



Jean Baptiste Simeon Chardin. La Burbuja de Jabón. (Museum of Art. Los Angeles. California)

# EL SASTRE DEL REY

**Manuel Fernández de Jódar**  
(E-MBA, Sevilla, 2000) Director ejecutivo del  
Programa Intensivo de Dirección de  
Empresas (PIDE)  
[mfjodar@santelmo.org](mailto:mfjodar@santelmo.org)

Imagino que recordarán aquella fábula de Hans Christian Andersen en la que un sastre logró convencer al Rey de que le había confeccionado una obra maestra: un traje invisible, el cual, además de esta increíble característica, era un instrumento que permitía medir la inteligencia y el conocimiento de todo aquel que lo

observara. En pocas palabras, solamente el inteligente sería capaz de apreciar el traje, y aquel que careciera de inteligencia, terminaría no viendo nada, es decir, al rey desnudo.

Pues tengo una extraña sensación que debe asemejarse al rubor que sintieron aquellos cortesanos cuando vieron a su

## Las continuas contradicciones entre las grandes declaraciones y los hechos evidencian la opacidad de nuestras entidades financieras hasta tal punto que resulta tan cómico como cuando el protagonista de nuestra fábula gritó a todo el mundo ¡El Rey está desnudo!

rey totalmente desnudo, cuando oigo a dirigentes políticos, económicos y financieros de nuestro país hablar sobre el “traje” de nuestras entidades financieras: “el sistema bancario español es de los más efectivos del mundo”, “el sistema financiero español se encuentra en una posición de fortaleza para afrontar la actual situación de los mercados internacionales gracias a su holgada situación de liquidez, sus altos niveles de rentabilidad, confortables ratios de solvencia y elevada cobertura de créditos”, “el modelo bancario español puede ser un referente hacia un nuevo modelo de banca”,... en definitiva, un maravilloso “traje” que oculta la podredumbre en su interior: la morosidad, la falta de liquidez, los vencimientos de deuda, la restricción del crédito, el derrumbe inmobiliario, ...

Es cierto que nuestras entidades financieras han asumido los riesgos bancarios en sus balances y no los han traspasado a sucesivos tenedores. Por lo tanto, no utilizaron vehículos de inversión fuera de balance lo cual les evitó ser contagiados por activos tóxicos derivados de la crisis subprime. No es menos cierto que realizaron mayores provisiones que reforzaron sus reservas de capital. Pero todo ello ha sido gracias al papel regulador del Banco de España que impuso sus criterios frente a la resistencia de las propias entidades que se quejaron de la desventaja competitiva que estas restricciones les suponía respecto a la banca internacional. Pero es que la crisis española no tiene detrás el hundimiento de los activos tóxicos -aunque sí la desconfianza provocada en los mercados- sino precisamente el hundimiento del mercado inmobiliario. Y aquí sí hay una responsabilidad mayúscula por parte de nuestras entidades financieras, responsabilidad que conviene esclarecer en orden a dar transparencia a los mercados y seguridad a los particulares

tomando medidas que impidan que estas actuaciones vuelvan a repetirse.

### Gestación de la burbuja Inmobiliaria

Los factores que originaron el nacimiento de la burbuja inmobiliaria, las “novedosas” prácticas que utilizaban las entidades financieras y los graves riesgos que el estallido de la burbuja podía implicar a nuestro sistema financiero y a las familias, fueron ya explicadas en esta misma revista<sup>1</sup>. A modo de síntesis, debemos recordar que en la década de los 90 el negocio del crédito inmobiliario en España estaba dominado por las Cajas de Ahorros; la banca centraba más su negocio en empresas y particulares. Sin embargo, con el “boom” inmobiliario, a partir del 97, se desata una competencia feroz entre las entidades financieras en general por abarcar mayor cuota de operaciones hipotecarias y, por tanto, mayor volumen de negocio inducido. Y en esta “agresiva” carrera por acaparar mayor trozo del pastel, las entidades financieras se olvidan del rigor en el análisis del riesgo, relajan criterios que se habían mantenido siempre firmes e impulsan de forma desaforada la inversión en el mercado inmobiliario. Es por ello que contribuyen decididamente no sólo a la formación de la burbuja sino, en mi opinión, a la toxicidad de parte de la misma (“subprime” a la española) y a una concentración de riesgos en un sector (60% de la inversión) que ahora podríamos calificar de “demencial”.

### “Subprime” a la española

En primer lugar, hay que destacar, por la importancia de su volumen (600.000 Mlls. €), las **hipotecas a particulares**. En este apartado, los bancos y cajas, a la hora de valorar el riesgo, admitían un nivel de esfuerzo de accesibilidad a la vivienda superior al 40%, cuando lo razonable siempre fue considerar una tercera parte

de los ingresos familiares. También se incrementaba el plazo medio de los préstamos superando los 25 años (las ofertas comerciales llegaban incluso a los 40 y 50 años) y tasaban las propiedades muy por encima del valor real, concediendo el préstamo por el 80% o incluso el 100% del valor de tasación. Todo ello constituye una falta de rigor y laxitud en el otorgamiento de los créditos y parece necesario cuantificar el volumen de préstamos que se dieron por encima de las condiciones consideradas como prudentes. La actual crisis -al igual que cuando baja la marea emerge el arrecife- evidenciará estas malas prácticas a través de los fallidos y el incremento de la morosidad, pero en ningún caso podrá justificarse que ha sido la causa.

En segundo lugar, **en la financiación a las promotoras** la banca utilizó como criterio, a la hora de *valorar el riesgo, la expectativa de valor* en el mercado del suelo y de su proyecto inmobiliario. Para evitar la recomendación del Banco de España de no rebasar el porcentaje del 80% del valor de tasación, la sobrevaloración del activo a través de la tasación fue algo habitual que proporcionó una financiación por encima de los costes de adquisición del suelo y de la ejecución del producto inmobiliario. Dicho de otra manera, el banco aportaba el 100% de la financiación del proyecto. Primero se analizaba el coste económico de la operación, tanto para la adquisición del suelo como para la promoción. Posteriormente, se negociaba con la entidad financiera en cuestión la cantidad que la inmobiliaria necesitaba para la ejecución del proyecto y, por último, la tasadora ajustaba su valoración en unos importes superiores al valor real del suelo y del valor de mercado de la promoción basándose en las expectativas de incremento de valor.

<sup>1</sup> Revista Agrupación Miembros IIST Junio de 2003 nº 9 “Consideraciones sobre la burbuja inmobiliaria: Riesgos y perspectivas”. Manuel Fdez. de Jódar

## El mayor desempleo y la restricción del crédito ahogará a las familias y a las empresas y tendrá un efecto multiplicador sobre la morosidad.

Otra fórmula era formalizar ante fedatario público, en un acto único, la compra del suelo y el préstamo al promotor, utilizando las primeras disposiciones de dicho préstamo, en vez de para ejecutar la obra, para comprar el suelo. Era otra forma por la que el promotor no aportaba recurso alguno.

Por el criterio de prudencia y por transparencia debería cuantificarse qué *volumen de préstamos al promotor han sido financiados a sociedades cuyos balances no soportaban tal endeudamiento. También cuál es el volumen de préstamos al promotor* que actualmente dentro del periodo de carencia de 2 a 3 años (fase de construcción), que, con el mercado inmobiliario prácticamente paralizado, hay que entender que pueden resultar fallidos. Y aquí deben incluirse sin distinción pequeñas, medianas y grandes empresas. En la actualidad, son 300.000 millones € la deuda contraída por las promotoras con los bancos.

Y, en tercer lugar, para optimizar el negocio inmobiliario y aprovecharse de toda la cadena de valor, la banca incentivó nuevas fuentes de generación de negocio: las **redes externas**. Así, en 2007 existían en España 8.000 intermediarios de crédito entre empresas (franquicias financieras) y particulares. Es todo un ejército especializado en concentrar deudas de baja calidad, de clientes con problemas de pago, en una sola deuda, refinanciándola con una sola entidad financiera, haciendo desaparecer previamente todo rastro o vestigio de morosidad o impagados a través del RAI o del ASNEF. ¿Considera necesario saber a cuánto asciende en la actualidad el volumen de préstamos e hipotecas que fueron canalizadas a las entidades financieras por esta vía?

### Concentración de riesgos

No conformándose con obtener ganancias a partir del negocio tradicional de la Banca, es decir, el inducido de las hipotecas a particulares y promotores, además, las entidades financieras deciden participar directamente en las suculentas plusvalías que se originaban en este sector. ¿Cómo? con la **participación directa o creación de sociedades conjuntas de bancos o cajas**, que ponían el dinero, y **constructoras**, que ejecutaban las obras.

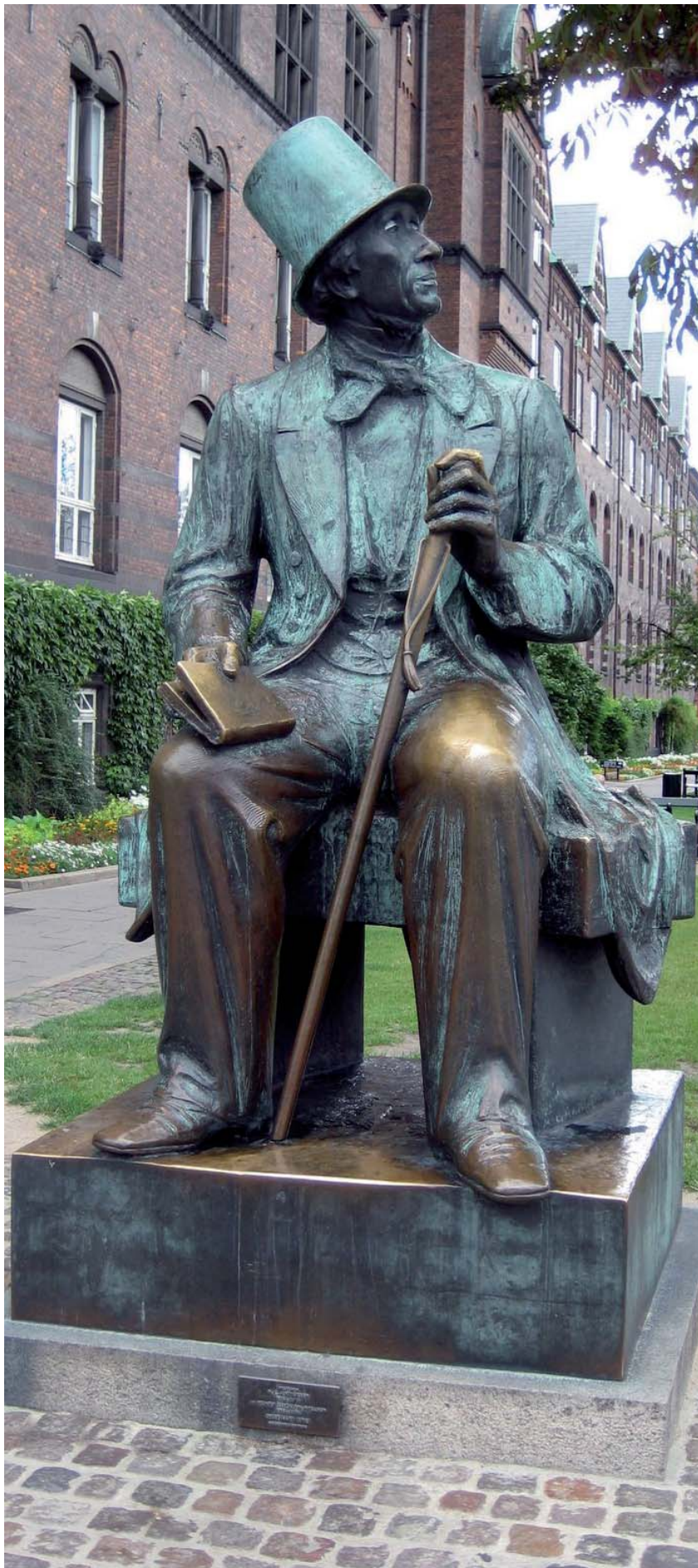
Con ello, el riesgo inmobiliario de las entidades de crédito no acababa en la cartera de créditos ligados al sector, sino que se reforzaba con la participación de dichas entidades en empresas promotoras llegando, en bastantes ocasiones, a lograr posiciones de control en relevantes promotoras inmobiliarias, lo que suponía un salto cuantitativo y cualitativo importante en la concentración de riesgo en el sector inmobiliario.

Por otro lado, la insuficiencia del ahorro doméstico ante la fuerte expansión crediticia llevó a una creciente dependencia de las entidades financieras del ahorro captado en los mercados de capitales, a través de emisiones, en vez de aumentar los recursos propios. A través de la **“titulización”**, los activos ilíquidos se “empaquetaban” para poder ser **transmitidos a inversores financieros y obtener nuevos recursos** (el 83% del total de las actividades de “titulización” fueron respaldadas por hipotecas, y alrededor del 62% de los bonos de “titulización” fueron adquiridos por inversores extranjeros) que, en su mayor parte, volvían a financiar el sector inmobiliario.

Este desenfreno en la inversión en el sector inmobiliario provocó que la expansión del conjunto del crédito inmobiliario (promoción, construcción y compra de viviendas particulares) que suponía en 1997 el 39,9% del crédito al sector privado de la economía, suponga, en la actualidad, un 61,3%. Esto es algo más de un billón de euros desglosado en un 8,7% para las constructoras (150.000 millones €), un 17,3% para las promotoras (300.000 millones €) y un 35,3% en adquisición de viviendas (600.000 millones €). En algunas entidades de crédito - sobre todo en algunas cajas de ahorros - más del 50% del balance está ligado al negocio inmobiliario. ¿Cómo calificaría usted esta concentración de riesgos? ¿Cree que este volumen de inversión ha podido ir en detrimento de la inversión productiva? ¿Piensa que se ha estado financiando actividades meramente especulativas?

### Perspectivas económicas

Una vez vista la concentración de riesgos en el sector inmobiliario y la toxicidad de parte de la misma, tendríamos que analizar qué efectos pueden provocar las



Monumento a Hans Christian Andersen en Copenhague.

perspectivas de nuestra economía en los balances de nuestras entidades. Según Funcas (Fundación Cajas de Ahorro), arroja cifras preocupantes:

- la tasa de crecimiento para 2009 será de un -1,5%,
- el consumo se contraerá un 2% y
- el desempleo se elevará hasta el 18%.

También es más que previsible la caída de los precios del sector inmobiliario, que se encuentra sobrevalorado en un 30%. A esto habría que añadir la minusvaloración de activos a través de las tasaciones, que, por la ley del péndulo, se infravalorarán dando como resultado la depreciación de las carteras de activo en el balance de los bancos e inmobiliarias.

El mayor desempleo y la restricción del crédito ahogarán a las familias y a las empresas, y tendrá un efecto multiplicador sobre la morosidad.

Todo ello, provocará un empeoramiento de la situación económica para 2009 y un incremento de la tasa de morosidad que ya, al cierre de este ejercicio 2008, se prevé que alcance un 4%. El problema es que un 5% de morosidad absorberá las provisiones existentes y, a partir de dicho nivel, las entidades se verán obligadas a tirar de resultados para provisionarlas, colchón éste último tremendamente endeble si tenemos en cuenta que en los últimos 18 años el margen de intermediación de nuestras entidades financieras ha descendido del 3,5% (1.990) al 1,6% (2008). Advertía el lector que hay negocios que trabajan ¡con un margen del 30%!.

Pero... lo peor estaría por llegar si se sobrepasara el 9% de morosidad, ya que en ese nivel las entidades se verían obligadas a consumir los recursos propios, su patrimonio neto. Es decir, tendríamos entidades en *quiebra técnica*. La única solución para evitarlo será que nuestros bancos y, sobre todo, las Cajas, amplíen capital, reciban capital público o se fusionen. ¿Otra forma de ocultar y postergar los problemas?.

#### ¿Qué están haciendo nuestros bancos?

La crisis financiera internacional y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria están "enladrillando" el balance de bancos y cajas de ahorros; es decir, eliminan de sus

cuentas la cifra de la deuda y la posibilidad de incurrir en mora y registra la suma correspondiente en sus partidas de activo; de esta forma, evitan un incremento excesivo de la morosidad, liberándoles de hacer provisiones. Esto incluye los activos inmobiliarios con los que se están quedando en pago de créditos incobrables (dación de pago) por parte de propietarios e inmobiliarias, así como, refinanciaciones de las deudas contraídas por sus clientes o con una fuerte exposición a compras apalancadas de empresas que se han hundido en Bolsa. Con las PYMES y particulares se opta por refinanciar, ampliando la carencia o el plazo a través de una novación modificativa de las condiciones del préstamo originario, o bien, ejecutan. También se da el caso de entidades financieras que compran y alquilan los inmuebles a sus antiguos propietarios con una opción de recompra a 3 ó 5 años.

Algunos podrán decir que son soluciones para salir del paso, pero... no dejan de ser prácticas contables tendentes a enmascarar la situación, ocultar la realidad y postergar la aparición de los problemas. Existe una vulnerabilidad del sector financiero por su fuerte exposición al sector inmobiliario. Cualquier intento de hacer perdurar el problema impide que la tan exigida transparencia sobre la realidad del balance aflore y, ante la incertidumbre sobre las propias cuentas anuales, se mantenga la restricción del crédito y se impida la adecuada recuperación de la economía. Por otro lado, los bancos están mostrando reticencias para participar en las subastas del plan de ayuda de nuestro gobierno para hacer frente a los vencimientos de la deuda y poder reanudar la actividad crediticia (FAAF Fondo de Adquisición de Activos Financieros), debido al miedo a quedar "estigmatizados" por la clientela, es decir, a que ésta perciba la "desnudez" del rey y decida retirar sus fondos.

Además, el problema es que la reducción del crédito a particulares y empresas se debe a que los bancos están guardando toda la liquidez que consiguen para hacer frente a sus compromisos (850.000 millones € de deudas), por lo que es de

esperar que la restricción del crédito nos acompañe durante un cierto tiempo.

Mientras tanto, las entidades financieras tienen todo puesto a la venta: las cajas, las cuotas participativas; los bancos, sus filiales, sus inmuebles, negocio fondo de pensiones, seguros, participaciones en eléctricas, petroleras, paquetes de sus holdings industriales, etc. De esta manera, se consigue liquidez, se inflan los beneficios con atípicos y se evita la merma de sus fondos propios. O dicho de otra manera, nuestro Rey ha advertido que realmente está desnudo, ha percibido la gran incertidumbre que le depara el futuro y vende su castillo, las caballerizas y todo lo que tenga valor con tal de obtener recursos para garantizar su supervivencia.

### Antecedentes históricos similares

A principios de los años 90, la banca japonesa ocultó las pérdidas de sus inversiones crediticias, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria del periodo 1985-1990, mediante las conocidas como prácticas "tobashi"<sup>2</sup>. La falta de transparencia y la opacidad ocultaban la situación real de las instituciones financieras y contribuyeron al grave deterioro de la solvencia y credibilidad del sistema financiero japonés en su conjunto. El resultado fue una profunda crisis, de la que todavía no se han recuperado tras 18 años.

Otro ejemplo lo tenemos en nuestro propio país, en la peor crisis de su sistema financiero acontecida en los años 70. El deterioro del clima económico general, el aumento de los deudores dudosos y fallidos, el empeoramiento de los resultados empresariales, la caída de la demanda interna, las inversiones crediticias de alto riesgo, la falta de rigor en el otorgamiento de créditos y la excesiva concentración de riesgos, provocó que, "en dicho entorno, se dieran

**La crisis financiera internacional y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria están enladrillando el balance de bancos y cajas de ahorros para evitar un incremento excesivo de la morosidad y liberándoles de hacer provisiones.**

prácticas contables tendentes a enmascarar la situación y se llevara a cabo una huida hacia delante, forzando actividades dudosas, aflorando inexistentes revaloraciones de activos, renovándose operaciones fallidas, etc. Dada la imposibilidad de superar la crisis, se acentuaron las operaciones irregulares, las cuáles aceleraron el colapso de las entidades afectadas"<sup>3</sup>.

*¿Creen que existe similitud con las actuaciones que están llevando a cabo nuestras entidades financieras?. ¿Piensan que existe un riesgo elevado de caer en una crisis sistémica o en una depresión como la japonesa?*

### Conclusión

El sistema financiero español adolece de falta de transparencia y de malas prácticas. Las continuas contradicciones entre las grandes declaraciones y los hechos evidencian la opacidad de nuestras entidades financieras, hasta tal punto, que resulta tan cómico como cuando el protagonista de nuestra fábula gritó a todo el mundo ¡El Rey está desnudo!

*Es necesario un análisis exhaustivo de la situación y un diagnóstico certero de los graves problemas que aquejan a nuestro sistema financiero. Sólo de esta manera y desde la autocrítica se podrán, dentro del contexto de crisis económica en la que nos encontramos, realizar las reformas y tomar las decisiones necesarias para devolver la confianza y la liquidez a los mercados.*

Y la corte y sus cortesanos, que colaboraron y participaron con hipocresía en mantener el engaño, son también responsables de este crecimiento artificial a toda costa y sin frenos, pura especulación, donde las prácticas éticas más elementales han brillado por su ausencia, en pro de una sociedad consumista y opulenta que ha entrado en crisis.

<sup>2</sup> Transferencia de los créditos fallidos a subsidiarias o filiales domiciliadas en el extranjero o en paraísos fiscales

<sup>3</sup> Artículo de Isidro Fainé Casas Presidente de La Caixa / Boletín Banco España nº 8