancos, sobre la base de entrega de títulos sobre sus activos de una calidad determinada.

En definitiva, se había producido una crisis financiera global, un fenómeno sistémico, mundial, catalizado –originalmente– por el temor al impago de las hipotecas *subprime*, pero que después se extendió a todo tipo de activos. El primer síntoma de que era una crisis gravísima de confianza fue que el mercado interbancario, a nivel nacional e internacional, en el que los bancos se prestan rutinariamente dinero a corto plazo entre ellos, desapareció. Ningún banco se atrevía a prestar a otro banco, nacional o extranjero.

### 2. El ciclo alcista mundial previo a la crisis financiera

Una crisis tan profunda, rápida y global, pues afectó, y afecta, a todos los sistemas financieros nacionales, ocurre en el contexto de una economía mundial globalizada, que no es otra cosa que una economía que funciona con muchas más transacciones comerciales, financieras e inversoras entre todos los países.

Un fenómeno provocado por la conjunción de diversos acontecimientos, algunos de los cuales son los siguientes:

1. En apenas unos años, desde que en 1978 Teng Siao Ping alcanza el poder en la China de Mao hasta la desaparición de la URSS, más de la mitad de la humanidad se encontró, en parte, liberada de las políticas económicas del socialismo.
2. Una política monetaria expansiva en Estados Unidos, desde principio de los 90 que repercute en toda el área del dólar, la mayoría, de hecho, de todo el mundo, y que es

acompañada, a partir de la creación del euro, en 1998, por otra igualmente laxa del Banco Central Europeo.

3. Libros como el de Fukuyama sobre el final de la historia reflejan la pérdida de temor a que se reproduzcan políticas intervencionistas en cualquier parte del mundo. Se reducen los diferenciales de riesgo entre países, entre empresas y entre distintos activos.
4. Alan Greenspan justificaba su política monetaria expansiva en que, según él y los indicadores que manejaba, en Estados Unidos se había producido un crecimiento histórico de la productividad. Por eso eran necesarias mayores dosis monetarias. De afirmaciones de este tipo a creer que los ciclos se habían acabado no había más que un paso, y muchos lo dieron.
5. Países como China, que lleva más de 30 años creciendo al 10% anual acumulativo, y como la India, que más tardíamente decidió que había llegado el momento de crecer y que para hacerlo eran necesarias políticas más liberales y un cierto respeto a los derechos de propiedad, son seguidos por otros muchos países, una vez comprobado que el aumento de la renta per capita no resulta, automáticamente, en el derrocamiento de los regímenes dictatoriales y autoritarios.
6. La pobreza, la miseria y el hambre disminuyen como nunca antes lo habían hecho. Se comprueba que eran muchos los países que contaban con una población educada, que tenían

posibilidades de crecer si se reconocían ciertas libertades de decisión a las familias y las empresas. Incluso África, con retraso respecto al resto del mundo, mejora su ritmo de crecimiento, al tiempo que en algunos países aumenta, significativamente, el nivel de vida.

Todo ello no habría sido posible sin inversiones directas en muchos países, sin créditos bancarios y, sin que los tipos de interés no fueran excesivamente altos.

Pero, al final de un periodo de expansión sin precedente de la economía mundial, se comenzaron a detectar excesos en casi todos los países con la característica común de subidas fortísimas de los precios de algunos bienes. Antes de seguir adelante con la crisis financiera española, y para comprenderla mejor, es necesario analizar los años de expansión mundial y cómo la economía española ha participado plenamente en lo positivo del fenómeno, el crecimiento, y en lo negativo, los excesos de gasto en consumo e inversión, y cómo en España se han llevado las políticas de gasto al extremo, hasta el punto de que nos encontramos, por primera vez en la historia, con una sociedad en la que están endeudadas la familia y las empresas, mientras que el sector público ha mantenido constante su cifra nominal de endeudamiento.

Esa explicación, que considero necesaria para entender la subida de precios de algunos bienes, que nos afectan a todos y que ha permitido el crecimiento de muchos países en vías de desarrollo y un sustancial aumento de su nivel de vida –y estamos hablando de casi la mitad

de la humanidad–, figura como anexo a este artículo. Este reenvío al anexo de una serie de consideraciones históricas sobre la evolución de la política monetaria y su positiva evolución en el desarrollo del mundo nos priva, en el texto del artículo, de algunas de las explicaciones de lo que está ocurriendo con los precios mundiales y de los posteriores cambios en la política monetaria, pero permite no distraerse de nuestro objetivo fundamental, que es explicar la actual crisis económica y financiera española.

### **VII) La crisis financiera internacional de agosto de 2007 y sus efectos en la financiación de la banca y de la economía española**

La crisis financiera internacional se manifiesta, desde que aparece en agosto de 2007, hasta hoy, un año después, como una crisis de liquidez, compatible, durante un cierto tiempo –quizá unos meses más–, con aumentos todavía mayores de los precios de determinados bienes. Se manifiesta como una crisis que para muchos bancos pasa –o pasará– a ser de solvencia y como una crisis que resulta en una restricción general del crédito, pues las autoridades monetarias mundiales –la FED, el BCE, el Banco de Inglaterra y los bancos centrales de los países más grandes del mundo, como China, India y México y Brasil– se han dado cuenta de que la subida de precios de materias primas y alimentos estaba creando las condiciones para que las tensiones de precios en esos bienes se conviertan en una inflación mundial. Para evitarlo están subiendo los tipos de interés de intervención. Los mercados, donde las tensiones de liquidez

comenzaron en agosto de 2007, están haciendo el resto, aumentando los tipos de interés, los márgenes y aplicando primas de riesgo crecientes y diferentes según países, sectores y empresas.

La economía española se enfrenta, pues, a una serie de factores que le suponen falta de liquidez y financiación a corto plazo, altos precios de determinados bienes de importación y factores internos que, en cualquier caso, habrían provocado la brusca caída de la actividad de nuestra economía.

#### 1. La falta de liquidez del sistema financiero español como consecuencia de la crisis de agosto de 2007

Para la banca española, bancos y cajas, grandes y pequeños, la crisis tuvo efectos inmediatos. Nuestro sistema financiero era, y es, más dependiente del crédito internacional que casi el de ningún otro país. No había, ni hay, crédito para casi nadie, pero no había crédito, en particular, para la economía española. Personalidades como Alan Greenspan declaraban que, tras la crisis de la hipotecas *subprime* en Estados Unidos, lo que más les preocupaba era el riesgo que tenían contraído las entidades financieras, españolas y no españolas, con el sector promotor-constructor-inmobiliario español.

#### 2. Las restricciones crediticias habían comenzado antes de agosto de 2007

Desde casi un año antes de agosto de 2007, las dificultades que significaban los altísimos precios que habían alcanzado el suelo y las viviendas en España, eran evidentes incluso para la banca.

Se temía que los compradores de viviendas no pudieran pagar las hipotecas concedidas si subían los tipos de interés. Las entidades financieras habían comenzado a ser más exigentes con las garantías que pedían a compradores de viviendas, y, en menor medida, a promotores inmobiliarios.

Que iba a haber una crisis era evidente por la repercusión del excesivo precio del suelo en las viviendas y en el resto de las edificaciones, además de por un exceso de oferta, que se hacía a precios cada vez mayores, poniendo de manifiesto que el mercado de la vivienda, en particular, lejos de ser un mercado único y transparente, se compone de una serie de mercados opacos, fraccionados, segmentados, y, en algunos casos monopolizados. Y, por supuesto, sin competencia. Las diferencias entre los analistas eran del cuánto, de a quién le iba a afectar y de cuándo se produciría la crisis.

La doctrina oficial de las instituciones financieras, de los promotores, de los analistas, de los bancos de inversión y de los institutos de coyuntura era que no habría desplome brusco, sino una suave desaceleración de la subida de precios de la vivienda, hasta igualarse –por arte no se sabe bien de qué– con el IPC, lo que repercutiría, también suavemente, en la ralentización de la nueva construcción. Pero no se ponía en duda, por ejemplo, que el precio del suelo no bajaría jamás. Ya saben, se trataba de un bien "permanentemente escaso". Una creencia de la que yo también participaba en 2004, cuando escribí que me parecía imposible, dada la complejidad administrativa para transformar suelo rústico en urbano,

que llegara a sobrar suelo urbano en España.

La política crediticia se había endurecido, en los meses anteriores a agosto de 2007, para los compradores últimos de viviendas, pero se había mantenido el crédito promotor tanto a empresas solventes como a otras muchas menos capitalizadas. Y se siguieron financiando operaciones corporativas de compra de unas empresas promotoras inmobiliarias por otras. Y nadie se interesó por su liquidez, porque nunca se pensó que las ventas de suelo y viviendas pudieran paralizarse masivamente de una forma brusca. El crédito se seguía concediendo sin más garantías que la de los balances. Ya saben, el suelo era el mejor de los activos.

### 3. La posibilidad de un ajuste brusco

Y, sin embargo, para algunos analistas era evidente que la crisis del sector promotor nunca iba a ser suave. La cantidad de viviendas construidas y en construcción cubría sobradamente la demanda. Y era muy significativo el número de viviendas que se había vendido en los últimos años como pura inversión, con objeto de alquilarlas o de lograr una plusvalía en la reventa. De hecho, en la primera parte de 2007, se registraban caídas de las ventas de viviendas superiores al 30% o al 40% en relación con los mismos períodos del año anterior y el número total de transacciones inmobiliarias se reducía mes a mes, para desconcierto y desesperación de las entidades de los promotores, de la banca financiadora y de las autoridades autonómicas, que veían como disminuían sus ingresos por el impuesto de transmisiones patrimoniales, frente a crecimientos

superiores al 20% anuales acumulativos en los años anteriores. Había, pues, señales evidentes y claras de una crisis motivada por un exceso de oferta a precios cada vez menos competitivos.

Pero los financiadores del proceso, los bancos y las cajas, preferían pensar que asistiríamos a un suave ciclo de desaceleración económica, de corta duración. Y del que no había que preocuparse, porque había provisiones suficientes en sus correspondientes balances para hacer frente a los posibles impagados.

Pero una vez más, no todo se había previsto. No se habían previsto que las tensiones generadas por el exceso de liquidez terminarían por afectar a la estabilidad de la economía mundial; esa liquidez había generado crecimiento, pero también subidas de precios en bienes en los que era difícil que aumentara la oferta a corto plazo. Tampoco se había previsto la falta de confianza en los instrumentos de valoración de los distintos activos en que invertían su ahorro los ahorradores a nivel mundial. Por otra parte, era claro que no se habían valorado en su justa medida los problemas internos de la economía española.

En resumen, los principales problemas mundiales que afectaban a la economía española, desde agosto de 2007, eran los siguientes:

1. **La crisis financiera internacional**, que impide que las entidades financieras españolas sigan financiándose en el exterior.
2. **La subida de los precios del petróleo, gas y carbón**, las

principales fuentes de energía primaria, y de los que la economía española es especialmente dependiente.

3. **La subida de los precios de muchas otras materias primas**, básicamente minerales y de los metales de ellos obtenidos, que se refleja, como en otros países, en la subida de los precios de la producción industrial
4. **La subida de los precios de muchos productos alimenticios**, básicamente cereales, y de sus derivados, leche y carne, que afecta, como en todas partes, más que proporcionalmente, a la renta disponible de las familias con menos ingresos.
5. Y, desde hace poco, **la subida de los tipos de interés** de intervención del BCE, que se suma a la del euríbor, que no ha dejado de subir desde agosto de 2007.

La subida de precios de los productos a que se ha hecho referencia ha provocado subidas del IPC en todo el mundo, en particular en los países asiáticos, que están soportando altísimos precios de arroz, un producto básico para su alimentación, lo que se une a la disminución o supresión de las subvenciones al consumo de los combustibles y la energía eléctrica, pues ningún país podía ya soportarlos presupuestariamente. Estas subidas de precios están obligando a las autoridades monetarias de todos los países, no sólo a las de los países asiáticos, a aumentar los tipos de interés y a tomar medidas adicionales para restringir el crecimiento de la oferta

monetaria. Son problemas, pues, mundiales.

En el caso de España, lo diferencial es que nuestro IPC sigue subiendo, aproximadamente, un punto porcentual más que el del conjunto del área euro, lo que dificulta nuestra competitividad exterior.

El otro factor que agrava los efectos de la subida de precios en España es el alto índice de indiciación salarial; es posible que haya alrededor de 8 o 9 millones de personas con sus salarios ligados al IPC, más el diferencial que figure en el correspondiente convenio colectivo. A esta cifra hay que sumar los 2,5 millones de funcionarios públicos, a los que los últimos gobiernos del PP y los del PSOE han garantizado su indiciación al IPC.

A esos factores internacionales, resueltos en inflación, subida de tipos de interés y restricciones a la financiación de la economía y de la banca española, hay que sumar otros cuatro factores adicionales y propios que, de por sí, ya habían hecho inevitable el comienzo de una profunda desaceleración.

1. **El déficit de la balanza por cuenta corriente** alcanzó en 2007 los 100.000 millones de euros, un 10% del PIB. Ese déficit mide nuestro déficit de ahorro nacional. Gastamos al año, en 2007, 100.000 millones de euros más de lo que fuimos capaces de ahorrar.
2. **El endeudamiento exterior neto** del conjunto de agentes económicos que operan en España –Administraciones Públicas, familias, empresas financieras y no financieras– era de 728.000 millones de euros a

finales de 2007, una vez descontado el saldo positivo de los activos del Banco de España. Esa cifra, se obtiene como resultado de restar a nuestras inversiones y préstamos al exterior, las inversiones y préstamos del resto del mundo a residentes en España, una cifra que significa el 70% del PIB. De esa cifra, el endeudamiento de las Administraciones Públicas debe ser de alrededor de 60.000 millones de euros, una cifra que se había alcanzado ya en 1996. El resto corresponde a las empresas financieras y no financieras, y a las familias domiciliadas en España.

3. Los excesos de financiación y, en muchos casos, el empleo de recursos propios, para invertir en suelo y construcción de viviendas, y otras edificaciones, han provocado una **subida de precios de suelo y viviendas sin relación con su rentabilidad, presente y futura, para uso propio o para venta o alquiler**. Y aunque no sea todavía evidente, también el precio del resto de edificaciones, oficinas, comercios o naves industriales es excesivo, desde el punto de vista de su posible rentabilidad. Aunque posteriormente examinaremos las cifras concretas, esos excesos han provocado la existencia de un stock de viviendas sin vender que posiblemente superará los 1,2 millones a finales de 2008 y se ha creado tanto suelo urbano y urbanizable que no será posible que los inversores últimos recuperen siquiera un porcentaje significativo de su inversión, y si se trata de empresas o empresarios endeudados no podrán hacer frente a los pagos

por intereses y principal de sus préstamos. Tendrán que suspender pagos o vender a un precio muy inferior al que han pagado por su compra. Aunque, hoy por hoy, los compradores han desaparecido. Sólo están comprando las entidades financieras para empresas propias, creadas ex profeso para evitar la súbita aparición de créditos en mora en su activo superiores a sus actuales provisiones, una práctica que estudiaremos con detalle más adelante.

4. Y, finalmente, aunque en España no hay hipotecas *subprime*, la subida de tipos de interés y el hecho de que la práctica totalidad de los préstamos hipotecarios sean a tipo variable –como se expone en uno de los cuadros anteriores– provocará una situación inédita. **Es posible que sean 1,5 millones los compradores de viviendas en el mercado libre correspondientes a los años 2005, 2006 y 2007.** Y es también posible que al menos un millón de ellos lo hayan hecho como inversión y 500.000 familias hayan comprado las viviendas para habitarlas. Todos ellos se encuentran con que, en la mayoría de los casos, **su deuda hipotecaria es superior al precio de mercado de hoy de esas viviendas.** Es posible que sean muchos menos de un millón las familias que han comprado esas viviendas como inversión, pero es mejor colocarse en la posición más favorable para las entidades financieras, porque suponemos que los que han comprado para inversión tienen recursos suficientes para pagar las cuotas

hipotecarias. Tan pronto los datos de transacciones inmobiliarias registren los descensos de precios que ya se han producido en el mercado, y que oscilan entre el 20% y el 30%, según las zonas y la tipología de las viviendas, se van a acelerar los impagos hipotecarios sobre este tipo de viviendas, que correspondería a las *subprime* norteamericanas. De hecho, la subida de la morosidad bancaria desde el 0,2% de hace un año al 1,5% de este momento, registra, básicamente, este fenómeno. Esa tasa de morosidad no registra todavía la entrada en mora derivada de la multiplicación de empresas que están suspendiendo pagos.

La crisis de la economía española que he examinado en otros artículos y que se deriva, en una primera instancia, del ajuste a la baja en la Formación Bruta de Capital, es tan profunda que provocará una recesión ya en 2008, que se extenderá a todo 2009 y que, según las medidas que se tomen, podría empezar a corregirse en 2010. La crisis se ha agravado por los problemas de liquidez del sistema financiero español. La debilidad de la banca hará, sin duda, más profunda aún la crisis de lo que habría sido en otras condiciones. **Nos enfrentamos, pues, a dos crisis en parte sucesivas y en parte sobrepuestas, la del ajuste del sector de la construcción y la de la falta de liquidez del sistema financiero.**

Será inevitable que **el paro suba hasta los 4 millones de personas.** Y desde el punto de vista financiero, que es el que estamos analizando en este artículo, se

podrían producir pérdidas tan abultadas en la mayoría de los bancos, cajas y cooperativas de crédito, que es posible que se consuma la mayor parte de sus Fondos Propios netos. Al fin y al cabo, esos Fondos Propios netos son de sólo 170.000 millones de euros. Y si se analizan los créditos que ha dado la banca al sector inmobiliario y al constructor, junto con el de las familias que han comprado viviendas en los últimos tres años, parece inevitable que las pérdidas por el ajuste de precios en el mercado se refleje en grandes pérdidas para las entidades financiadoras. Lo que analizaremos con mayor detalle más adelante.

Aunque ésta, la falta de solvencia, es la más honda de las preocupaciones, la situación actual es de falta de liquidez del sistema financiero español. La misma que aqueja a otros muchos países, pero que es más intensa en España.

### **VIII) Las necesidades de liquidez adicional que necesitó la economía española en 2007**

En 2007, el ahorro nacional bruto alcanzó los 223.708 millones de euros, mientras la Formación Bruta de Capital sumó 328.659 millones de euros. La economía española necesitó una financiación exterior de 99.868 millones de euros, el 9,51% del PIB, según los datos del Banco Central Europeo.

Esos 99.868 millones de euros se explican por unos excedentes de 17.201 millones de euros de las entidades financieras españolas en cuanto a su actividad, a otro excedente de 23.169 millones de euros del conjunto de las Administraciones Públicas y a un endeudamiento neto adicional de

110.971 millones de euros de las empresas y otro endeudamiento neto también adicional por parte de los hogares de 29.268 millones de euros. Es decir, que familias y empresa no financieras se endeudaron entre ambas en 140.239 millones de euros, porque ese fue su exceso de gasto sobre su ahorro en el ejercicio. Y ya sabemos que, básicamente, invirtieron en compra de viviendas las familias y en promociones inmobiliarias las empresas.

Sin embargo, el endeudamiento nacional en 2007 del conjunto de sectores productivos, Administraciones Públicas, empresas financieras, empresas no financieras y familias, fue todavía mayor. Sin tener en cuenta el endeudamiento del Banco de España, subió desde los 570.000 millones de euros en 2006 (alrededor del 60% del PIB de ese año) hasta los 728.000 millones de euros de finales de 2008, más del 70% del PIB.

### **IX) Las necesidades de financiación exterior de la economía española en 2008**

Los datos, que tenemos hasta ahora, de la balanza por cuenta corriente indican que su déficit, que es una forma diferente de denominar a nuestro déficit de ahorro, se está agravando en 2008. Una situación aparentemente insólita, porque la brusca desaceleración de la economía debería haberse traducido en unas menores necesidades de financiación.

Esa evolución positiva no se está produciendo por los siguientes factores:

1. Encarecimiento del precio del petróleo, gas, carbón y otros productos energéticos. La reducción de las importaciones y del consumo de esos productos – que ya ha comenzado– no han sido suficientes para compensar su aumento de precios.
2. Aumento del precio de muchos alimentos importados y de materias primas básicas. La reducción del ritmo de importaciones, incluso el descenso de la cantidad importada, en particular de algunas materias primas, tampoco está siendo capaz de compensar su aumento de precio en los mercados internacionales.
3. Aunque el frenazo en la construcción de nuevas viviendas está siendo muy brusco, todavía se está invirtiendo demasiado, pues se están terminando proyectos comenzados en 2006 y 2007.
4. Algo parecido puede decirse en relación con la inversión en bienes de equipo. Aunque se hayan paralizado proyectos de todo tipo, son muchas las inversiones que, en los primeros seis meses de este año, reflejan decisiones de inversión de 2007, 2006 e incluso de ejercicios anteriores.

Es de esperar, sin embargo, que el cambio en el signo de la balanza de pagos por cuenta corriente sea notable en la segunda parte del año, con lo que las necesidades de financiación exterior se deberían reducir respecto a los de 2007. Es necesario, sin embargo, tener en cuenta el coste creciente del endeudamiento nacional, esos 728.000 millones de euros, y el

aumento de las transferencias de los inmigrantes al exterior, circunstancias ambas que podrían hacer modificar esa conclusión preliminar.

Si en 2007 el exceso de la inversión sobre el ahorro interno fue de casi 100.000 millones de euros, en 2008 lo lógico sería que esas necesidades se redujeran en conjunto, teniendo en cuenta todos esos factores, en 20.000 millones de euros. Esa cifra sería la resultante de una Formación Bruta de Capital del 25% del PIB – frente al 30% de 2007–, lo que reduciría las necesidades de financiación en casi 55.000 millones de euros. Esa reducción se compensará negativamente por el mayor precio que pagaremos por las importaciones de petróleo y otros bienes energéticos, por el coste de nuestro endeudamiento exterior y por las transferencias de los inmigrantes. En relación con el petróleo es oportuno recordar que cuando el Gobierno elaboró el cuadro macroeconómico correspondiente a 2008 como soporte de sus Presupuestos preveía un petróleo a 80 dólares el barril y un tipo de cambio de 1,35 dólares por euro para 2008.

En concreto, la subida del precio del petróleo va a significar para la economía española, si se mantuvieran unas importaciones de 1,6 millones de barriles de petróleo diario, a 140 dólares de promedio y el tipo de cambio del euro con el dólar es de 1,55, un pago no previsto al exterior de alrededor de 17.000 millones de euros. A esta cantidad habría que sumar los pagos adicionales por la importación de carbón y gas natural. En conjunto, estamos hablando de 20.000 millones de euros más de lo previsto

en el cuadro macroeconómico del Gobierno.

Sin embargo, es posible que la cantidad importada de todos esos productos descienda en, al menos, un 5% y que los precios en la segunda mitad del año se reduzcan significativamente. No sería imposible que los 140 dólares/barril del petróleo hasta el mes de junio se reduzcan hasta los 100-120 dólares/barril en la segunda parte del año. Si esto fuera así, la factura total por productos energéticos, en lugar de aumentar en 20.000 millones de euros, podría hacerlo en sólo 15.000 millones.

Lo que no parece posible es que el sector exterior aporte 0,2 puntos al crecimiento en 2008, según ha previsto el Gobierno en su nueva estimación de 25 de julio, en la que considera que el PIB crecerá un 1,6% en 2008. Ese nuevo cuadro macroeconómico es incoherente a la vista del comportamiento del consumo privado, que el propio Gobierno cree que crecerá sólo un 0,4%, pero que en la realidad parece que es incluso negativo. Es también incoherente con la evolución de la Formación Bruta de Capital, que según el Gobierno seguiría aportando crecimiento al PIB. Es incoherente con la evolución del sector exterior, por las subidas de precios de las importaciones que hemos mencionado. De esa revisión de los distintos componentes de la demanda española se debería deducir la entrada en recesión de la economía española en la segunda parte de 2008. El Gobierno sigue acercándose a la realidad, pero lentamente. Y la realidad, sobre todo la financiera, va mucho más deprisa que esas revisiones.

Veamos que nos dicen los datos más recientes de balanza de pagos. Según las cifras de aduanas sobre el comercio exterior de bienes, en los cuatro primeros meses de este año ha ocurrido lo siguiente:

1. El saldo de las importaciones y exportaciones de bienes –de productos energéticos, bienes intermedios, bienes de consumo y bienes de capital– ha empeorado en los primeros cuatro meses de 2008 en 4.628 millones de euros, en relación con los mismos cuatro meses de 2007. Si se mantuvieran las cantidades y precios de esos bienes el déficit anual empeoraría en más de 14.000 millones de euros. Sólo el saldo del comercio exterior de productos energéticos ha supuesto un mayor déficit de 6.426 millones de euros en los cuatro primeros meses de 2008. Ese mayor déficit se ha compensado por una mejoría del resto de los sectores, al haber comenzado a reducirse las importaciones de bienes de equipo y bienes de consumo duradero, como corresponde a una economía que está entrando en recesión.
2. Es imprescindible una mención específica a lo que nos está costando ya nuestro endeudamiento exterior. En 2004, cuando nuestro endeudamiento neto a final de año era de 363.000 millones de euros, pagábamos por rentas al exterior 38.360 millones de euros. En 2007, con un endeudamiento de 728.000 millones de euros, hemos pagado 82.393 millones de euros. Dentro de la subbalanza de rentas, el saldo de intereses y dividendos,

que en 2004 arrojaba un saldo negativo de 11.991 millones de euros, creció en 2007 hasta los 31.128 millones de euros de déficit. En 2008 esa cifra volverá a subir. No sería difícil que alcanzara los 40.000 millones de euros. Un mayor gasto del orden de otros 8.000 millones de euros anuales. Por tanto, los pagos al exterior por nuestro endeudamiento se acercarían ya al 4% del PIB.

3. Otra mención específica es precisa en relación al saldo exterior de intereses y dividendos de la banca española. En 2004 ese saldo era negativo en 2.694 millones de euros. En 2007 alcanzó los 13.069 millones de euros.

Por su parte, la subida del IPC hasta el 5%, un punto más que en el resto de la Europa monetaria, significa que es más barato importar determinados artículos que producirlos en España y que es más difícil la exportación de bienes y servicios por la falta de competitividad que ese alza supone. Su efecto en la necesidad de financiación exterior de España ya se recoge en los resultados de la balanza por cuenta corriente, a través del tamaño del déficit comercial y del de servicios, o del menor superávit de este último en su apartado de turismo. En relación con el IPC creo que puede aventurarse una fuerte caída desde el 5,3% anual para los últimos meses del año. Incluso con la economía indiciada, pues, como hemos visto, la mitad de los cotizantes a la Seguridad Social y los empleados públicos tienen sus sueldos ligados a la evolución del IPC, **la contracción monetaria española es tan fuerte que**

**nuestros precios deberían subir menos que los del conjunto de la Unión Monetaria para final de año.**

El peor de los mundos posibles para España sería que en 2008, con nuestra economía en recesión, no se redujera significativamente nuestro déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente, es decir, nuestro déficit de ahorro.

En efecto hemos visto que si se reduce, como parece, la Formación Bruta de Capital del 30% al 25% del PIB, nuestras necesidades de ahorro externo se reducirían en 55.000 millones de euros. Pero si debido al aumento de precio de las importaciones energéticas, y aunque redujéramos la cantidad importada, nuestros pagos al exterior aumentarían en 20.000 millones de euros más, los pagos por nuestro endeudamiento exterior aumentarían en 8.000 millones de euros. Si además el aumento de las transferencias de los inmigrantes supusieran otros 4.000 millones de euros más nos encontraríamos con que nuestra necesidad de ahorro externo sólo habría disminuido en 20.000 millones de euros. Seguiríamos necesitando alrededor de 80.000 millones de euros más al año, que se sumarían a nuestro endeudamiento exterior, por lo que éste alcanzaría los 800.000 millones a finales de 2008.

Y eso con la economía en recesión. El ajuste en 2009 tendría que ser mucho mayor del contemplado hasta ahora. Y en 2010 seguiría el ajuste recesivo. Eso es lo que dice nuestra balanza de pagos y de endeudamiento exterior.

## **X) Las necesidades de liquidez exterior de la banca española en 2008, las restricciones crediticias y la captación de pasivo**

Hemos visto en un apartado anterior que, en conjunto, **la banca española estaba endeudada en cerca de 708.000 millones de euros con el exterior a finales de 2007**. Esa cifra era inferior a la que había previsto la banca –bancos y cajas, repito– en cerca de 30.000 millones de euros porque, a partir de agosto de 2007, no fue posible conseguir fondos en el exterior; ni a largo plazo mediante la emisión de obligaciones y deuda de todo tipo a largo plazo, ni a corto plazo, a menos de un año, a través del mercado interbancario.

Esa primera restricción de liquidez es mayor de los 30.000 millones de euros que he mencionado, porque a esa cifra ha habido que sumar cerca de otros 50.000 millones de euros, por el vencimiento y no renovación de deuda exterior de la banca, a la que he hecho referencia en el párrafo anterior.

Para resolver esa situación de falta de liquidez la banca tomó las siguientes decisiones:

**Reducir los créditos y préstamos a las familias residentes.** Esa fue la primera sorpresa que se llevaron las familias que pretendían comprar su vivienda, al precio que fuera, incluso si éstos se habían reducido significativamente, pero que ahora con criterios más estrictos se consideraba que no ofrecían garantías suficientes. Un proceso iniciado antes de agosto de 2007, pero intensificado a partir de esa fecha. De hecho, la banca ha vuelto a

la política tradicional a la hora de conceder hipotecas de antes de la entrada en vigor del euro. Exigir a los compradores de vivienda un pago inicial de entre el 20% y el 30% del precio. Una cantidad, por tanto, no financiada. Presentar, igualmente, avalistas con garantías y financiar el 70% u 80% restante de acuerdo a nuevas tasaciones que tienen en cuenta la evolución de los precios en el mercado, al tipo del euribor con un margen similar, eso sí, al de antes de julio de 2007. Aquí no hay subida de diferenciales porque, si se pasan todos esos filtros, es seguro que el préstamo hipotecario no corre ningún riesgo o corre los mismos riesgos que tradicionalmente.

Por su parte, **las empresas sufrieron el grueso del ajuste.** Se encontraron con que no se renovaban sus líneas de crédito, ni se ampliaban los préstamos y créditos ya acordados, para aumento de circulante o compra de equipos. Además de dejar de financiar radicalmente a constructoras, promotoras e inmobiliarias. Sin discriminaciones. Todas sufrieron la reducción del crédito lo que, sumado al hecho de que las ventas de viviendas y suelo se habían reducido en proporciones, ya por entonces, de un 50%, forzó a muchas de ellas a abandonar proyectos, a retrasar pagos o en los casos más graves a declararse en concurso de acreedores.

La tercera medida que tomó la banca fue la de **aumentar los tipos de interés** de nuevas líneas de crédito o de nuevos préstamos a las empresas y a las familias para préstamos al consumo o para actividades productivas, tanto para resarcirse del mayor aumento del coste del pasivo, como para

desanimar a potenciales demandantes. No obstante lo cual, los tipos de interés, que han seguido vinculados al euribor más un diferencial que ha aumentado significativamente, no son mucho más altos que la inflación, por lo que puede decirse que **el crédito en España, cuando se consigue, sigue siendo demasiado barato.**

La cuarta decisión fue la de **aumentar la remuneración de los depósitos nacionales**, para captar en España los recursos que antes se conseguían en el exterior. Una decisión lógica pero que, en la medida en que tenía éxito, comenzó a discriminar entre entidades grandes y pequeñas. Entre más fiables –los grandes– y menos fiables –los no tan grandes–. El ahorro se desplazó, además, de fondos de inversión a depósitos, con lo que no se consiguió, probablemente, un aumento del ahorro nacional significativo –un objetivo, por otra parte, que no corresponde buscar al sistema financiero–, pero sí una mayor liquidez para el conjunto de la banca española, y un descenso importante de las cotizaciones de las acciones, obligaciones y otros activos en que tenían invertido su dinero esos fondos, afectando indirectamente al volumen total de riqueza de las familias españolas.

Finalmente, **se aprovecharon**, y se siguen aprovechando, **las facilidades de liquidez que instauró el Banco Central Europeo**. A fecha de hoy, agosto de 2008, las entidades financieras españolas han conseguido cerca de 50.000 millones de euros del BCE, mediante la entrega-depósito de activos calificados por el BCE para tener ese derecho. La demanda española ha sido tan grande que ha

habido protestas desde otros países del euro por considerar que la banca española se estaba extralimitando en el uso de esa facilidad.

### **XI) La situación de liquidez del sistema financiero español en agosto de 2008**

El conjunto de medidas a las que he hecho referencia han tenido un cierto éxito. Sigue habiendo problemas de liquidez y restricciones en los créditos y préstamos. En 2007 el crédito crecía a un ritmo anual del 20%, en la actualidad no llega al 10%. Un incremento reducido que obedece, ahora, tanto a las limitaciones de liquidez de la banca como a la falta de demanda de crédito.

Ha disminuido la demanda de crédito para compra de vivienda, nueva o usada, hasta situarse en tasas negativas. Se empieza a reducir, también en valores absolutos, el volumen total de crédito a los promotores. Se reduce el crecimiento del crédito al consumo y crece, mucho, la demanda de crédito de las empresas no ligadas, directa o indirectamente, al sector promotor-constructor-inmobiliario. Una demanda que aumenta, en gran parte, no ya para invertir sino para hacer frente a déficits de tesorería, provocados por la caída del consumo de los hogares.

Por otra parte, a lo largo del último año, la banca ha comenzado a renegociar la deuda de las promotoras inmobiliarias grandes y medianas. La tesis de la banca, apoyada por el Banco de España, es que no se puede permitir que suspendan pagos un número significativo –en volumen crediticio– de grandes empresas de ese sector. Temen que los 311.000

millones de crédito promotor vivo les obliguen a utilizar todas las provisiones existentes –2% del total de activos– y que les afecte significativamente a su solvencia, a sus Fondos Propios.

Esas refinanciaciones pueden tener lógica en algunos casos, cuando la promotora de que se trate pueda, razonablemente, recuperar liquidez e incluso rentabilidad, cuando la construcción de viviendas y otras edificaciones deje de proporcionar nuevas unidades al mercado y la demanda natural –de quizá 250.000 viviendas al año– comience a reducir el stock de los invendidos.

Otra cosa distinta es refinanciar empresas en cuyo balance predomina el suelo rústico, urbanizable o urbano y cuando no tienen posibilidades de reducir los precios de venta de sus activos, porque los han adquirido a precios demasiado altos. Resulta incomprensible que el sistema financiero lo esté llevando a cabo y lo sería más aún si el Banco de España lo apoyara.

**No tenía sentido, probablemente, refinanciar a Martinsa-Fadesa,** cuyo componente de suelo en el balance alcanzaba los 7.000 millones de euros, de un total balance de 11.000 millones y **quizá si lo tiene refinanciar a otras,** que tengan un mayor porcentaje de viviendas terminadas o todavía en construcción.

Es, en definitiva, un intento por parte de la banca de evitar la entrada en mora a corto plazo de un grupo de grandes promotores, aunque suponga, en muchos casos, encontrarse con un problema de solvencia aún mayor cuando venzan

esas refinanciaciones, si los promotores no consiguen aumentar sus ventas, de viviendas o de suelo, cuando venza el plazo de refinanciación.

Recientemente la banca ha iniciado otro proceso. Comprar activos, se supone que de buena calidad y a precios de mercado, que deberían ser mucho más bajos que los de hace apenas un año, para suministrar liquidez a los grandes promotores que, de otra forma, tendrían que declararse en concurso de acreedores. La banca gana tiempo, las compras que hace de esos activos aparecen en su balance como concesiones de nuevos créditos y los promotores encuentran alivio temporal a sus carencias. El futuro de esos promotores dependerá, sin embargo, de la composición de su activo, del precio al que hayan comprado el suelo, y de que consigan, en un futuro, vender a terceros –no a los propios bancos financiadores– las viviendas, el suelo, y cualquier otra edificación que tengan en su balance.

Se trata de ganar tiempo para que, cuando el parón del sector de la construcción sea mucho mayor, dentro de uno o dos años, se puedan vender esos activos, o algunos de ellos, tanto por parte de la banca como de los promotores. En ese momento no habría ninguna nueva oferta que compitiera con la vieja, porque el sector de la construcción tendría una actividad muy reducida. La banca, en cualquier caso, conseguiría retrasar la entrada en mora o la declaración de insolvencia de algunos de sus prestatarios, al tiempo que se crea una oportunidad para extender sus pérdidas en periodos mucho más amplios, pues estaríamos hablando de entre tres y seis o siete años.

Finalmente, unas palabras sobre la liquidez del conjunto de las Administraciones Públicas. Hemos visto en otros apartados de este artículo que el conjunto de las Administraciones Públicas no ha aumentado su endeudamiento en términos absolutos desde hace muchos años. Esa situación se ha terminado. Los ingresos de las corporaciones locales y de las autonomías están muy condicionados por la actividad en el sector de la construcción y en el inmobiliario. Una parte sustancial de sus ingresos, entre el 20 y el 40 por ciento, ya sea en efectivo, ya mediante permutas o la realización de obras públicas, dependen de la recalificación de suelo, del comienzo de nuevos proyectos de urbanización, del nivel de transacciones de propiedades inmobiliarias y del nivel de precios; cuanto más altos sean, mejor. Ese esquema de financiación se ha venido abajo. Ni las corporaciones locales ni las autonomías tienen dinero para llevar a cabo nuevas inversiones ni para pagar sus gastos corrientes. Se han convertido, ya, en demandantes netos de grandes cantidades de dinero. Lo mismo, aunque el proceso está un poco retrasado, puede decirse de la Administración Central, que cerrará 2008 con un déficit significativo, a pesar del superávit –pequeño– que pueda conseguir la Seguridad Social.

Una nueva demanda de crédito bancario, que incidirá en la limitada capacidad de financiación de la banca y acelerará el proceso de subida de tipos de interés en España, no ya por la evolución del euríbor, sino por el diferencial que la banca va a exigir en todas sus operaciones de activo, ya sea con las Administraciones Públicas, las empresas o las familias.

Existe otro factor, cuantificable pero impredecible. Según la banca española siga teniendo que devolver en los plazos previstos (entre 5 y 6 años) los créditos externos que tenía a mediados de 2007 (alrededor de 270.000 millones de euros en bonos y obligaciones y 404.000 millones de euros en depósitos), y que no sea posible encontrar financiación exterior sustantiva, aunque fuera a intereses mayores y con mayores primas de riesgo, por ser España y por ser entidades financieras españolas. En tal caso, la necesidad de seguir drenando liquidez interna puede sumar entre 50.000 y 80.000 millones de euros anuales, que sólo pueden obtenerse incentivando la captación de ahorro interno para depósitos por la vía ya analizada de aumentar los tipos de interés que se pagan por los depósitos, de tal forma que esa cantidad se logre detraer de los fondos de inversión, y de que se siga reduciendo el crédito interno – por decisión propia o de las empresas o familias–, lo que hará más pronunciada la baja cíclica en la que ha entrado nuestra economía.

Esta sería la evolución lógica de la actividad económica en España, una de cuyas manifestaciones será la disminución de la Formación Bruta de Capital hasta el entorno del 20% del PIB. Eso podría ocurrir en 2009. En ese momento no habría necesidad de ahorro externo para financiar nuestra actividad. Y el PIB se movería en cifras negativas durante todo el año. Y el paro crecería hasta casi el 20% de la población activa. Ese sería el ajuste real, que acompañaría al financiero, al que acabamos de hacer referencia.

## **XII) El gran problema: la solvencia de las instituciones españolas**

Según los datos que hemos expuesto, el sector promotor debe a la banca alrededor de 311.000 millones de euros. También sabemos que habrá alrededor de 1.200.000 viviendas nuevas sin vender a finales de 2008; ese número de viviendas puede tener, a precios de hoy, un valor de 160.000 millones de euros. De esta cantidad, un porcentaje pequeño estará soportado por los fondos propios de los promotores, pero la cifra es compatible con el endeudamiento global de 311.000 millones de euros del sector inmobiliario. El resto podrían ser préstamos para nuevas edificaciones diferentes a las viviendas, para la adquisición de suelo y para operaciones corporativas.

Dado el descenso de ventas de viviendas, de entre el 70% y el 80%, en 2008, en relación al mismo periodo de 2007, y siempre que la paralización de ventas continúe, lo que parece inevitable dada la inconcebible rigidez a la baja de la vivienda nueva en que se han empeñado muchos promotores, las posibilidades de que muchos terminen por suspender pagos son cada vez mayores.

La banca está intentando, como hemos comentado, la refinanciación de las grandes promotoras, pero los pequeños y medianos representan, probablemente, más del 50% del total de esa cifra de 311.000 millones. Un enorme grupo de pequeñas empresas que entrarán en concurso de acreedores y de las que una buena parte acabará finalmente en quiebra. La situación, lógicamente, afecta a otros muchos

sectores ligados al de la construcción y venta de viviendas, como el sector de electrodomésticos, el de muebles y similares.

Por su parte, el brusco descenso del consumo del sector privado, que según el Gobierno podría crecer un 0,4% en 2008, frente a tasas del 3% ó 4% en los años anteriores, precipitará también la crisis y suspensión de pagos de muchas otras empresas. Es posible que, a la vista de la evolución del empleo y de los datos de ventas de comercios minoristas y de automóviles a particulares, el consumo privado no alcance siquiera esa cifra, que avanzó en su tercera revisión del PIB para 2008 el vicepresidente económico el jueves 25 de julio.

Pero, afortunadamente, el endeudamiento de los otros sectores económicos distintos del inmobiliario-constructor-promotor, es mucho menor y sus fondos propios mucho más altos en relación a su balance total. Habrá suspensiones de pagos pero, en muchos casos, será posible refinanciar y evitar la desaparición de las empresas.

¿Cómo afectará esa posible situación de concurrencia de acreedores a la banca? No sabemos, pero si los Fondos Propios del conjunto de entidades financieras que operan en España alcanzan en total 170.000 millones de euros y su financiación a largo plazo suma otros 50.000 millones de euros, esa es la cifra que tiene la banca española para soportar la actual crisis. No es imposible que los créditos en mora, por dificultades de los promotores, alcancen, si la parálisis de ventas continúa un año más, los 150.000 millones de euros.

Hacer predicciones sobre lo que va a ocurrir con los 311.000 millones de euros prestados a los promotores es casi imposible, por diferentes razones:

1. Por una parte, un porcentaje elevado de los promotores desarrolla su actividad junto con la de empresarios inmobiliarios, que alquilan sus edificaciones, con lo que es posible que los ingresos por alquileres o por venta de edificaciones en funcionamiento y que obtienen una renta pueda compensar las pérdidas producidas por la actividad puramente promotora.
2. Por otra, la promoción puede ser una más de las actividades de grupos empresariales diversificados tanto en su actividad en España como fuera de España, donde pueden actuar como promotores o como inversores con otras actividades. También en este caso las pérdidas de las promociones podrían compensarse con otros ingresos de actividades dentro y fuera de España.
3. En tercer lugar, hemos hecho referencia que la banca está refinanciando al menos a tres años a los promotores que tiene mayor deuda, fondos propios algo más elevados y activos de mejor calidad, por lo que la necesidad de constituir provisiones para cubrir la entrada en mora de los préstamos y créditos a esas empresas no se reflejarían en las actividades financieras hasta dentro de tres años.
4. No sabemos si en la financiación de los 311.000 millones de euros está incluida la financiación

directa, por parte de bancos extranjeros a empresas españolas y que podría estar, por tanto, soportada por el balance de entidades situadas fuera de España.

Por esa razón hemos supuesto que de los 311.000 euros de crédito promotor pueden entrar en mora algo menos de la mitad, el 50%, lo que equivaldría a 150.000 millones de euros.

No he querido, ni podido, evaluar la posibilidad de que con la disminución del empleo total se reduzcan las necesidades de oficinas y naves industriales además de comercios. Si esto ocurriera los afectados podrían ser no los promotores sino las empresas puramente inmobiliarias, un grupo al que se considera seguro por parte de todos, analistas, inversores y banca. Pero si la economía española funcionara con sólo 18 millones de personas en lugar de con 20 millones, es evidente que también sobrarían otros tipos de edificaciones, además de viviendas.

Esos activos inmobiliarios, que ejecutarían los bancos que tienen garantías hipotecarias sobre esos créditos, por supuesto que tienen valor, no el que se les asignó en el momento de la concesión del crédito, pero sí, quizá, un 70% si se trata de viviendas y sólo un 25-30% si se trata de suelo urbano. Utilizo esos porcentajes porque las operaciones que se están formalizando en la actualidad se realizan con ese tipo de descuento.

Si con el paso del tiempo, tras tres, cuatro o seis años, la banca consigue vender las viviendas que se hayan adjudicado de los promotores por la ejecución de las garantías

hipotecarias en un 70% de su valor crediticio y vender también suelo, aunque recuperando sólo un 30% del valor que se les atribuyó en su momento para otorgar créditos, podemos estar hablando de pérdidas totales de alrededor de 40.000 millones en la liquidación de las viviendas y de más de 60.000 millones en las ventas finales de suelo adjudicado. En total, alrededor de 100.000 millones de euros.

Este proceso de reconocimiento de pérdidas puede durar unos cuantos años. Desde la entrada en mora hasta la adjudicación en caso de insolvencia, o por adjudicación en los casos de concursos de acreedores, y su posterior traspaso a una compañía gestora de propiedad de las entidades financieras para su manejo pueden pasar varios años. Las pérdidas del sistema financiero podrían distribuirse a lo largo de 5 o 6 años.

Durante ese periodo la banca ganaría tiempo para poder generar beneficios en su actividad crediticia normal, con los que compensar parte de las pérdidas de su cartera de promotores.

Por otra parte, no hemos tendido en cuenta los efectos de los impagados de los promotores en otros sectores, como el de la construcción, que tiene unas deudas totales con la banca, cercanos, como hemos visto, a los 150.000 millones de euros.

Tampoco hemos considerado cómo va a afectar la recesión económica a los otros sectores económicos, el industrial y el de servicios. Muchos resistirán, porque están bien capitalizados, pero la falta de liquidez de la banca puede provocar suspensiones de pagos injustificadas de muchas empresas de estos

sectores, que no podrán atender sus obligaciones con terceros si se les cortan los créditos para capital circulante; un hecho que ya es común y que está afectando gravemente a los sectores económicos que actúan al margen de los sectores promotor-constructor.

Por todo ello, considero que, en este análisis, se puede mantener una cifra de pérdidas tan elevada como la que estoy manejando. Habría compensaciones. Habría más pérdidas por créditos concedidos a otros sectores relacionados y a los que les afecta más directamente la recesión económica. Y las pérdidas de los promotores podrían compensarse con actividades inmobiliarias, o de otro tipo, de grupos de empresas y, también, podrían aplazarse en el tiempo.

**Estamos en el campo de la pura especulación, sin más datos que los que se derivan de valoraciones personales respecto a los cuáles van a ser los precios de las viviendas y el suelo y cuál va a ser la evolución económica española.**

Es verdad que, en anteriores crisis inmobiliarias, como la de 1990-93, la banca recuperó la casi totalidad de sus préstamos tras ejecutar sus garantías hipotecarias y de otro tipo y de mantenerlos en el balance de compañías filiales o en el de empresas creadas al efecto, pero creo que la situación es, ahora, diferente. Nunca antes se había producido una burbuja inmobiliaria. Los precios de las viviendas de principios de los noventa podían estar hinchados, en conjunto, un 10%-20%, y el volumen total de viviendas adjudicadas por la banca era insignificante en relación con el actual. Y en cuanto al suelo, lo

evidente es que, antes, en la anterior crisis, apenas había suelo y su precio nunca fue un problema. El suelo siguió siendo escaso. Nada que ver con los enormes excesos que existen en estos momentos. Por eso la situación de solvencia de la banca es tan comprometida.

Si eso fuera así, la banca se enfrentaría a pérdidas de 100.000 millones de euros en los próximos años. No es una cifra excepcional dada la gravedad del problema. Lo difícil es que, en este momento, los dos grandes bancos internacionales que tenemos, el Santander y el BBVA, son los únicos con capacidad para lograr recapitalizarse si lo necesitaran. El resto de los bancos, por su tamaño, y las cajas, por su especial régimen jurídico, tienen cerrada esta vía para recomponer su capital.

Si no se recapitaliza, nuestro sistema financiero arrastraría al real, pues los créditos tendrían que reducirse drásticamente, para acompañarlos a sus fondos propios y respetar los criterios de solvencia fijados imperativamente por el Banco Central Europeo, de acuerdo con las decisiones de Basilea. Habría que buscar una solución, pues una crisis financiera global de esa naturaleza provocaría una auténtica catástrofe.

Desgraciadamente, los problemas crediticios de la banca no terminan aquí. El crédito hipotecario por compra de vivienda durante los años de 2005, 2006 y 2007 también presenta características que los acerca a la categoría de hipotecas *subprime* españolas.

1. Los **precios** que pagaron los compradores fueron **muy altos** en conjunto, en particular en lo

que se refiere a la vivienda de venta libre.

2. Los **créditos** hipotecarios concedidos a los compradores alcanzaron, en ocasiones, **el 100% del valor de tasación**.
3. Desde entonces, es posible que esos precios se hayan reducido en, al menos, un 10% ó 20%, o incluso más.
4. Esos créditos hipotecarios se concedieron a **plazos muy largos**, en promedio a 30 años y a **tipos de interés variable**, por lo que en 2008 y 2009 será mínima la parte de principal que se haya devuelto a la banca financiadora.
5. En algo más de dos años el euribor ha pasado del 2% al 5,3% y su repercusión en las cuotas hipotecarias es muy grande.
6. Simultáneamente, **ha aumentado el IPC hasta situarse en el 5% anual** y ha subido especialmente los precios de los alimentos y los combustibles, lo que afecta, directamente, a la capacidad de pago de los adquirentes de viviendas de menor renta de esos años.
7. Ha aumentado sustancialmente el **desempleo** y se espera que se destruyan entre un millón y un millón y medio de empleos, lo que, nuevamente, afectará a los compradores de viviendas que las hayan comprado hace menos tiempo.

La actual morosidad del conjunto de la banca, que ha pasado del 0,2 al 1,5% en apenas un año, tiene que ver con el impago de cuotas hipotecarias de compradores de vivienda. La cifra

de mora alcanza, hoy, los 22.000 millones de euros; según los expertos en esta materia, no sería extraño que esa cifra se doblara o incluso que aumentara hasta el 3,5%, lo que situaría la morosidad por este concepto en los 42.000 millones de euros que habría que sumar a la morosidad por demanda de los créditos a promotores y a resto de los sectores productivos.

En este caso, si la banca se ve obligada a ejecutar sus garantías hipotecarias, podría recuperar tras un largo periodo una cantidad superior, en porcentaje, a la que podría obtener de los activos ejecutados a los promotores. Pero en el entretanto esta circunstancia afectaría gravemente a la solvencia del sistema.

### **XIII) Conclusiones**

El entorno internacional está cambiando. La política monetaria más restrictiva de la mayoría de las autoridades monetarias se está dejando sentir en la actividad. Es posible que la economía mundial no crezca ya al 5% de los últimos años, sino que la desaceleración lleve el crecimiento mundial a tasas del 3,5%. Al margen de las políticas monetarias activas de los bancos centrales, la realidad es que a nivel mundial se está produciendo una reducción de la oferta monetaria muy considerable. Difícil de evaluar, pero contracción grave, que está afectando a la actividad, con el retraso habitual de las decisiones de política monetaria, de entre doce y dieciocho meses.

El menor crecimiento de la economía mundial tendrá efectos positivos y negativos. Será positiva, a corto plazo, una menor presión sobre la demanda de petróleo y

otros productos energéticos y sobre las materias primas, básicamente metálicas, que utiliza la industria. No creo que se reduzca, sin embargo, el precio de los alimentos, pues su oferta es inelástica a corto plazo y el nivel de vida que han alcanzado muchos habitantes del mundo no se va a reducir.

A largo plazo, tengo la duda de si los altos precios de todos los bienes a que se ha hecho referencia, aunque descendan, serán suficientes para mantener las inversiones necesarias para incrementar su oferta y conseguir, en el futuro, un equilibrio entre oferta y demanda a precios más reducidos que los actuales.

Desde el punto de vista financiero, la contracción monetaria seguirá afectando a la liquidez de la economía española, aunque, una vez realizado el ajuste entre el ahorro y la inversión, lo que ocurrirá, previsiblemente, en los próximos dos años, no deberían ser necesarios fondos externos de la magnitud que hemos tenido en los últimos años, en particular desde 2002-2004.

Otra circunstancia positiva sería que el descenso del IPC, y, posteriormente de los tipos de interés de intervención del BCE y del propio euribor, se traducirían en un aumento de la renta disponible de las familias. De las familias, naturalmente, que hayan conservado el empleo, porque los que lo hayan perdido, aunque tengan prestaciones por desempleo y subsidios de paro, se encontrarán con dificultades para pagar sus cuotas hipotecarias si tienen préstamos de esta naturaleza. Y hay que recordar que en España más del 90% de las familias es dueña de su propia vivienda, con o sin hipoteca.

Si el comportamiento de la M1 y de la M3, como hemos visto en los cuadros nº 3, nº 4 y nº 5, reflejara sólo la ralentización del crecimiento de la economía española desde agosto de 2007, su evolución no merecería muchos más comentarios. Pero que la M1 tenga una tasa negativa de -3,5% en el mes de abril de 2008 y que la M3 dé la impresión de estar desplomándose parece indicar algo más: una fuerte contracción monetaria, derivada de la pérdida de liquidez de la banca española a partir de agosto de 2007. Esa contracción, si continúa, amenaza con afectar a la economía real de una forma indiscriminada. **Podríamos estar entrando en un periodo similar al que sufrió la economía norteamericana en los años 1929-1932 o la japonesa a principios de los años 90.**

Lo más notable de este fenómeno (y del previo, en el que la M1 y la M3 crecieron mucho más en la España que en la Unión Monetaria Europea) es que el euro permite y potencia unas evoluciones tan dispares entre unos y otros países miembros. El euro parece no servir para frenar una expansión monetaria que ha hecho aumentar desmesuradamente el valor de los activos en España, ni para retornar a una senda de normalidad. Al contrario, una moneda única en un país como España –en el que, de hecho, sólo funciona globalmente la banca al por menor, que opera como un oligopolio– se traduce en una contracción monetaria nacional cuando la banca se equivoca en su política de crédito y tiene que rectificar, y además se encuentra con problemas que le afectan a la liquidez y la solvencia.

No hay una salida fácil al problema, porque lo lógico, que sería que otros bancos, europeos o de cualquier otra nacionalidad, entraran a competir para ofrecer créditos a las empresas solventes, no es posible. Y no lo es porque el dominio que ejerce la red minorista de la banca española en un país que es el paraíso de las microempresas no tiene alternativa posible.

Volviendo a la situación del sistema financiero español, en mi opinión, **el problema de solvencia de la banca, de bancos, cajas y cooperativas de crédito se manifestará en toda su gravedad a partir de 2009.** Disfrutarán de una situación privilegiada los grandes bancos españoles, el Santander y el BBVA. Las dos grandes cajas, La Caixa y Caja Madrid, consolidarán su posición, pero tendrán la dificultad de allegar mayores recursos propios si los necesitaran.

**Parece difícil que sobreviva, en su forma actual, el sistema de cajas de ahorro,** lo que puede ser una buena noticia si se logra convencer al legislador de que esa forma jurídica ha quedado obsoleta, por más que haya funcionado admirablemente bien hasta ahora.

Lo que no está claro es cómo podrá el sistema financiero español afrontar las pérdidas que irremediamente se presentarán en los próximos años. Si su volumen total es tan grande como he calculado harán falta imaginación y medidas, que prefiero no plantear siquiera, para superar una situación tan extrema como la que podría llegar a darse.

## **Anexo - La economía global**

La economía mundial llevaba, en 2007, al menos ocho años creciendo a tasas crecientes, que habían alcanzado el 5% anual en los últimos cinco años. Ese crecimiento ha terminado por provocar inflaciones de gravedad en muchos países, pues como hemos anticipado, ha habido dinero para todo y para todos. Para invertir en proyectos sensatos, para hacer infraestructuras, para financiar los sectores en teoría más productivos y para construir millones de viviendas. Unas veces ha habido inversiones directas y otras préstamos financieros de todo tipo. Los tipos de interés -quizá lo más llamativo- han sido bajísimos para todos los países. Los inversores internacionales han llegado a valorar como similar el riesgo de invertir en España que en el Reino Unido, que en Rusia, Brasil, China o Estados Unidos, por poner sólo unos ejemplos.

Los efectos de las facilidades de capital y crediticia han sido diferentes:

1. La oferta de alimentos, de algunos productos básicos, como el petróleo, el de la necesidad de nuevas infraestructuras y la demanda de medios de transporte no ha podido crecer tan rápidamente como la demanda.
2. Ha habido otros bienes, como los inmuebles, en los que la oferta ha terminado por ser muy superior a la demanda en muchos países.
3. Esa desigual respuesta, diferente según países y sectores, se puede explicar en unos casos por un nivel de precios, al comienzo de la expansión, excesivamente

bajos, que no hacían atractiva la inversión; en otros, porque el proceso de inversión para aumentar la oferta es necesariamente lento; en otros, finalmente, porque se ha descuidado la inversión en investigación, como por ejemplo en la mejora de la productividad de la agricultura a nivel mundial.

Los principales estrangulamientos que están afectando al crecimiento mundial y los efectos del exceso de dinero en la construcción de viviendas en muchos países desarrollados han terminado por provocar una subida de la inflación que, en muchos países del mundo, alcanza ya los dos dígitos, y que ha llevado a las autoridades monetarias a modificar su política por el temor a que esa subida de precios se traslade al resto de los precios y salarios y nos lleve a todos a una inflación descontrolada.

Esos estrangulamientos y esos excesos se han manifestado en los siguientes sectores y por las razones que se exponen sucintamente a continuación:

1. **El petróleo.** El aumento de la producción de petróleo requiere enormes inversiones en exploración e investigación, en nuevos campos, en oleoductos, en nuevas refinerías, en nuevos petroleros.
2. **Las infraestructuras.** El aumento del comercio nacional e internacional requiere grandes inversiones en carreteras, líneas ferroviarias, puertos y aeropuertos.
3. **Los alimentos.** El aumento de la producción de alimentos requiere nuevos regadíos, nuevos

productos transgénicos y la liberalización de los mercados de los países desarrollados.

4. **La vivienda.** No es un accidente que se presenten simultáneamente problemas de excesos de producción de viviendas en muchos países desarrollados, porque el gran volumen de dinero en circulación ha hecho que los precios de esos activos crezcan más deprisa que otros y los inversores se han sentido confiados en el carácter real de sus activos y la experiencia previa de muchos años con crecimientos constantes de los precios. Aunque, eso sí, han preferido olvidar la crisis financiera japonesa, provocada por precios exorbitantes de todo tipo de activos inmobiliarios.

No es tan sencillo aumentar la producción de alimentos, pues se requieren políticas más liberales, mayores inversiones, mayor investigación y vencer los prejuicios antidesarrollistas de los ecologistas. Por su parte, mientras la demanda de petróleo crezca al 4%-5% anual y la oferta sólo sea capaz de hacerlo al 2%, habrá tensiones al alza en los precios del petróleo y de otros productos energéticos. El aumento de la producción de muchos minerales, básicos para la producción industrial, requiere tiempo, pues hay que hacer minas, transportar el mineral, construir plantas de tratamiento y, nuevamente, infraestructuras para su comercialización, y hasta que el aumento de la oferta no sea suficiente, habrá tensiones al alza en los precios.

Esa era la situación cuando tiene lugar la crisis financiera

internacional de agosto de 2007. Exceso de dinero, tipos de interés demasiado bajos, altos precios de muchos activos en los países desarrollados y falta de tiempo e inversiones para que la oferta de productos básicos, como alimentos y productos energéticos, fuera capaz de crecer al ritmo de la demanda, evitando así subidas espectaculares de sus precios.

Por eso, la actual crisis es tan compleja, porque afecta a sectores muy diversos en diferentes partes del mundo y se manifiesta, en todos los casos, con aumentos de precios. En algunos casos, como en el de la vivienda, estas subidas son capaces de incentivar la oferta en el medio plazo (4-6 años), pero en otros, como los de los alimentos y el petróleo, aún no ha habido tiempo suficiente como para que la oferta crezca.