El sistema financiero español ante la crisis crediticia internacional

El presente trabajo analiza el desarrollo que el sistema bancario español ha experimentado en los últimos años. Este desarrollo ha sido muy superior al de los países de nuestro entorno y ha estado basado, en gran medida, en el boom inmobiliario. Precisamente, con motivo de la interdependencia que el sector de la construcción y la banca han venido mostrando entre ellos, se estudiarán las consecuencias que sobre la actividad de ambos está ocasionando la actual crisis desatada ya en el verano pasado.

Lan honek Espainiako banku-sistemak azken urteetan izan duen bilakaera axtertzen du. Bilakaera hori gure inguruko herrialdeena baino askoz handiagoa izan da eta, hein handi batean, higiezin-boom-ean egon da oinarrituta. Hain zuzen ere, eraikuntza alorrak eta bankuek beraien artean agertu izan duten elkarmendekotasunaren ondorioz, aurreko udan jada hasi zen oraingo krisi honek bi horien jarduketan izan dituen ondorioak aztertuko dira.

This paper analyses the development that the Spanish banking system has experienced in recent years. This development has been superior to that of the countries of our environment and has been based, principally, on the real-estate boom. Precisely, due to the interdependence between construction sector and banking, this paper will also study the consequences caused by the activity of both sectors «the financial crisis» which was started in the last summer.

Alfonso García Mora
Gloria Hervás Ortega
María Romero Paniagua
Analistas Financieros Internacionales, S.A

ÍNDICE

1. Introducción
2. Origen de la crisis
3. El *boom* inmobiario: ¿Fenómeno global o «typical spanish«?
4. El sistema financiero español y el sector inmobiliario
5. Conclusiones

Palabras clave: crisis *subprime*, titulización, cédula hipotecaria, crédito, liquidez, solvencia

Keywords: subprime crisis, securitization, mortgages obligation, liquidity, reliability

Nº. de clasificación JEL: G10 y G21

1. **INTRODUCCIÓN**

El sistema bancario español, y específicamente el negocio bancario minorista (*retail*), ha registrado durante casi una década tasas de actividad muy superiores a la de los restantes países de nuestro entorno, a los que ha superado claramente, tanto en intensidad como en duración.

La clave de ese prolongado periodo de fuerte actividad bancaria reside, en gran parte, en la extraordinaria pujanza del sector inmobiliario español. Ambos, sistema financiero y sector inmobiliario, han desarrollado una extraordinaria simbiosis cuyo futuro más inminente es ahora incierto a raíz de la crisis crediticia desatada en agosto de 2007.

Sin duda alguna, el elemento más relevante en 2007 para el sector inmobiliario ha sido el estallido de la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime* de EE.UU. pero cuya «contaminación» generalizada a los mercados financieros internacionales ha provocado un total estrangulamiento de la capacidad de financiación de las entidades financieras, quienes a su vez han trasladado esa situación a unos términos extremadamente «duros» en cuanto a las condiciones de financiación a los sectores de actividad, y muy especialmente al inmobiliario.

El objetivo de este artículo es, por un lado, realizar una valoración del ciclo inmobiliario, tanto en su componente global como en las peculiaridades españolas, y por otro, analizar el sesgo que el sistema bancario español ha adquirido en cuanto a dependencia de su actividad, sobre todo crediticia, respecto de finalidades vinculadas directa o indirectamente con el sector inmobiliario, y de la construcción en su concepción más amplia.

Para ello, y muy especialmente para proceder al segundo análisis, resulta impres-

cindible repasar brevemente cuál es el origen de la crisis actual y cuáles son las consecuencias, todas ellas directas, que el sistema financiero español, y por ende, el sector inmobiliario, van a tener que afrontar durante un periodo de tiempo muy difícil de determinar, pero que cuanto menos, estarán todavía presentes en el medio plazo.

2. **ORIGEN DE LA CRISIS**

En el mes de agosto comenzó a producirse un deterioro de la confianza de los mercados hipotecarios estadounidenses a raíz de la quiebra de varias entidades dedicadas a la concesión de hipotecas de muy baja calidad crediticia, conocidas como hipotecas *subprime*.

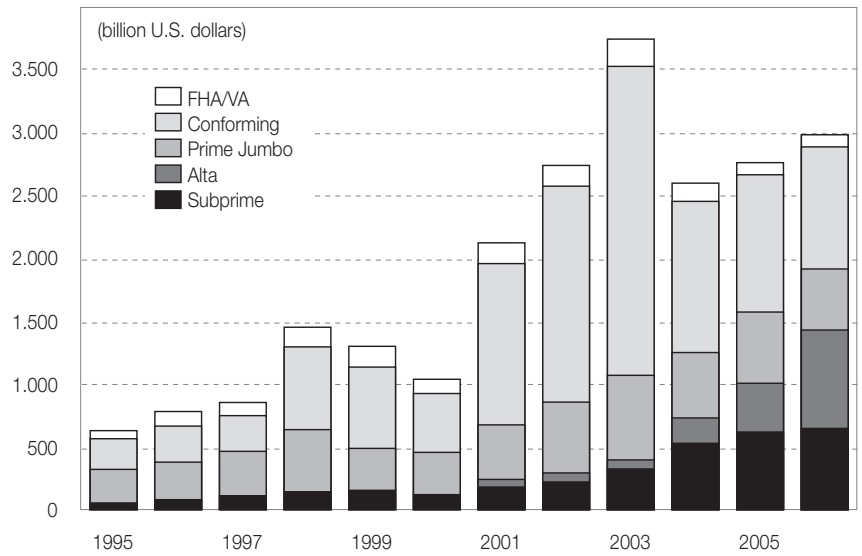
Este deterioro, que en principio se interpretó como un problema específico de EE.UU., adquiría el carácter de global al conocerse que la exposición al sector de hipotecas *subprime* estadounidense abarcaba a entidades no sólo americanas, sino también europeas.

La exposición de las entidades financieras a este tipo de activos se ha venido produciendo vía titulización y creación de vehículos especiales («conduits», «SIV»,…) que han invertido en dichos activos. El *boom* de la titulización hipotecaria desde el inicio de los años 90 ha permitido transmitir el riesgo desde los balances de las entidades financieras a otros inversores, liberando así recursos y capital para generar nuevas posibilidades de inversión.

La repreciación del riesgo de estos activos se produce desde el momento en el que se detecta un brusco y espectacular incremento de la morosidad, estando, éste

Gráfico n.º 1

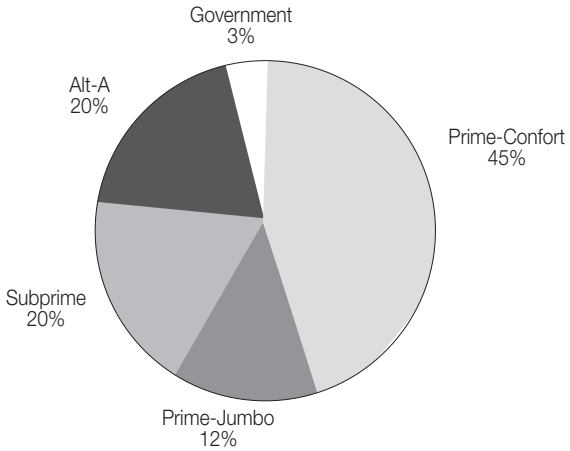
Evolución del origen de las hipotecas en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de FMI

Gráfico n.º 2

Origen de las hipotecas en EE.UU. (2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de Credit Suisse U.S. Mortgage Strategy, Credit Suisse analysis.

último, íntimamente ligado al tipo de hipoteca que se ha concedido en EE.UU. en los últimos años. Desde el año 2002, el volumen de concesión de hipotecas ha derivado intensamente hacia las tipologías de mayor riesgo o menor garantía de pago (*subprime* y *Alt-A*)[1], al hilo de las mayores restricciones de accesibilidad a la compra de vivienda.

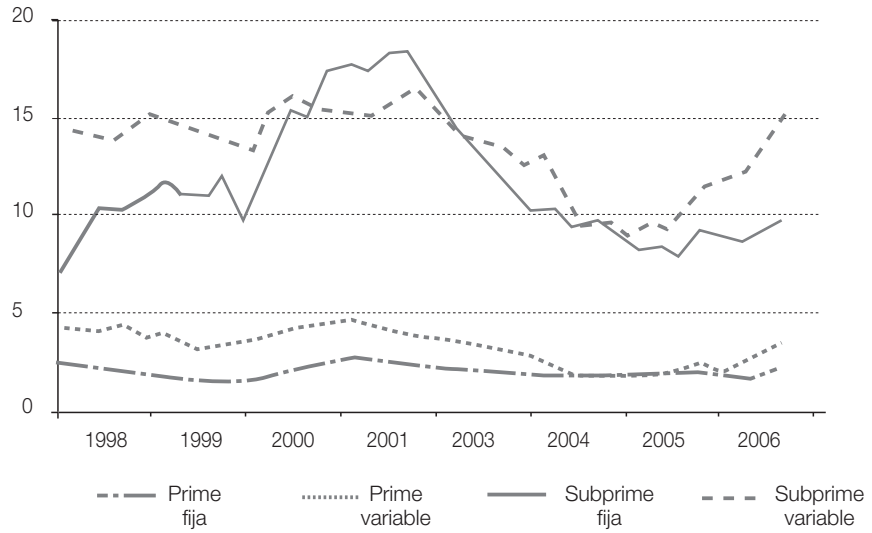
Las mayores facilidades en la contratación de hipotecas se manifiestan de diversas formas: periodos de carencia de pago de intereses, periodos de pago de tipo de interés fijo y posteriormente variable, y otra serie de innovaciones financieras, que en un entorno de tipos de interés bajos, parecían ser estructuras razonables y seguras, pero que en un entorno de tipos de interés altos, han demostrado ser especialmente sensibles.

Así, desde mediados de 2007 la morosidad comenzó a tener efectos negativos en muchos de estos vehículos especiales creados con el fin de adquirir y vender esta tipología de activos, declarándose muchos de ellos en situación de quiebra, con el consecuente efecto dominó que ello ha ido generando. Este ratio ha ido incrementándose no sólo en la modalidad de hipotecas *subprime*, sino también en la de *prime*, situándose actualmente en un 15% y un 5%, respectivamente.

[1] En general, por hipotecas *subprime* se entiende aquellas hipotecas concedidas a prestatarios con un historial crediticio «poco limpio» y con poco respaldo financiero, con un ratio «debt to income «superior al 55% y/o un LTV superior al 85%. Las hipotecas Alt – A son una mezcla entre las hipotecas *prime* y las *subprime,* ideadas para prestatarios que cumplen parte de los requisitos, pero que no acreditan completamente sus ingresos.

Gráfico n.º 3

Tasa de morosidad en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de CSFB

El riesgo está en lo que todavía queda por revisar, pues, en vista del siguiente gráfico, existe un considerable porcentaje de operaciones que revisarán tipo a lo largo del presente ejercicio, si bien, las últimas bajadas de tipos por parte de la Fed y las diversas medidas adoptadas de manera coordinada entre varios bancos centrales, deberían aliviar esta situación.

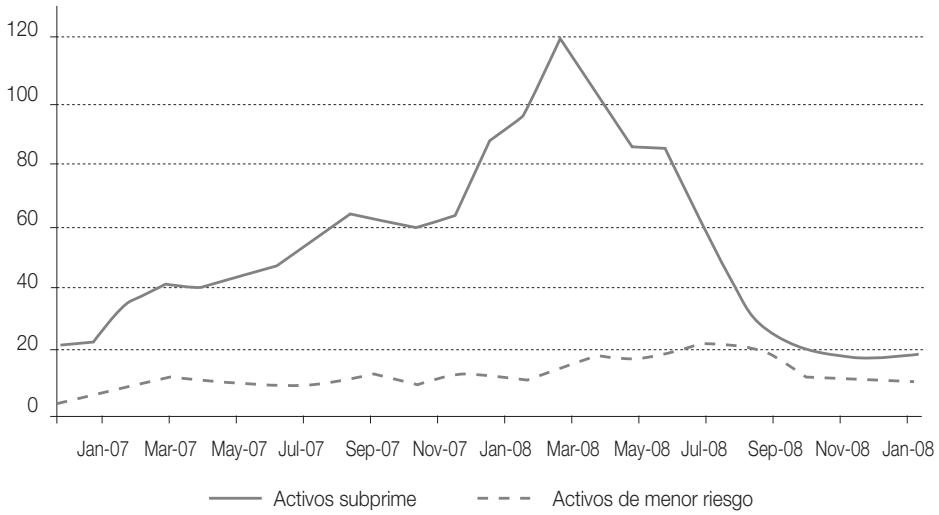
Además, el incremento de la morosidad se ve adicionalmente inducido por un esquema muy perverso de distribución, (a través de *brokers*, supermercados financieros, divisiones financieras de grandes empresas industriales) que relaja extraordinariamente el incentivo a prevenir y gestionar adecuadamente la morosidad, como sucede cuando las hipotecas son concedidas por entidades financieras que buscan relaciones con clientes a largo plazo, como es el caso en España.

Al mismo tiempo, otro factor que explica la morosidad tiene que ver con el modelo de transferencia de riesgos. En la medida en que aproximadamente el 70% del saldo hipotecario se encuentra titulizado, el incentivo que las entidades financieras tienen a cuidar de la supervivencia del cliente es muy reducido, por cuanto la relación con el mismo termina desde el mismo momento en que la hipoteca desaparece del balance. Por consiguiente, la relación con el cliente es discreta, se concede el crédito y acto seguido, se tituliza. Es decir, el peso de la banca relacional o comercial es muy reducido, al contrario de lo que sucede, por ejemplo, en España, donde al cliente se le rodea de productos de activo y pasivo poniendo de manifiesto una vocación de relación continua, (fidelidad).

Este incremento de la morosidad y repunte del riesgo de crédito de activos ha

Gráfico n.º 4

Volumen de hipotecas sujetas a *payment shock* en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE

puesto también en entredicho a las agencias de calificación crediticias por haber intervenido en la valoración del riesgo y haber concedido una calificación crediticia a activos que a día de hoy tienen un valor difícil de asignar.

Es por tanto, hasta el momento una crisis de liquidez motivada por la pérdida de confianza en el seno del sistema financiero ante la incertidumbre sobre la magnitud de las potenciales pérdidas y la localización de las mismas. Sin embargo, el mayor riesgo viene de la mano de que la continuidad en el tiempo de esta situación puede derivar en problemas de solvencia en el seno del sistema financiero, al deteriorar la capacidad de resistencia de entidades con recursos propios y la confianza del resto de agentes (consumidores, empresas), con evidentes riesgos a la baja sobre la actividad económica.

3. EL *BOOM* INMOBILIARIO: ¿FENÓMENO GLOBAL O «*TYPICAL SPANISH*»?

3.1. Historia reciente

La economía española ha mantenido en la última década su fase más prolongada de crecimiento económico, al hilo de una extraordinaria pujanza del sector de la construcción en general, y especialmente del segmento residencial (construcción de viviendas). Y no tan sólo por la aportación específica de estos sectores a la actividad productiva o al mercado laboral, sino por las sinergias generadas en otros sectores económicos.

En todo caso, y antes de analizar las peculiaridades del caso español, merece la pena analizar si se ha tratado de un fenómeno global, o si por el contrario estamos

ante un acontecimiento específico de la economía española. En efecto, el *boom* inmobiliario, tanto en precios como en actividad de construcción ha sido un fenómeno de naturaleza prácticamente global, salvo algunas excepciones, como Japón y Alemania, que tuvieron su particular época dorada inmobiliaria previamente (Japón en la segunda mitad de los ochenta y Alemania en la primera de los noventa). Como puede comprobarse en el cuadro n.º 1, países como Estados Unidos, Reino Unido, Francia, o Irlanda, han registrado en la última década incrementos de precios de la vivienda que superan el 100% acumulado, y al mismo tiempo han visto incrementada su actividad constructora de viviendas en porcentajes alrededor del 40% (cuadro n.º 2).

Son varios los factores que han apoyado el comportamiento tendencialmente alcista de los precios, en un contexto además, de incremento significativo de la actividad constructora:

a) Mejora de las condiciones financieras, como son el descenso generalizado

Cuadro n.º 1

Boom inmobiliario global

Incremento del precio de la vivivienda *(última década)*	
Reino Unido	120%
Francia	100%
Estados Unidos	100%
España	150%

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE Y BoE

Cuadro n.º 2

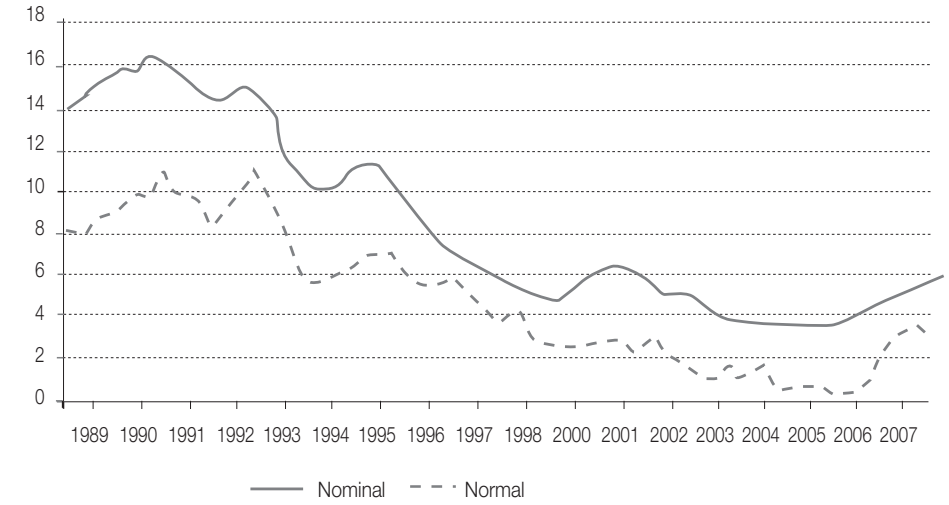
Boom inmobiliario global

Viviendas construidas al año			
	Mediados los 90	Mediados 2000	Variación %
Reino Unido	175.000	250.000	42,9
Francia	300.000	420.000	40,0
Estados Unidos	1.400.000	2.000.000	42,9
España	350.000	650.000	85,7

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE Y BoE

Gráfico n.º 5

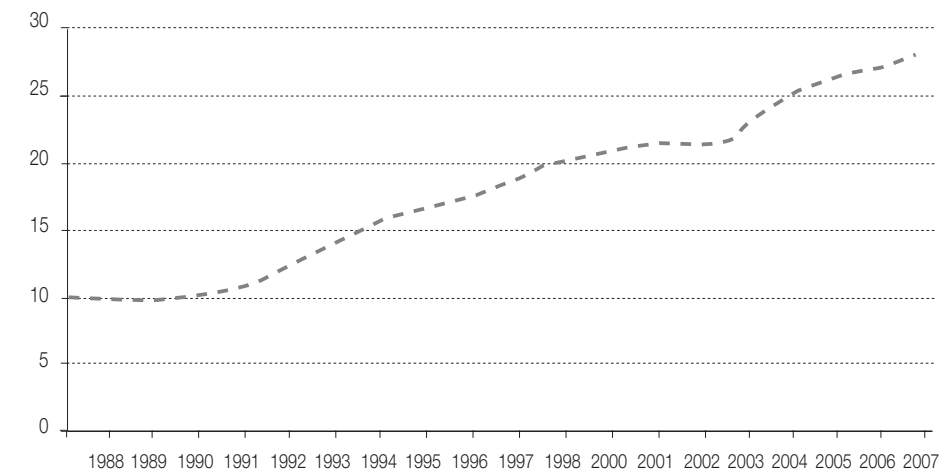
Tipo medio de interés para adquisición de viviendas



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE, INE y AFI

Gráfico n.º 6

Plazo de concesión del crédito hipotecario



Fuente: Elaboración propia a partir de BBVA y Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España

de los tipos de interés o el aumento de los plazos de concesión de créditos hipotecarios.

b) Incremento de la renta disponible de las familias que acompañado por la baja rentabilidad de inversiones alternativas, con motivo de las caídas bursátiles de 2000 y 2001, han provocado un extraordinario atractivo de la vivienda, tanto en su faceta de bien de uso (favorecido por el comportamiento de la renta disponible), como en la de bien de inversión (impulsado por los históricamente reducidos tipos de interés y el menor atractivo de inversiones alternativas).

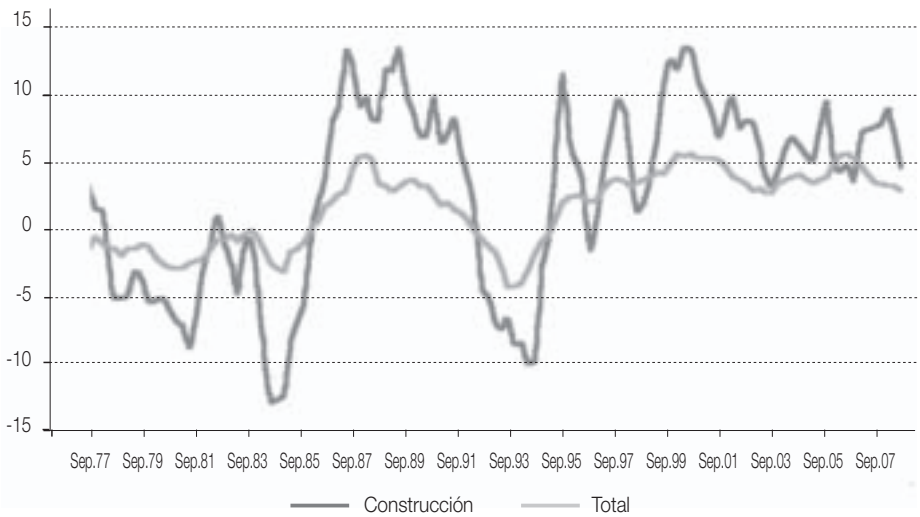
Las consecuencias de esta combinación de precios más elevados y fuerte incremento de la actividad de construcción de viviendas, han sido de un impacto extraordinariamente positivo en la evolución de la actividad económico en nuestro país, a través de tres vías complementarias:

b) En primer lugar, la propia aportación de la actividad de construcción al crecimiento económico de forma directa: así, la inversión en construcción representa actualmente un 18% del PIB, frente al 11,5% que representaba a mediados de los noventa. A ello habría que añadir las sinergias generadas en otros sectores, especialmente servicios.

b) En segundo lugar, ese mayor peso de la construcción sobre el PIB, se ha traducido en una importante creación de empleo, dada la elevada intensidad de mano de obra que la actividad de construcción requiere. Se estima que dicho sector ha creado casi la cuarta parte de los nuevos empleos generados en España en la última década, con el consiguiente efecto multiplica-

Gráfico n.º 7

Crecimiento del empleo (EPA, a/a)
(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

dor sobre el resto de sectores, mediante la propensión al consumo que dichos nuevos empleos han inducido.

c) En tercer lugar, aunque difícil de cuantificar, probablemente no es desdeñable el positivo efecto que sobre el consumo privado ha ejercido el incremento de precio de las viviendas. Dicho «efecto riqueza», ampliamente documentado en la literatura sobre la función de consumo, es especialmente relevante en el caso español, dado el fuerte peso que los activos inmobiliarios tienen sobre el patrimonio de las familias españolas (en torno al 80%, frente a porcentajes inferiores al 50% en países como Estados Unidos o Reino Unido).

Sin menoscabo de ese carácter global del *boom* inmobiliario de la última década, lo cierto es que el caso español supera ampliamente cualquier comparación con los países de la tabla anterior, tanto en precios como en actividad: así, en el segundo caso, frente a las 350.000 viviendas que se construían anualmente a mediados de los 90, en los últimos 6 u 8 años se ha pasado al entorno de 650.000. Y al mismo tiempo, ese incremento de actividad (oferta) no ha impedido que el precio de la vivienda se haya encarecido en un 150% (multiplicándose por 2,5 veces) a lo largo de una década.

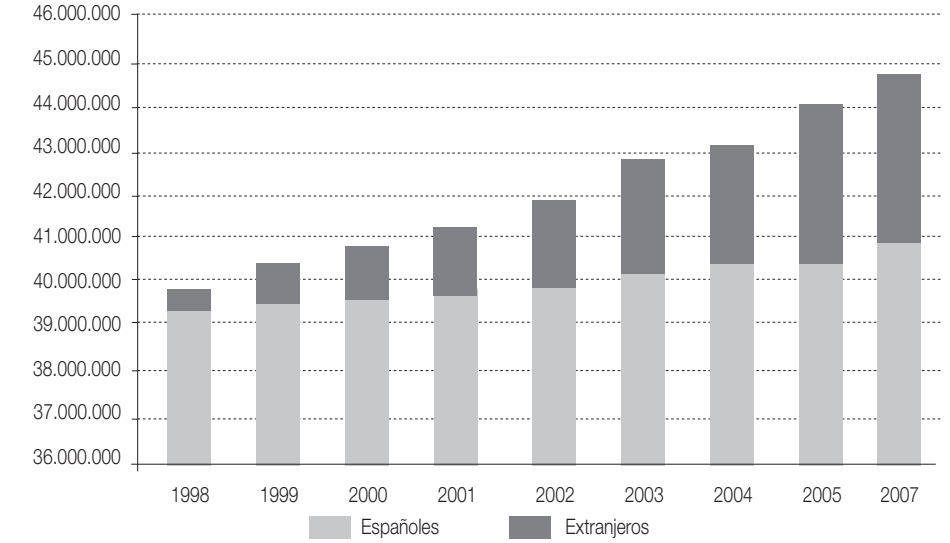
Esa intensidad mucho mayor del *boom* inmobiliario en España que en el resto de los países, tiene su justificación en varios hechos diferenciadores, que se añaden a los mencionados anteriormente como comunes a los principales países. Por un lado, el descenso de tipos de interés ha sido mucho más acusado en España que en el resto de países, pues hemos convergido a un tipo de interés común, pero partiendo de unos niveles mucho más elevados. Por otro lado, la renta disponible de las familias ha experimentado en España un crecimiento más intenso que en los países de nuestro entorno, en un claro proceso de convergencia (*catching-up*) recortando la brecha frente a la media europea.

Pero sin duda alguna, el principal hecho diferencial español durante la última década –y que explica gran parte de la coexistencia del incremento sostenido en los precios y en la actividad– ha sido la «explosión demográfica» que ha registrado nuestro país. Sólo de esa manera puede calificarse el incremento de población registrado en España desde finales de los noventa: la población española ha pasado de 39,5 a 44,5 millones de habitantes, un incremento del 12% en menos de una década, y que no tiene parangón en ningún país de nuestro entorno más cercano, salvo Irlanda, cuyo mercado inmobiliario ha registrado cotas similares de actividad y precios. Ese incremento de población, en un país como España que sistemáticamente presentaba una demografía «plana» y un envejecimiento de la población, se debe, casi en exclusiva, al intenso proceso de acogida de población extranjera, en el que cabe distinguir dos colectivos bien diferenciados, tanto en sus motivaciones para elegir España como residencia, como en lo referente a su traslación a demanda de vivienda.

El primero y más numeroso componente de «nuevos residentes», representando más del 80% del mencionado incremento de la población, se refiere a la masiva incorporación de inmigrantes en busca de mejores condiciones económicas y sociales que en sus países de origen (fundamentalmente Latinoamérica, Europa del Este y Norte de África). Dicho componente de población sería potencial demandante de vivienda para residencia principal, tras un primer periodo de habitar en alquiler. Estimamos que la llegada de población inmigrante ha podido representar una demanda adicional de cerca de 100.000 viviendas anuales en los últimos años, con una especial inci-

Gráfico n.º 8

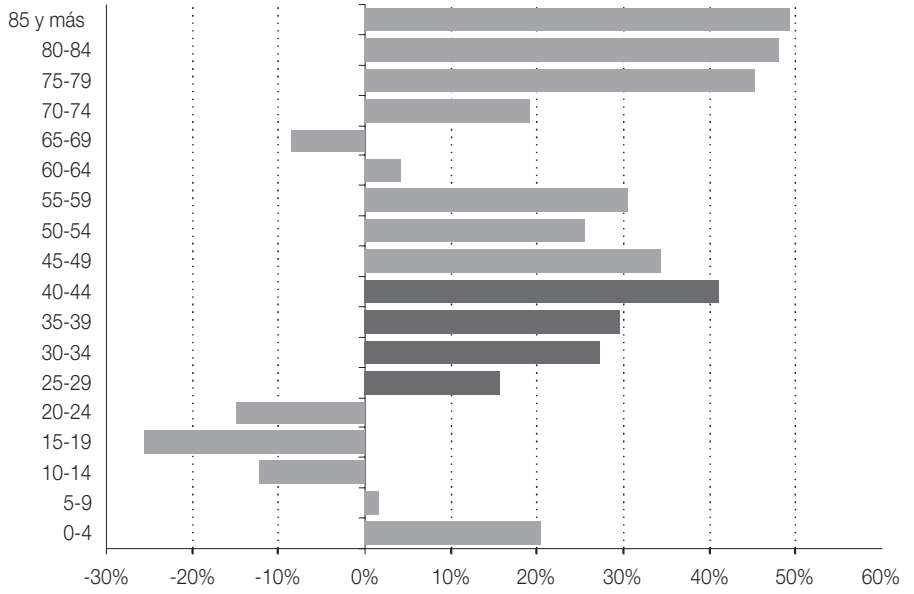
Población española por nacionalidad



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico n.º 9

Crecimiento de la población por grupos de edad: 2007 frente a 1996



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico n.º 10

Inversión extranjera en inmuebles
(% del PIB)

Fuente: Elaboración propia a partir del BdE

Cuadro n.º 3

Importancia del sector de Construcción

	Viviendas / 1.000 hab.	Peso Construcción s./PIB
Reino Unido	7,0	13,0
Francia	7,2	9,0
Estados Unidos	4,0	10,0
España	17,0	17,0

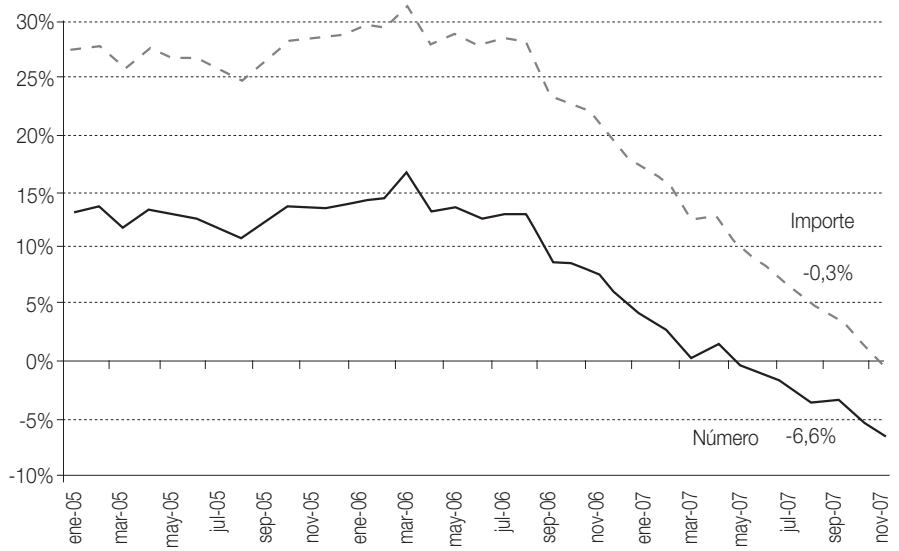
Fuente: Elaboración propia a partir de BCE y BdE

dencia en las cohortes demandantes de vivienda.

Un segundo componente de «nuevos residentes», abarcaría a ciudadanos de otros países, fundamentalmente de la Unión Europea, que han adquirido viviendas en España, con un uso preferente de segunda residencia, aunque en ocasiones la distinción entre la primera y segunda vivienda resulta difusa. Estimamos que dicho colectivo ha podido representar una demanda de más de 80.000 viviendas anuales en la última

Gráfico n.º 11

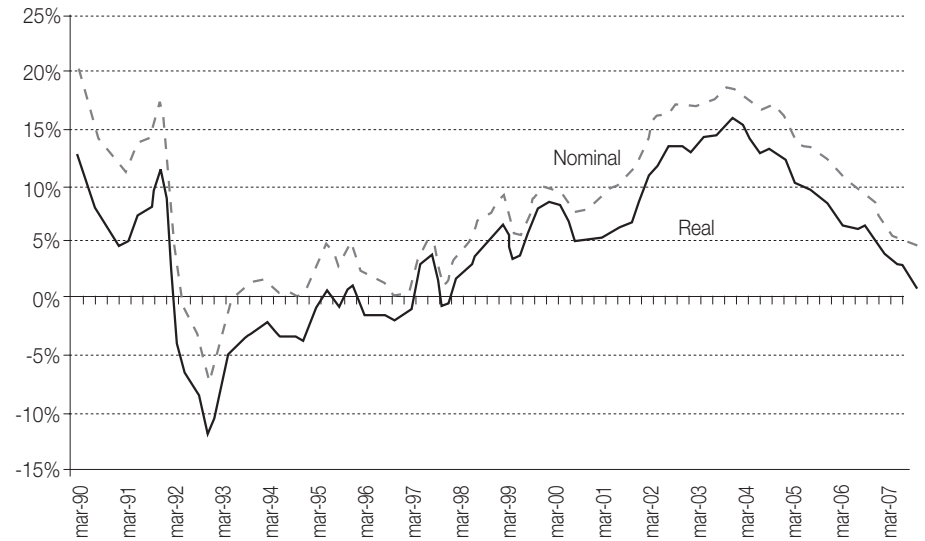
Tasa de variación interanual (MM M12) del número e importe (miles de €) de hipotecas constituídas para vivienda en España



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico n.º 12

Crecimiento del precio de la vivienda libre



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE, INE, AFI

década, estimándose en más de un millón las viviendas que actualmente poseen en España ciudadanos de otros países europeos, fundamentalmente alemanes y británicos. A dicho proceso de inversión inmobiliaria extranjera en España ha contribuido, aparte del tradicional atractivo derivado del litoral y el clima, la percepción de estabilidad (financiera y cambiaria, pero también jurídica, social, sanitaria, etc.) desde la plena incorporación a la Unión Europea, y a su vertiente monetaria.

Todos esos factores son los que han permitido que la actividad inmobiliaria en España haya alcanzado unas magnitudes que superan ampliamente cualquier comparación con los principales países desarrollados.

3.2. **Perspectivas**

Desde inicios de 2007 se viene observando una ralentización en el sector inmobiliario, desaceleración que se está produciendo de forma más suave en precios, y mucho más abrupta en actividad.

El principal motivo radica en que el fuerte incremento del precio de la vivienda y las subidas de tipos de interés han traído consigo un incremento de la tasa de esfuerzo de los hogares en la adquisición de la vivienda. Este notable incremento ha tenido como principal efecto una desaceleración en el crecimiento de variables de actividad, tales como viviendas iniciadas, ventas, etc. y una muy suave desaceleración del precio de la vivienda. A este hecho, hay que unir otros factores, como lo sucedido con la empresa Astroc, que vinieron a poner en duda la generación de valor y sostenibilidad del sector inmobiliario.

Uno de los factores que hemos comentado anteriormente es la población, que ha contribuido a explicar en gran parte el fuerte desarrollo del mercado inmobiliario, siendo previsible que su evolución reduzca significativamente la presión en la demanda de primera vivienda. Por una parte, porque se anticipa una desaceleración en la construcción, y de otra, por el agotamiento de la generación del *baby boom*.

Sin embargo, son varios los factores positivos que hacen pensar en que esta desaceleración ha de ser muy ordenada en el ajuste. De un lado, el avance en convergencia en renta con la UE-15, lo que estaría ayudando a que el número de viviendas por hogar continúe aumentando. Por otro, los factores de accesibilidad, tienden a normalizarse hacia precios más moderados y tipos de interés más reducidos, lo que favorecería de nuevo el acceso a la vivienda, en un país donde la cultura de propiedad es particularmente elevada.

Con todo ello, la demanda de vivienda para los próximos ejercicios se situaría en el entorno de 300.000-350.000 viviendas.

No obstante, el principal factor determinante de la evolución del mercado inmobiliario español será, sin duda, cómo se desarrolle la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime* de Estados Unidos, cuya «contaminación» generalizada a los mercados financieros internacionales ha provocado un total estrangulamiento de la capacidad de financiación de las entidades financieras, quienes a su vez han trasladado esa situación a unos términos extremadamente «duros» en cuanto a las condiciones de financiación a los sectores de actividad, y muy especialmente al inmobiliario.

4. **EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y EL SECTOR INMOBILIARIO**

4.1. **Punto de partida**

Esa especialización o dependencia que la economía española ha asumido respecto al sector de construcción/inmobiliario, se hace mucho más patente, si cabe, en el caso del

Cuadro n.º4

Credito «inmobiliario» de las entidades de crédito

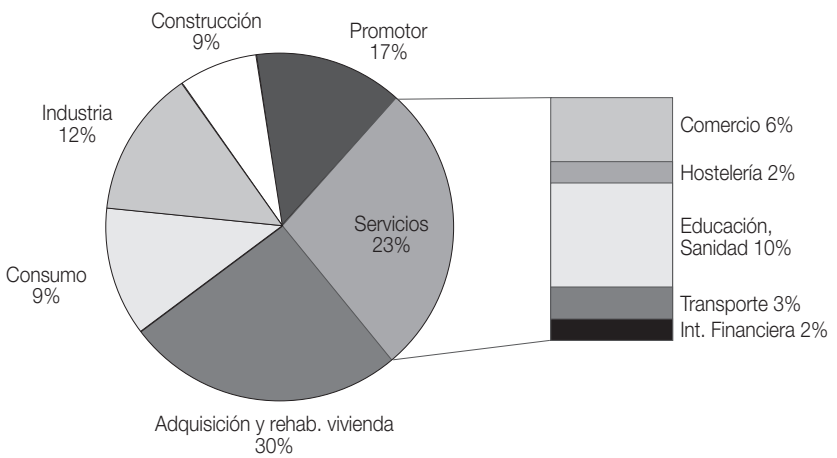
(en millones de euros)

2007	Total entidades de crédito	Bancos	Cajas	Cooperativas
Crédito OSR	1.705.963	742.592	813.632	87.391
Adquisición y rehabilitación vivienda	604.623	223.319	341.916	33.121
Construcción	150.368	63.126	73.282	8.872
Act. Inmobiliarias	292.588	122.127	157.903	7.856
Cuota de mercado (en %)				
Crédito OSR		44	48	5
Adquisición y rehabilitación vivienda		37	57	5
Construcción		42	49	6
Act. Inmobiliarias		42	54	3

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE y BdE, 2007

Gráfico n.º 13

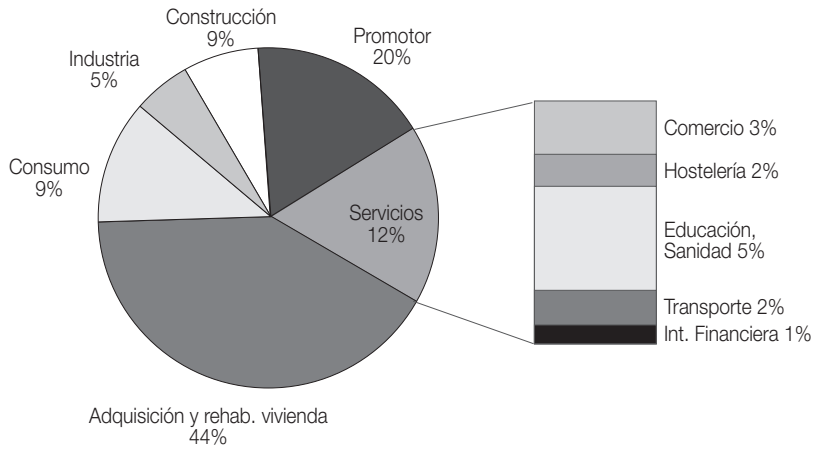
Composición del crédito OSR en bancos



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 14

Composion del crédito OSR en cajas

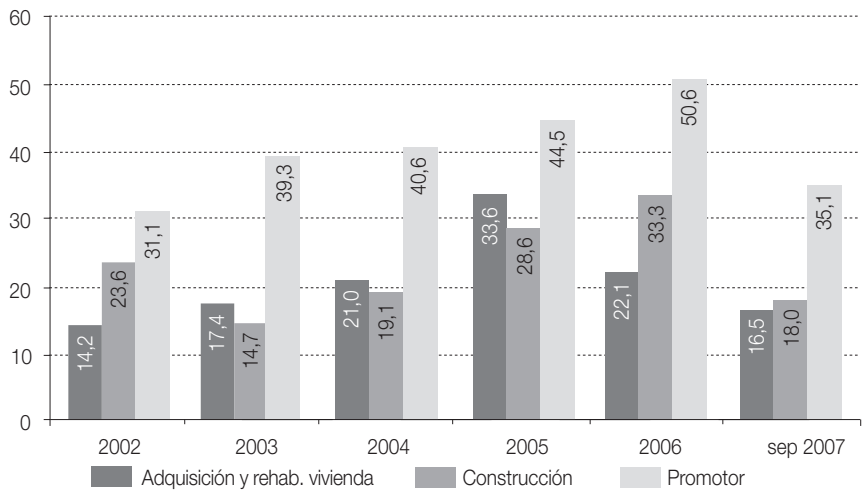


Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 15

Crecimiento interanual del crédito «inmobiliario«

(en %)

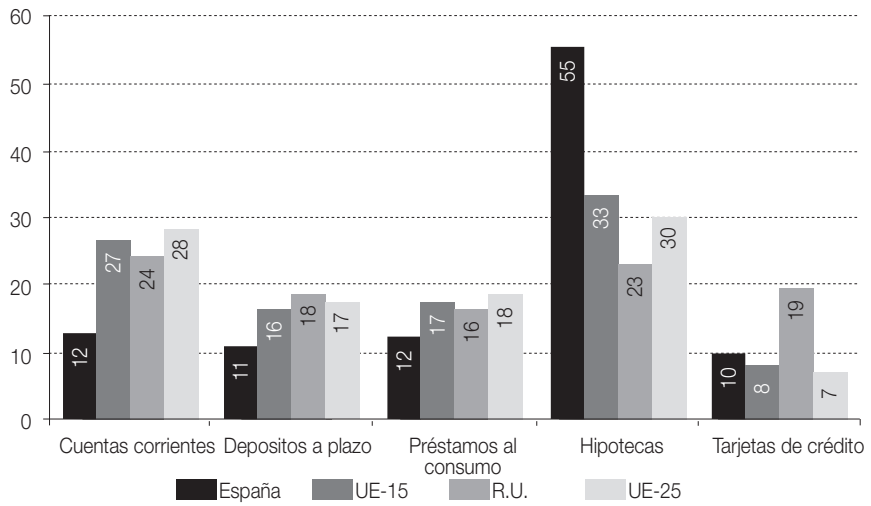


Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 16

Particulares. Margen Bruto por Línea de Producto

(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea

sistema financiero español, y especialmente en su segmento de banca minorista.

Esa afirmación se constata si consideramos que, al cierre de 2007, el saldo vivo de inversión crediticia concedida por las entidades de crédito ascendía a 1,7 billones de euros, habiendo crecido a una tasa media anual del 20% en los últimos seis años. De esos 1,7 billones de euros destacan tres componentes íntimamente relacionados con el sector inmobiliario: crédito para la adquisición y rehabilitación de la vivienda, crédito a la construcción y crédito para actividades inmobiliarias (crédito promotor).

Más del 60% del crédito concedido por entidades financieras tiene un sesgo inmobiliario, siendo más del 70% del crecimiento del mismo de los últimos años debido a esta modalidad de crédito. Se trata incluso de una estimación que se queda corta, pues deja fuera todas las demandas de crédito que, de forma indirecta han sido inducidas por el sector inmobiliario (ej. sector de muebles, electrodomésticos, fabricación/alquiler de maquinaria de construcción, consumo generado por la mano de obra empleada en el sector, etc…).

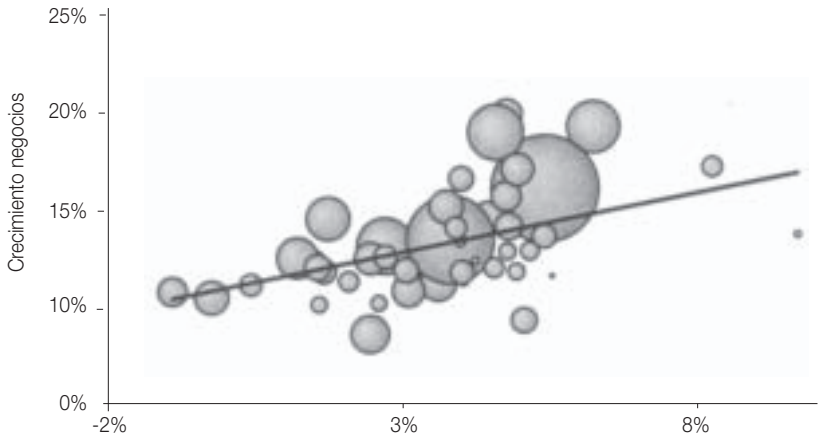
Las cajas y los bancos se reparten el mercado de concesión de crédito inmobiliario en un 55% y un 40% respectivamente, en lo que se refiere al agregado de las tres partidas anteriores.

Si consideramos el grado de exposición de ambos sectores, tomando como referencia el porcentaje de crédito que se dedica a cada tipología de crédito, las diferencias son sólo significativas en lo que se refiere al crédito a adquisición y rehabilitación de la vivienda.

Gráfico n.º 17

Importancia de las oficinas para el crecimiento del negocio

Expansión y crecimiento del negocio



Negocio = crécimiento + depósitos

El tamaño de la burbuja corresponde al tamaño de balance de las 46 cajas de ahorros

Fuente: Elaboración propia a partir de CECA

Como ejemplo del elevado peso que presenta la actividad hipotecaria en el conjunto del negocio bancario minorista español, basta analizar dos indicadores que relacionan la dependencia no ya sólo del volumen (señalada anteriormente), sino de los resultados y de la vinculación de los clientes en el sector bancario español. Como hemos comentado anteriormente, este es un hecho diferencial que ha permitido salvaguardar a la banca española de la crisis de las hipotecas *subprime*, en la medida en que la rentabilidad que se obtiene del crédito hipotecario viene de la mano de la venta cruzada[2] que se realiza, con lo que el incentivo a cuidar la supervivencia del cliente es muy elevada. Por tanto, prácticas de venta de hipotecas con «olvido» del cliente han sido muy reducidas.

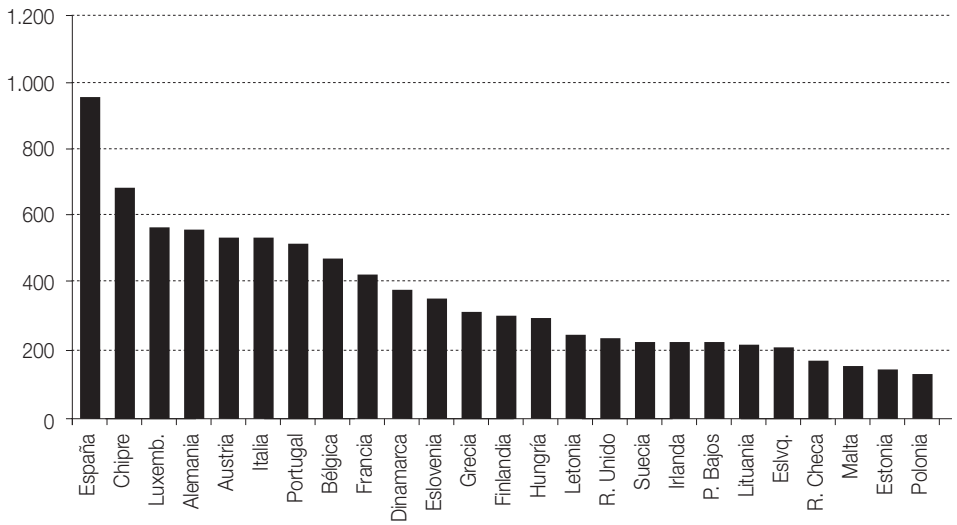
En efecto, analizando la situación española con respecto al conjunto de la Unión Europea, destaca cómo, en nuestro país, el crédito hipotecario es la principal fuente de ingresos de la banca minorista, generando un 55% del margen total, frente al 33% que supone en la media de la UE-15.

En segundo lugar, el «producto gancho» que da lugar a la mayor parte de la venta cruzada tanto en España como en el conjunto de la UE15 es el crédito hipotecario, por lo que resultan lógicas las estrategias enfocadas a potenciar la comercialización de un producto que, especialmente en el caso español, sirve de gancho para la colocación, en media, de 3-4 productos bancarios adicionales.

[2] Venta cruzada o *cross selling:* operaciones bancarias que nacen a raíz de otra operación, que es la que en principio pretende realizar el cliente, y que sirven para complementar la rentabilidad obtenida por ésta última.

Gráfico n.º 18

Oficinas / millón habitantes



Fuente: elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

Ese sesgo del negocio minorista hacia el sector de la construcción / inmobiliario, ha tenido una serie de implicaciones, tanto en la orientación estratégica de las entidades, como en algunos desequilibrios generados en el modelo de negocio. Esas implicaciones, a las que a continuación nos referiremos, han sido mucho más intensas en el caso de las cajas, sin duda las dominantes tradicionales del negocio hipotecario/inmobiliario, si bien éste ha sido en los últimos años objeto de renovado interés también por parte de los bancos.

La primera, y más obvia, implicación de esa dinámica tan expansiva del negocio vinculado a la actividad inmobiliaria ha sido la adopción generalizada, por la práctica totalidad de entidades, de estrategias orientadas fundamentalmente a «volumen» de negocio, en muchos casos a expensas de la «rentabilidad» del mismo.

Una segunda implicación estratégica, íntimamente ligada a la anterior, se refiere al modelo de distribución. En un contexto de fuerte crecimiento de negocio, y además muy vinculado a la promoción y financiación de nuevas viviendas, las entidades han hecho descansar sus estrategias de crecimiento en intensos procesos de apertura de oficinas, en muchos casos vinculadas a promociones previamente financiadas por las entidades, y buscando la cercanía a los clientes de los nuevos núcleos de población. El siguiente gráfico, que relaciona estadísticamente la apertura de oficinas con el crecimiento de negocio, es suficientemente elocuente del generalizado uso de la expansión de oficinas como estrategia para ganar, o como mínimo mantener, cuota de mercado en un entorno de negocio expansivo. La estrategia ha sido común tanto para las grandes como las pequeñas enti-

Gráfico n.º 19

Crecimiento interanual del crédito

(en %)

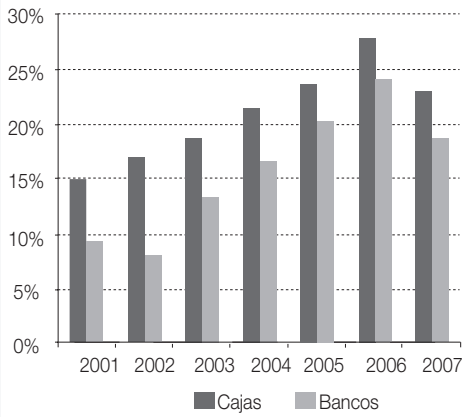
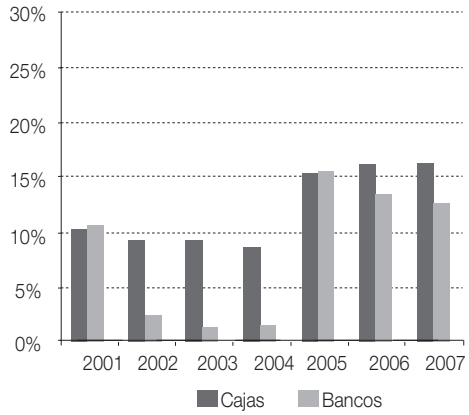


Gráfico n.º 20

Crecimiento interanual de los depósitos

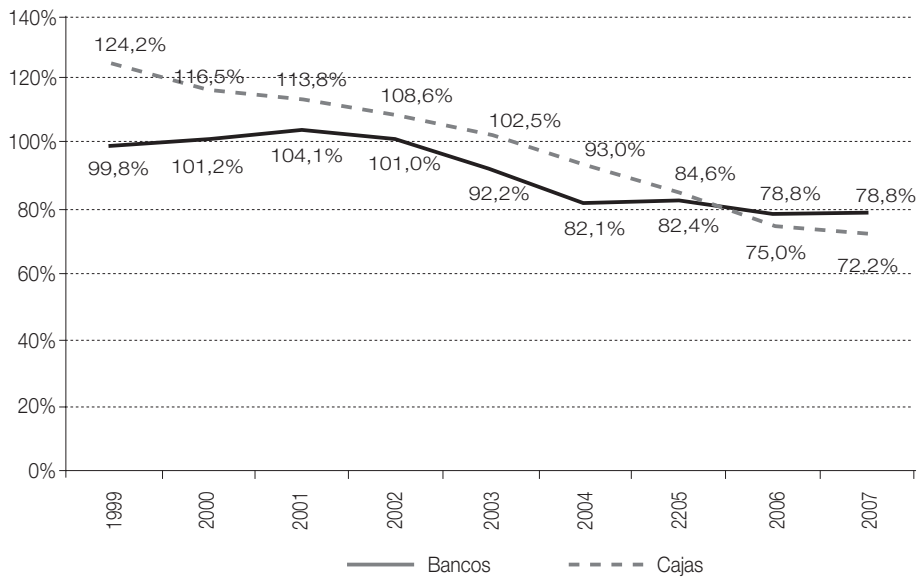
(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 21

Ratio de liquidez



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

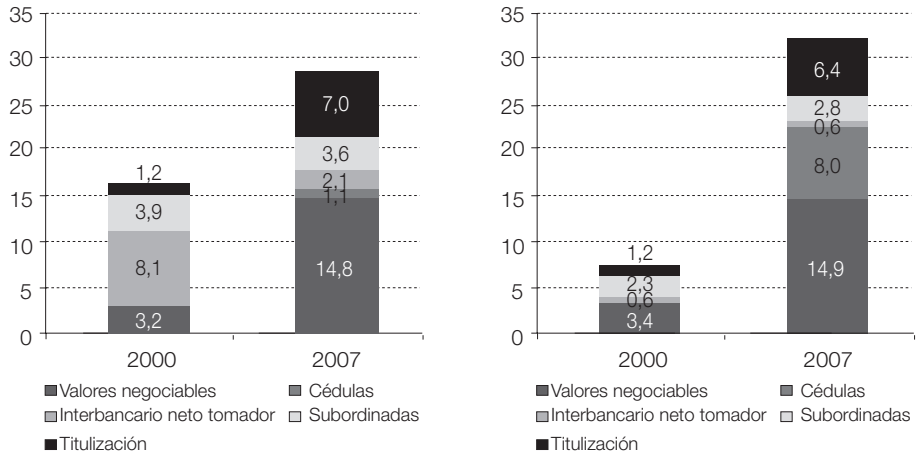
Gráfico n.º 22

Bancos

Gráfico n.º 23

Cajas

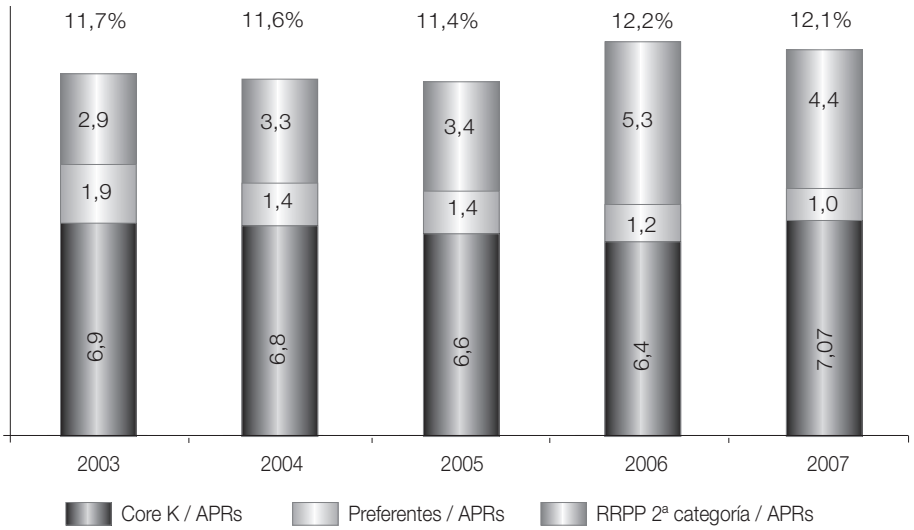
Financiación mayorista sobre balance (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 24

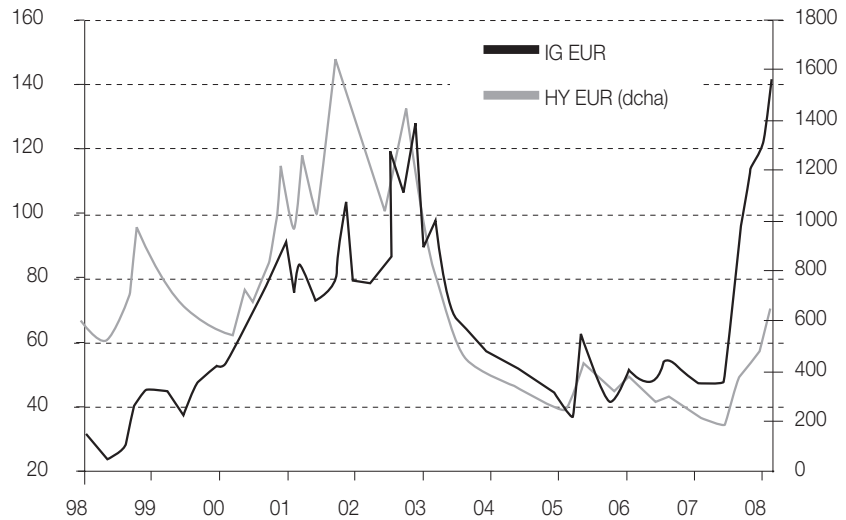
Calidad de Recursos Propios



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE y CNMV

Gráfico n.º 25

Diferenciales de crédito (Grado de inversión (IG) y High Yield)



Fuente: Merrill Lynch

dades (reflejadas en el gráfico según el tamaño del círculo).

Como consecuencia de ello, en España a pesar de haber 125.000 personas por cada entidad financiera (frente a las 64.000 de media en la UE12), a cada oficina bancaria le corresponden 1.000 personas (frente a las 2.500 de la UE12). El proceso de apertura de oficinas vinculado a las estrategias de crecimiento ha incrementado de forma muy significativa la densidad de oficinas bancarias por habitante, a pesar de que éstas tienen una caracterización –oficinas pequeñas con pocos empleados– muy distinta a la del resto de países europeos.

Esas orientaciones estratégicas, hacia un mayor volumen de negocio, y a la expansión del número de oficinas como principal «arma comercial», han generado dos tipos de implicaciones financieras, que se erigen en el centro de los nuevos retos en la gestión de las entidades.

En los últimos años, el entorno de tipos reducidos ha facilitado ampliamente el recurso al endeudamiento por parte de todos los agentes económicos, pero al mismo tiempo, no ha favorecido el crecimiento de los depósitos, principal y más barato recurso de financiación de las entidades de crédito. El ahorro ha tenido como destino otros fines (fondos de inversión, seguros, acciones...).

Estos desacompasados crecimientos entre una y otra variable supone que si en el año 2000, el 100% de la inversión crediticia se financiaba vía depósitos de clientes, ya en el año 2007 este ratio se situaba en el 75%.

Para cubrir este *gap* entre financiación e inversión, la apelación a la financiación ma-

yorista[3] ha sido el recurso más utilizado por las entidades.

De este modo, al elevado crecimiento del crédito hay que asociar también un intenso cambio en la estructura de financiación de las entidades de crédito, acercándose ya a la media de la Unión Europea en lo que a financiación mayorista se refiere.

Por otro lado, el fuerte crecimiento de las inversiones ponderadas por su nivel de riesgo, también conocidas como activos ponderados por riesgo (APRs), no han venido acompañadas por un incremento similar de los recursos propios, lo que ha venido a provocar un deterioro de la «calidad» de los mismos. El coeficiente de solvencia, que se define como el cociente entre recursos propios computables y los APRs[4], ha venido manteniéndose en niveles relativamente estables y por encima del mínimo regulatorio, esto es, el 8%. Ahora bien, esto ha sido posible gracias a la emisión de instrumentos con categoría de recursos propios, como la deuda subordinada[5] o las participaciones preferentes[6].

[3] Entendemos por financiación mayorista el conjunto de emisiones de pagarés, bonos y obligaciones, cédulas hipotecarias multicedentes y titulizaciones que el sector ha ido emitiendo en los últimos años.

[4] El coeficiente de solvencia puede descomponerse en TIER I y TIER II. El primero nos informa de los recursos propios básicos que son financiados por la totalidad de los APR's; dentro de éstos, hay que considerar especialmente el Core Capital, que incluye el capital, reservas y resultados de ejercicios. El segundo, tiene en cuenta la parte de los APR's que viene siendo financiada por los recursos propios de segunda categoría.

[5] Deuda subordinada: financiación recibida por la entidad de crédito que, a efectos de prelación en caso de situación concursal, se situarían inmediatamente por detrás de todos los acreedores comunes y antes de los accionistas.

[6] Participaciones/acciones preferentes: instrumentos financieros híbridos entre la renta fija y la renta variable que son considerados como recursos propios de primera categoría en cuanto al cálculo del coeficiente de solvencia.

4.2. **Consecuencias de la crisis**

Incremento del coste del pasivo

a) Cierre de los mercados mayoristas

El cambio en la estructura de financiación comentado anteriormente ha hecho que las entidades financieras estén más expuestas a la volatilidad y situación de los mercados de financiación.

Pues bien, tal y como se comentaba al principio del capítulo, la repreciación del riesgo de crédito ha afectado a todos los sectores económicos, siendo uno de los más castigados, el sector financiero. Esta repreciación del riesgo de crédito se ha manifestado de forma inmediata en un incremento de los diferenciales de las emisiones de financiación mayorista realizadas, castigando de forma generalizada a todo tipo de emisiones.

Esta es la primera consecuencia, sobre la financiación de las entidades de crédito, de la crisis de confianza e incertidumbre actual: el fuerte encarecimiento de las emisiones de deuda.

Al mismo tiempo, los mercados de emisión de cédulas hipotecarias y titulizaciones, que han sido los principales instrumentos de obtención de financiación en los últimos años, se encuentran absolutamente «cerrados». Esta tipología de emisiones ha adquirido un tinte negativo, han sido «estigmatizadas», a raíz de la crisis financiera estadounidense.

El «estigma» se explica por varios motivos ya comentados anteriormente:

— La crisis *subprime* estadounidense cuyos efectos, magnitud de pérdidas y localización de las mismas, están todavía por conocer, provoca un cierto recelo con todo lo que tenga que ver con entidades financieras.

Gráfico n.º 26
Cédulas. Cajas de ahorros

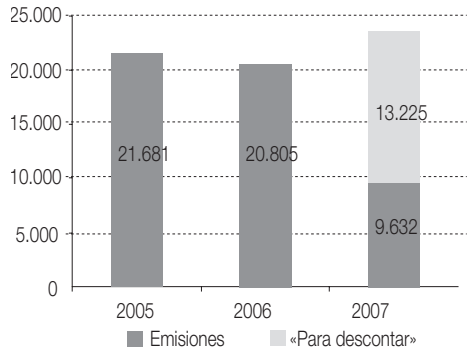
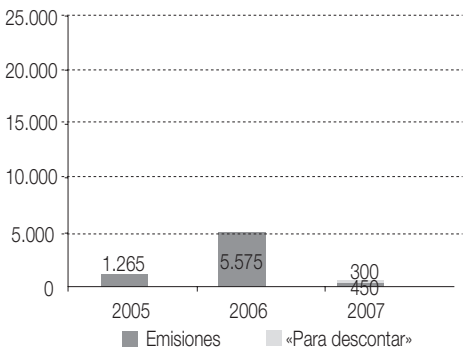


Gráfico n.º 27
Cédulas. Bancos



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV

Gráfico n.º 28
Titulizaciones. Cajas de ahorros

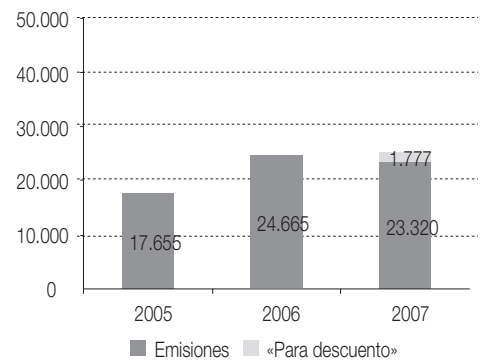
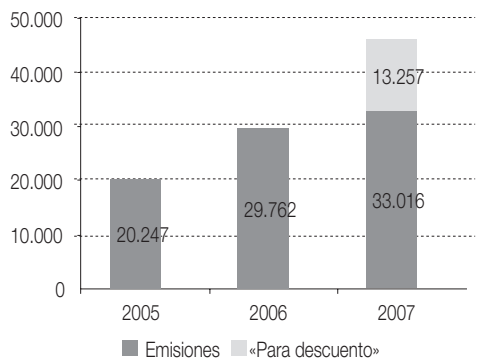


Gráfico n.º 29
Titulizaciones. Bancos



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV

— El detonante de la crisis *subprime* estadounidense, –elevado incremento de la morosidad hipotecaria,– se contempla como una variable clave también en España, por dos factores fundamentales:

  - Dado el elevado sesgo inmobiliario del sistema financiero español, el potencial incremento de morosidad, ligado al deterioro del ciclo económico, iría vinculado no sólo por lo que se refiere a hipotecario finalista, sino también por el temor a que el crédito promotor evolucione negativamente.

  - Por el desconocimiento acerca de cómo se ha venido concediendo el crédito hipotecario en España, en lo que se refiere a estándares y niveles de control de riesgo. Los estándares de concesión de crédito aplicados por las entidades financieras españolas han sido muy estrictos, siendo la mejor prueba de ello el reducido nivel de morosidad, el más bajo de Europa. Además, y tal como indicábamos al principio, dado que en España el crédito apenas «sale» de balance, el incentivo a mantener la calidad del crédito y a cuidar al cliente, rodeándolo de productos, es muy superior a lo que implica el modelo estadounidense.
  - Con ello, la financiación de las entidades de crédito se ha visto fuertemente contraída a tenor de lo ocurrido desde la crisis *subprime*. El panorama de la financiación bancaria ha cambiado drásticamente de la noche a la mañana.

No obstante, este tipo de instrumentos han seguido emitiéndose. En los gráficos siguientes aparece el volumen de cédulas y titulizaciones realizadas en los últimos años, con detalle, para el 2007, de lo que ha sido emitido «antes y después de la crisis».

Pues bien, todo lo que ha sido emitido «después de la crisis», no ha sido colocado entre inversores si no que las propias entidades han adquirido los activos resultantes de la titulización o de la «cedulización». El motivo principal es que estos activos pueden utilizarse por las entidades como colateral[7] en las operaciones de política monetaria del BCE, a través del Banco de España.

En este punto, merece la pena realizar un breve comentario sobre este mecanismo de financiación, cuya utilización ha sido potenciada en los últimos meses por parte de las entidades financieras españolas.

b) Utilización de cédulas y bonos de titulización como colateral en las operaciones de política monetaria del BCE

El BCE acepta una gama de colateral más amplia que los otros bancos centrales. Desde enero de 2007 existe una lista única de colateral del Eurosistema, dentro de la cual se admite todo el papel con calificación crediticia de A o superior, siempre que sea negociable en el mercado secundario. El *rating* de este papel es otorgado por las principales agencias de calificación crediticia. Las cédulas o los bonos de titulización españoles, de calificación crediticia AAA, cumplen sobradamente este requisito, y por eso se han aceptado siempre como garantía en los préstamos de política monetaria.

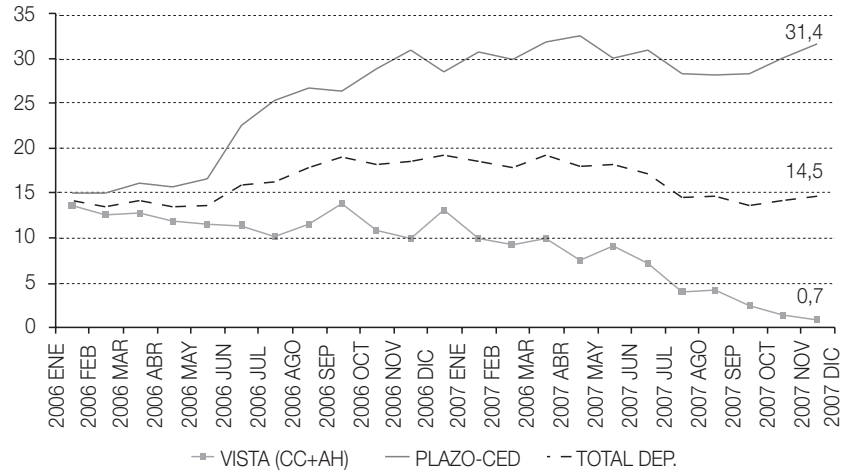
En un periodo en el que el mercado interbancario funciona deficientemente, se agudiza la dependencia estructural de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema. Precisamente la existencia de canales de suministros de liquidez amplios, claros y estandarizados es lo que ha permi-

[7] Colateral: activo que sirve como garantía para respaldar la concesión de un crédito o una emisión de bonos.

Gráfico n.º 30

Depósitos del total entidades de crédito.

Crecimiento interanual (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

tido al Eurosistema lidiar mejor con los problemas desencadenados el pasado verano. La flexibilidad mostrada por el BCE en el mes de agosto permitió que la liquidez del banco central sustituyera a la liquidez interbancaria en los momentos de tensión: para eso están los bancos centrales.

En los últimos años, antes de los problemas de liquidez señalados, los bancos alemanes pedían dinero en abundancia al Bundesbank y compraban cédulas españolas. Ahora, con el problema de «estigma» que parece afectar a las cédulas (y a las titulizaciones en general), son los bancos españoles los que solicitan liquidez al Banco de España contra este mismo colateral. Al ser un sistema bancario más dinámico, cuyo crédito, aunque se ha ralentizado, crece más que el de otros países europeos, los bancos españoles se han visto más afectados por la sequía del interbancario, especialmente en los plazos más largos. En una crisis de liquidez sistémica, el recurso al dinero del banco central con garantías de la máxima calidad crediticia no debe verse como un problema, sino como una respuesta natural.

La apelación de los bancos españoles al Banco de España en los últimos meses hay que verla en su contexto. Aunque ha aumentado, es del orden de 45 mm^2, aproximadamente un 10% del total del Eurosistema, equivalente más o menos a la clave de capital del Banco de España en el BCE (que se basa a su vez en la media de población y PIB en términos relativos), es decir, en torno a lo que sería la «cuota» teórica española. Los bancos alemanes, con una tradición de descuento una gama de papel muy amplia, han recibido en algunos períodos hasta un

Gráfico n.º 31
Remuneración de depósitos (en%)
Bancos
(nuevas operaciones)

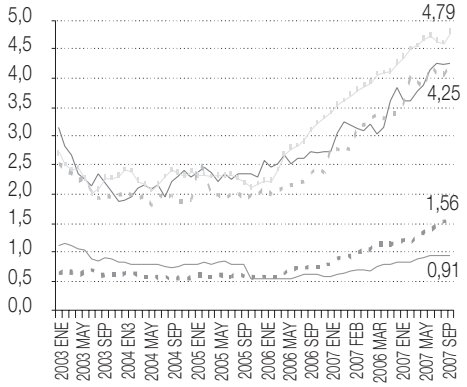
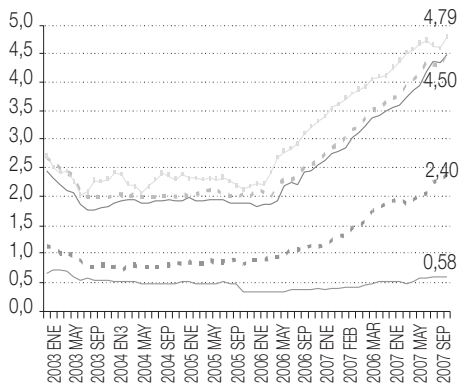
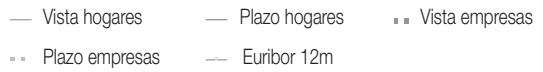


Gráfico n.º 32
Remuneración de depósitos (en%)
Cajas de ahorro
(nuevas operaciones)





Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

60% del total de la inyección de liquidez del Eurosistema, sin que esto haya llamado la atención de nadie. Es importante señalar que, en condiciones normales, es relativamente indiferente a través de qué banco central nacional o de qué sistema bancario se suministre la liquidez, porque el mercado interbancario se encarga de redistribuirla; pero en estos últimos meses se ha producido, por la dificultades señaladas anteriormente, un aumento del recurso directo de los bancos a las inyecciones de liquidez de sus respectivos bancos centrales que se traduce en una cierta «nacionalización» del suministro de liquidez dentro del Eurosistema.

c) Los depósitos como vértice del crecimiento

Como consecuencia de lo indicado anteriormente, –encarecimiento de los *spreads*[8] y cierre de los mercados de emisiones,– los depósitos de clientes se han convertido en el arma principal con que financiar el crecimiento.

Por primera vez en mucho tiempo, en la medida en que las dificultades en los mercados mayoristas continúan, el potencial de crecimiento del crédito viene determinado por lo que crezcan los depósitos de clientes, no contemplándose, en muchos casos, fuentes de financiación adicional. Esta es una tónica distinta a cómo se ha venido realizando la presupuestación en ejercicios anteriores, donde el crecimiento del crédito era independiente del crecimiento de los depósitos, pues el *gap* de financiación venía a ser cubierto por la financiación mayorista.

[8] Spread: se refiere al diferencial entre la renta fija privada a 5 años y Tesoro Euro.

Gráfico n.º 33

Tipo de interés de nuevas operaciones a hogares e ISFLSH

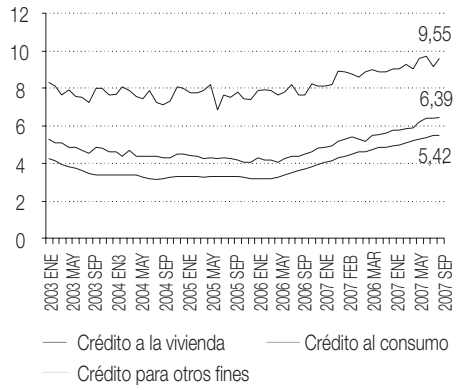
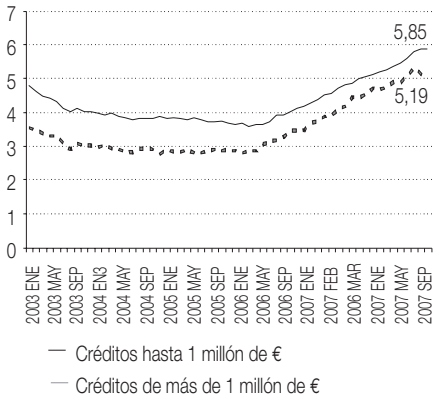


Gráfico n.º 34

Tipo de interés de nuevas operaciones a empresas



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Gráfico n.º 35

Tasa de morosidad (en%)

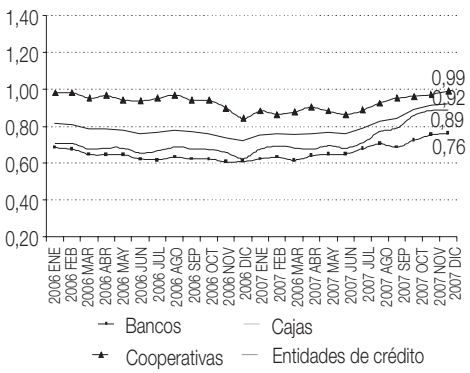
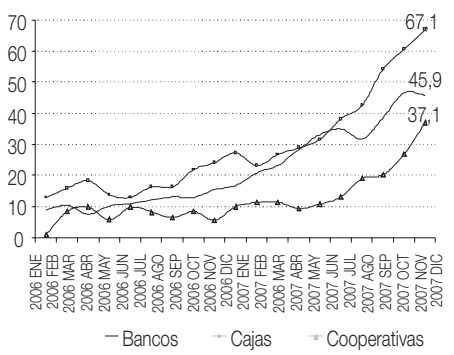


Gráfico n.º 36

Crecimiento interanual del crédito moroso (en%)



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Es cierto que ya desde mediados de 2006, al hilo de los cambios de fiscalidad en el tratamiento de los fondos de inversión y depósitos, de las fuertes subidas de tipos de interés, y también por la propia proactividad de las entidades financieras, preocupadas por el fuerte deterioro del ratio de liquidez estructural, los depósitos de clientes comenzaron a registrar tasas de crecimiento mucho más elevadas que las de los últimos años.

Sin embargo, desde mitad de año 2007, esta tendencia se ha visto agudizada. Son muchas las entidades y muchas las ofertas que se pueden observar en el mercado con el fin de captar recursos de clientes.

En un contexto de tipos de interés al alza, la principal palanca de actuación ha sido, obviamente, la remuneración que se ofrece por mantener ciertos saldos por un tiempo determinado. En los gráficos adjuntos aparece la remuneración ofrecida a las nuevas operaciones formalizadas en cada uno de los meses.

Esa necesidad de recursos de clientes a largo plazo, con mayor estabilidad, en un entorno de tipos favorable, ha hecho que el crecimiento del ahorro a la vista haya sido prácticamente nulo durante gran parte del año. Este hecho provoca que haya desaparecido el «efecto anclaje» que se produce como consecuencia del mantenimiento de saldos a la vista en un entorno de tipos de interés alcistas: no sólo ha disminuido el saldo de dicho ahorro a la vista, sino que también ha aumentado la remuneración del mismo.

El fuerte crecimiento del plazo encuentra también su explicación en el elevado trasvase que ha venido produciéndose en los fondos de inversión, debido tanto al mal comportamiento de la mayor parte de categorías de fondos como por la estrategia de las entidades que han incentivado también ese trasvase.

La conjunción del comportamiento de los costes financieros de la financiación minorista («guerra del pasivo») y de la financiación mayorista (encarecimiento de spreads y cierre de mercados), ha hecho que el coste de pasivo oneroso haya aumentado de forma considerable, lo que convierte este punto en uno de las principales preocupaciones del sector.

Endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito

Dado que una de las principales consecuencias de las *crisis subprime* es el incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito, es de esperar que el paso siguiente se produzca de forma inmediata: las entidades de crédito trasladarán estos mayores costes financieros al tipo al que se conceden las operaciones de crédito, o al menos, llevarán a cabo una mayor discriminación entre prestatarios.

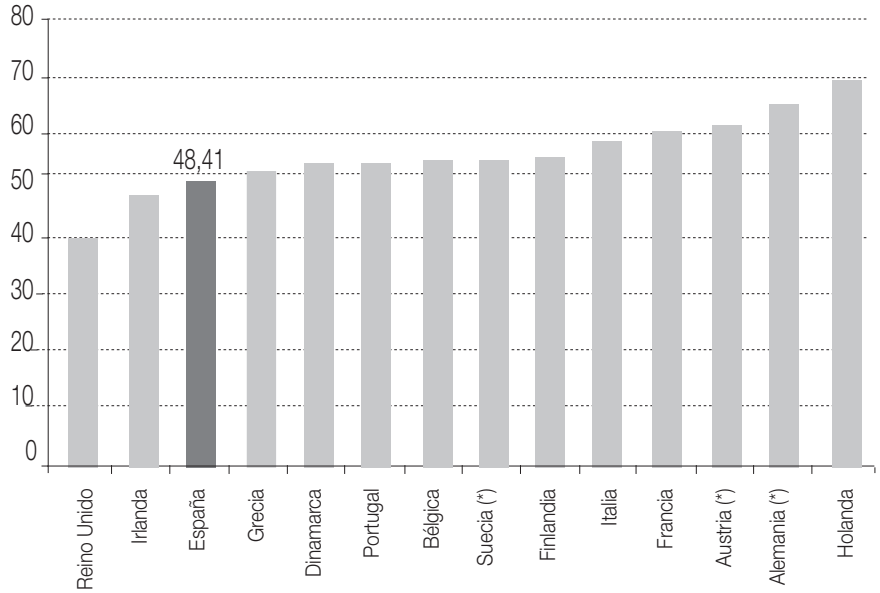
Este hecho se viene poniendo de manifiesto en las últimas encuestas de condiciones de concesión de crédito. La Encuesta del Banco de España coincide con la del resto de Bancos Centrales. Cuando se les pregunta a las entidades de crédito por su actividad crediticia la respuesta es la misma: mayor endurecimiento en las condiciones aplicadas en las operaciones de crédito y menor demanda prevista de crédito, tanto por parte de los hogares como de las empresas.

El mayor endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito tiene su lógica en la medida en que si la financiación es escasa y más cara, las entidades de crédito habrán de racionalizar el uso de dicha financiación destinando los fondos captados a inversiones más seguras y con la rentabilidad suficiente como para recuperar el coste de la financiación en la que se ha incurrido.

Al mismo tiempo, otro de los factores que resultarán en una mayor discriminación

Gráfico n.º 37

Eficiencia
(en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

entre prestatarios será la morosidad. Si bien es cierto que la tasa de morosidad de las entidades financieras españolas es de la más reducidas de Europa, ésta ha venido aumentando progresivamente en el último año.

Este repunte de la tasa de mora, que hasta ahora se ha debido prácticamente solo al efecto tipo de interés, presenta un potencial recorrido al alza al hilo del deterioro del mercado laboral, lo que incentiva comportamientos más discriminadores entre prestatarios.

4.3. **Situación comparada del sistema financiero español**

En cualquier caso, las previsiones sobre la evolución de la tasa de mora que comentábamos en el epígrafe anterior apuntan a un incremento moderado y controlado de la tasa de mora, acorde a un deterioro del ciclo, pero que en ningún caso se situará en niveles cercanos a los que registra el sistema financiero estadounidense. Esta afirmación radica en la existencia en España de unas prácticas de origen, control y gestión de los activos hipotecarios que implican una mayor calidad general de los activos bajo gestión. Sus características (algunas de las cuales ya hemos comentado anteriormente) son:

Origen. En España, cerca del 98% de la concesión del crédito hipotecario se origina en cajas, bancos o cooperativas, y el resto, en establecimientos financieros de crédito. Apenas existen jugadores del tipo *brokers*, supermercados financieros,… que se diri-

Gráfico n.º 38
ROA

Financiación mayorista sobre balance (%)

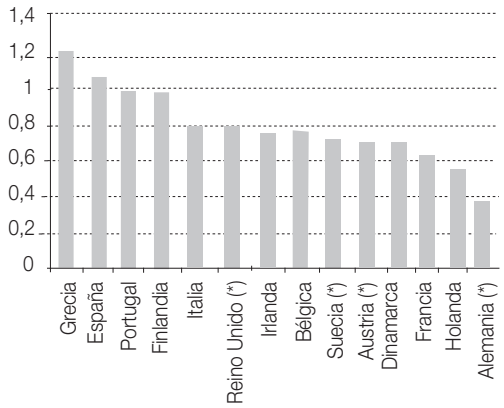
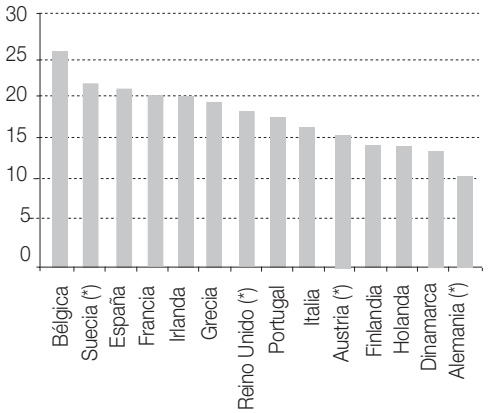


Gráfico n.º 39
ROE

Financiación mayorista sobre balance (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

Gráfico n.º 40
Solvencia

Financiación mayorista sobre balance (%)

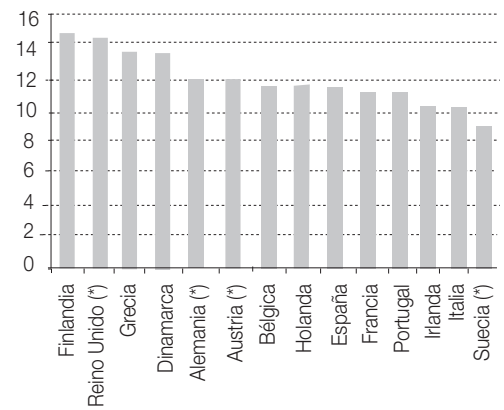
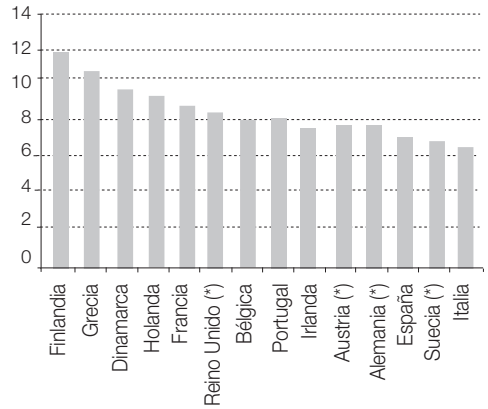


Gráfico n.º 41
TIER I

Financiación mayorista sobre balance (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de EU Banking Structures. 2007

gen a un tipo de cliente específico al que se aplican criterios muy laxos de concesión y que quedan fuera de la supervisión del Banco de España.

Tenencia. En el caso español el porcentaje de cartera crediticia titulizado con una transferencia efectiva del riesgo es muy reducida, con lo que el incentivo, como hemos comentado anteriormente, a cuidar del cliente y rodearle de productos es más elevado.

Relación entre el importe de préstamo concedido y el valor de tasación: En España el LTV[9] del total de stock de hipotecas se sitúa en el 68,5% a finales de 2006, muy por debajo de otros sistemas, con lo que el recorrido que existe para que el valor del activo caiga en relación al importe de préstamo concedido, es muy inferior.

Pero ya no sólo la existencia de estas prácticas bancarias, sino determinados ratios de gestión, ponen de manifiesto la posición privilegiada desde la que el sistema financiero español afronta la situación de crisis crediticia internacional.

En primer lugar, la eficiencia, que se define como el ratio entre los costes financieros y el margen ordinario. La eficiencia se configura como un resorte fundamental para afrontar épocas donde el volumen de negocio, y por tanto, la generación de margen financiero, no es tan elevado, en la medida en que el drenaje del mismo vía gastos sea más reducido.

Al mismo tiempo, la rentabilidad, tanto en términos de activos[10] como de recursos propios[11], es también de las más elevadas de los países europeos, lo que permite extraer, que en el sistema financiero español cuenta con más resortes para obtener rentabilidad, y que si alguno de ellos dejara de funcionar (como es el de un entorno actual con débiles crecimientos del negocio), el recorrido a la baja de la rentabilidad sería muy inferior a la de otros sistemas financieros.

Por último, la solvencia, se sitúa también en niveles muy favorables, muy similar a la de países de nuestro entorno.

Por lo que se refiere a esta última variable, hay que tener además en consideración la existencia de fuentes de reforzamiento de los recursos propios derivadas de la estricta normativa de solvencia española:

— *Provisión genérica.* Heredera en su finalidad e instrumentación de la provisión estadística implantada en 1999 por el Banco de España, y que a pesar de haber servido de ejemplo a otros supervisores, es una excepción en países de nuestro entorno. El importante ritmo de crecimiento de la inversión crediticia, junto con las reducidas tasas de morosidad de los últimos años, ha determinado que el fondo genérico constituido haya sido muy importante. Su computabilidad a efectos de recursos propios es limitada (la que no excede el límite del 1,25% de los activos ponderados por riesgo), con lo que según Banco de España, casi un tercio de las provisiones genéricas no se están teniendo en cuenta actualmente en las cifras de solvencia.

---

9 LTV (Loan To Value): se define como el porcentaje que supone el crédito hipotecario concedido sobre el valor de tasación de la vivienda.

(*) Información no reportada según International Financial Reporting Standards.

10 ROA: se calcula como el cociente entre el beneficio antes de impuestos y el activo total medio que posea la entidad.

11 ROE: se define como el beneficio neto entre los recursos propios medios de la entidad financiera.

TIER 1: Son los recursos propios originales compuestos por acciones ordinarias y participaciones preferentes.

— *Provisión por activos subestándar.* Peculiaridad propia de la regulación española y su objetivo es *«dar cobertura a todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que, sin cumplir los criterios para clasificarlos individualmente como dudosos o fallidos, presentan debilidades que pueden suponer asumir pérdidas por la entidad superiores a las coberturas por deterioro de los riesgos en seguimiento especial» (Circular 4/2004 BE).*

— *Deducciones por determinadas inversiones:* La normativa de solvencia obliga a deducir del cómputo de los recursos propios de la entidad el importe de capital que se posea en entidades aseguradoras, siempre que la participación sea superior al 20%.

— *Plusvalías latentes.* Hacen referencia a las diferencias existentes entre el valor reconocido en libros y el valor de mercado de los activos. Pues bien, estas plusvalías tienen un límite de computabilidad (como máximo, se pueden reconocer el 35% de las plusvalías brutas en activos de deuda, y el 45% en activos de capital).

— *Desinversiones no estratégicas.* Sería el caso de la venta de oficinas / inmuebles de las que podría extraerse plusvalías relevantes. Asimismo, la baja del balance podría permitir reducir el consumo de capital.

— La conjunción de estos elementos podría suponer aproximadamente un incremento promedio de la solvencia del sector de un 1,5%.

5. **CONCLUSIONES**

La crisis hipotecaria estadounidense, una crisis absolutamente «sobrevenida», está provocando que gran parte de los cimientos del modelo de negocio de las entidades financieras se esté tambaleando. Los desequilibrios generados por una orientación del negocio fuertemente sesgada a la inversión crediticia, sobre todo la vinculada al sector de la construcción, constituyen sin duda la principal fuente de incertidumbre sobre la sostenibilidad del modelo en el entorno actual. La crisis *subprime* no ha hecho sino acelerar y magnificar los efectos de una ya esperada desaceleración del sector inmobiliario.

El principal reto de las entidades financieras es afrontar 2008 en un contexto donde identificar vectores de crecimiento alternativos, que ayuden a compensar, aunque sea parcialmente, la pérdida de peso que registrará el crédito vinculado a actividades inmobiliarias, resulta cuanto menos complicado. El principal impedimento para ello es, simplemente, unas fuentes de financiación escasas y caras.

En este contexto, los proyectos de apertura de oficinas y de expansión serán en muchos casos sometidos a revisión.

En cualquier caso, el elevado valor de franquicia de las entidades financieras españolas, la elevada eficiencia, la reducida tasa de mora y elevada cobertura, son garantía de éxito para afrontar un escenario, con un componente de incertidumbre muy elevado y con un perfil muy negativo, en el corto plazo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AFI (2008): *«La Solvencia del sector financiero español: diferencias con EE.UU»,* Análisis Bancario, Nota Técnica nº 88, Analistas Financieros Internacionales.

BERGES, A., HERVÁS, G. y ROMERO, M. (2008): *«La crisis financiera desde la perspectiva del sistema financiero»,* en «El sector inmobiliario español: claves para un nuevo equilibrio», Estudio Planner-Asprima 2008.

BERGES, A. y GARCÍA MORA, A. (2006): *«El sesgo inmobiliario del sistema financiero».* Análisis Financiero Internacional, 2006.

EUROPEAN COMMISSION (2006): «Interim Report II: Current Accounts and Related Services», DG Competition, 17 July.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2007): «EU Banking Sector Stability», November.

—(2007): «EU Banking Structures», October.