



:: [portada](#) :: [Economía](#) ::

11-09-2009

España: el agujero de Europa

InvestorsInsight.com

Traducido al español en GurusBlog

España = Japón 2.0?

Odiarnos golpear a España como si fuera un viejo tambor del Ejército de Salvación, pero creemos que España es una catástrofe a punto de suceder. Infravalorar la gravedad de la crisis, puede costar caro a los inversores y tendrá profundas consecuencias en el sistema bancario Europeo.

España, está lista para sufrir un largo periodo de dolorosa deflación que traerá como consecuencia altos niveles de desempleo, el colapso del mercado inmobiliario y insolvencias bancarias generalizadas.

España ha tenido la madre de todas las burbujas inmobiliarias. España apenas representa el 10% del PIB Europeo, y sin embargo, desde el año 2000, en ella se han construido el 30% de todas las viviendas construidas en la Unión Europea. La mayoría de estas nuevas viviendas se han financiado con financiación que provenía del exterior, así que la crisis inmobiliaria Española está estrechamente ligada a la crisis financiera.

El impacto en el sector bancario será severo. Consideren lo siguiente: El valor de los préstamos vivos a promotores inmobiliarios ha pasado de los 33.500 millones a 318.000 millones en 2008, un incremento del 850% en 8 años. Si ha esto le añadimos las deudas del sector de la construcción, el valor de los préstamos vivos (promotores+constructores) asciende a 470.000 millones. Lo que representa casi el 50% del PIB español y la mayoría de estos préstamos serán morosos.

Desde nuestro punto de vista, la banca española, se enfrenta a un panorama muy sombrío. La tasa de desempleo ha superado el 17%, ya son más de 4 millones de españoles en el paro y cerca de 1 millón de familias no tienen a ninguno de sus miembros con un empleo.

En este documento sostendremos que:

- El crash inmobiliario español es mucho peor y está mucho más extendido de lo que la gente cree, mucho más que el problema de las subprime.
- La banca española está ocultando sus pérdidas y transfiriendo deuda a empresas zombies, tal como sucedió en Japón hace más de un década.
- Los inversores, se están engañando a si mismos si creen que la banca española está entre las más fuertes del mundo.

Si nuestro análisis está en lo cierto, España pronto contará con bancos zombies como en Japón y se enfrentará a un prolongado periodo deflacionario. Sin embargo en España será mucho peor, como indica Edward Hugh en su análisis "En 1992, Japón pudo apoyarse en sus propios ahorros y tenía un superávit por cuenta corriente del 3% del PIB, España tiene una deuda externa masiva (El déficit por cuenta corriente alcanzó el 10% y poca industria exportadora)!.

Armando el Mosaico



Desde la percepción de Variant, donde tratamos de mantenernos alejados de escribir muchas palabras, cualquier cosa que no se pueda explicar en pocos Charts no vale la pena ser explicada. En el caso del subterfugio bancario español (ocultación de préstamos malos) hemos tenido que ir armando un mosaico través de noticias de prensa, entrevista con banqueros y otras informaciones, para obtener un conjunto de los que está realmente sucediendo. Eso nos recuerda mucho a los primeros días de las crisis subprime, cuando los resultados de los bancos seguían pareciendo buenos hasta que dejaron de serlo. Creemos que sucederá lo mismo con el sector inmobiliario español.

La situación en el mercado inmobiliario Español es mucho peor de lo que la gente piensa.

El discurso oficial que la mayoría de los analistas compran sobre el sector bancarios español es el siguiente:

Provisiones Dinámicas: En el año 2000 el Banco Central Español introdujo un sistema de provisiones dinámicas que forzaron a la banca a crear reservas para protegerse de pérdidas futuras. El nivel de la Banca Española era de entre 3 o 4 veces superior a la de sus competidores internacionales. En cierto modo, el Banco de España, estaba construyendo márgenes contracíclicos para prepararse ante una eventual crisis de crédito. **Política Crediticia Prudentes:** Los grandes bancos españoles afirman que su gestión del riesgo les llevó a concentrar los préstamos hipotecarios para viviendas principalmente en las grandes ciudades y con préstamos hipotecarios cubiertos razonablemente por el valor de estas viviendas, dejando a los préstamos a promotores y compradores de segundas viviendas para las cajas de ahorros. Sin embargo, a pesar de las provisiones dinámicas, con la reciente subida de la mora, la banca española ha tenido que buscar recursos a diestra y siniestra con el objetivo de poder apuntalar su capital, principalmente vía la emisión de preferentes captando el dinero a clientes minoristas con poca cultura financiera. Es un buen punto de partida, pero insuficiente.

La magnitud del problema español es asombroso y superará todos los beneficios de las provisiones dinámicas. The forma conservadora, España tiene más de 1 millón de viviendas sin vender. Lamentablemente, muchas de las casas están en la costa, y si no vuelven los turistas británicos, parece difícil que puedan ser vendidas. Las nuevas viviendas españolas sin vender están en su mayoría y los lugares equivocados.

La burbuja en las inmobiliarias cotizadas españolas, se parece mucho a la burbuja norteamericana o otras de las misma índole. Subieron cerca de 10 veces para después caer un 90%, las matemáticas son muy simples.

Las poblaciones de España, edificio de la burbuja se parece mucho a la burbuja de las burbujas de EE.UU. y otros clásicos. Que subió 10 veces y luego bajó al 90%. La matemática es muy simple.

Dada esta lamentable estado de cosas, uno asume que los precios de la vivienda española habrán sufrido descensos similares que los que ha tenido el inmobiliario en los los EE.UU. Sin embargo, este no es el caso.

Según los datos oficiales, los precios de la vivienda en España, se han corregido aproximadamente un 10% desde sus valores máximos. ¿Porque la banca española no ha experimentado el mismo destino que sus homólogos Americanos, Británicos o Irlandeses? Aún nos preguntamos como es que en nuestra tesis sobre el colapso inmobiliario e industrial español no han aparecido más víctimas.

Creemos que la banca española está simplemente ocultando sus problemas, vamos a indicar como lo están haciendo:

Aprovechando los cambios en la normativa contable.



No marcando los préstamos a precios de mercado.

Continúan prestando a empresas zombies para mantenerlas vivas.

Otorgando préstamos hipotecarios a 40 años y por el 100% del valor.

1) Aprovechando cambios en la normativa contable:

El Banco de España es percibida como una institución prudente y conservadora. Esto es verdad, pero ahora está cambiando su tono. Parece que empieza a estar preocupado por el destino de algunos de los bancos españoles y algunos analistas estiman que los ayudará a evitar que tengan que publicar pérdidas en el 2009.

En el mes de Julio, el Banco de España, cambio su política de provisión respecto a los préstamos hipotecarios en mora. Anteriormente, la banca debía provisionar el 100% del valor de un préstamo hipotecario que superara en un 80% el valor del activo en garantía después de dos años de impago. Con la nueva directiva del Banco de España, se estima que el valor residual de un activo inmobiliario no será nunca inferior al 70% de su valor de tasación y los bancos no deberán provisionar por debajo de dicho importe. Se estima que esto ahorrará a la banca un 50% de las provisiones que debería haber realizado sin el cambio de normativa.

2) No marcando los préstamos a precios de mercado:

Creemos que la banca española no está contabilizando sus préstamos a precios de mercado. Tal como publicaba el periódico Expansión, la banca y cajas controlan de forma directa o indirecta cerca del 50% de las empresas tasadoras en España.

Las estadísticas oficiales sobre los precios de la vivienda no casan con la realidad. Según el periódico El Mundo, en algunos lugares de la costa, el precio de la vivienda estaría sufriendo caídas de entre el 30-50%.

España también se enfrenta al problema de que la banca se está dedicando esencialmente a la compra de activos en mora y los deja en sus libros por el valor declarado de la hipoteca. El siguiente testimonio proviene de un inspector extranjero en España, describiendo lo que le sucedió a un cliente suyo que había tenido problemas.

Había realizado una promoción inmobiliaria que había sido adquirida por el banco. Sin embargo el banco había comprado la promoción por el precio de la hipoteca, convirtiendo así un préstamo impagado en un activo en el balance del banco. A pesar de que el banco es ahora el propietario de la promoción, es una promoción que no puede vender y parece improbable que pueda ser vendida en los próximos años y mantiene una deuda consigo mismo. Los bancos no tienen experiencia en promoción inmobiliaria y esto a la larga no hace más que incrementar sus problemas, que deberían salir a la luz en algún momento, en función de las prácticas contables. De forma alternativa, tienen la opción de empaquetar estos activos y venderlos con descuento a filiales inmobiliarias del banco, prestando el dinero para dichas adquisiciones por el propio banco y aplazando el pago de intereses hasta que sean vendidas.

3) Refinanciando a promotoras inmobiliarias zombie.

En las últimas semanas, hemos visto como varias promotoras inmobiliarias españolas han anunciado que han alcanzado acuerdos para refinanciar su deuda, lo que las ha salvado de la quiebra, por el momento. El último anuncio realizado ha sido el de Realia, precedida por Aisa, Afirma (ex Astroc), Rey al Urbis, y Renta Corporación. Después de debates del tamaño de Colonial y Martinsa-Fadesa en el 2008, las acciones de los bancos cotizados españoles se derrumbaron y pocos banqueros españoles quieren que la experiencia se repita.



La refinanciación a promotores zombie simplemente pospone el problema. Pero la banca se ha dado cuenta que instar el proceso concursal cuando los promotores no pueden hacer frente a sus préstamos ni vender viviendas no es bueno ni para ellos ni para los promotores.

Ahora tratan de dar el máximo de cuerda para evitar tener que hacer pública una nueva gran quiebra. Según un banquero:

Tan pronto como un negocio pequeño entra en mora, incluso si es un cliente con un largo historial de relaciones con el banco todo el mundo huye de él como si tuviese la peste. Pero en el caso de las grandes constructoras, el banco se dedica a comprar activos o ofrecerles líneas de crédito para que al menos paguen los intereses sobre las deudas existentes y darles un margen de al menos dos años para ver si las cosas mejoran y pueden empezar a pagar los préstamos.

El deseo de los bancos de seguir jugando con los grandes promotores no debería ser una sorpresa. Como dice un banquero "Si me debes un millón es tu problema, si me debes mil millones es mi problema".

4) Ofreciendo préstamos por el 100%, a 40 años y otras prácticas burbujeas.

En la actualidad, los bancos españoles son los principales propietarios inmobiliarios en España. Ha llegado a este punto forzados por varias situaciones. Con el fin de esconder los efectos de la caída de precio de los activos inmobiliarios, los bancos españoles han estado comprando propiedades para evitar que el impago de préstamo y tratando de deshacerse de ellos vía sus filiales inmobiliarias. También han adquirido decenas de miles de viviendas vía canje de deuda por capital, según alguna estimaciones los bienes inmobiliarios rescatados o intercambiados por deuda ascenderían a los 16 mil millones de euros.

La banca se ha visto forzada a crear páginas web como canal para dar salida a tanto inmueble acumulado, para venderlos utilizan palancas comerciales como descuentos en los precios de entre el 25-50% y condiciones de financiación laxas, como préstamos al Euribor +0% a 40 años y otorgar garantías como la recompra el inmueble en un futuro.

Igualmente la banca ha llegado a acuerdos con la Asociación de Promotores Constructores de España (APCE), para otorgar préstamos a 40 años por el 100% del valor del activo en todas aquellas viviendas con descuentos en el precio del 20% y sin que el comprador tenga que hacer pagos iniciales, esta es una forma de otorgar de forma indirecta préstamos a promotores inmobiliarios zombies.

¿Cómo terminará el partido para España?

Tal como indicamos en el comentarios del pasado mes, el problema de España esta ligado al problema que presentan todos los países de la periferia Europea. Los años del Boom posteriores a la entrada del euros proveyeron: 1) Dinero fácil, vía tipos de interés reales negativos y 2) sobrevaloración de precios medidos en tipo de cambio reales.

España y el resto de los países de la periferia Europea, solo pueden resolver sus problemas o bien vía una masiva mejora de la productividad, cosa bastante improbable, o vía reducción de sueldos y precios del orden del 20-30%, lo que sucederá de forma lenta y dolorosa. A esta reducción de salarios y precios le podríamos llamar "devaluación interna".

Esta devaluación interna, implicará enormes pérdidas para la banca doméstica y los acreedores externos. En el caso de los países del Este de Europa, el daño será malo pero no muy grande. En el caso de España, las pérdidas ligadas a la deuda hipotecaria serán masivas. Nosotros estimamos que el inmobiliario español provocará pérdidas de cerca de 250 mil millones de euros una vez que haya finalizado todo el proceso. Claramente, tanto los bancos españoles y los extranjeros, no desean



admitir el tamaño del problema y reconocer la provisión de esta deuda, por eso se están escondiendo las pérdidas.

Igualmente, el enorme déficit comercial es una forma de des ahorro. El enorme crecimiento del consumo en España, ha tenido que ser financiado por el resto de Europa, el déficit comercial Español está entre los mayores del mundo, tanto en términos absolutos como relativos y rondaba el 10% del PIB a finales del 2007. De hecho, el déficit por cuenta corriente de España sólo queda por detrás del de EEUU en términos absolutos.

El elevado nivel de consumo en España, se ha financiado casi exclusivamente vía deuda externa y no con el ahorro existente en el país. La economía española se ha comportado como un consumidor gigante que ha chupado los ahorros del resto de Europa.

Tipos de interés real: La deflación es una Puta.

Europa del Este, España e Irlanda están empezando a experimentar el principio de la deflación. Creemos que aún queda mucha deflación por venir, lo cual tendrá amplias ramificaciones por todo el sector bancario europeo. Los países de la periferia son deudores netos y el resto de Europa tiene un saldo acreedor neto. Cuando un deudor no puede pagar, el acreedor sufre. Alemania, Francia y otros países deberán recapitalizar a la periferia de Europa y a España. En palabras de Platón "Soy un hombre rico siempre y cuando no pague a mis acreedores". Una espiral deflacionaria, implica que la mayor parte de la deuda deberá ser dada por perdida, y que los acreedores deberán absorber estas pérdidas.

En un entorno deflacionario, pagar la deuda se hace aún más duro. Incluso cuando los tipos de interés están al 0%, los precios y los salarios pueden caer aún de forma más rápida y la carga de la deuda se puede hacer aún más pesada. Es por eso por lo que la deflación tiene un impacto terrible.

La inflación en España ha sido negativa los tres últimos meses. España no había tenido un dato similar en los últimos 47 años. Sin embargo el Banco de España y el Gobierno se están comportando como avestruces, manteniendo sus cabezas enteradas en la arena.

El problema con la inflación, es que incluso con un bajo nivel de tipos de interés, estos continúan siendo demasiado altos. A pesar de los recortes de tipos de interés del BCE, los tipos continúan siendo demasiado altos en España debido a las inflaciones negativas en el consumo y en los precios industriales.

España no es le único país que enfrenta el problema de la deflación. Es un problema de todos los países de la periferia Europea. Irlanda por ejemplo presenta una de las mayores tasas de deflación del mundo, con una tasa anualizada del -5,9%

Creemos que la experiencia Irlandesa es lo que España vivirá en los próximos meses a medida que la economía se vaya ajustando lentamente a la nueva realidad. La mayoría de los bancos irlandeses han pasado a ser propiedad del Estado y este está luchando para decidir la mejor forma de cómo deshacerse de los activos malos de los balances bancarios.

Creemos que de todos los países de la periferia europea, el caso español será el más parecido al caso irlandés.

Curiosamente, a pesar de que la inflación es negativa, y el desempleo es elevado, los sindicatos siguen pidiendo aumentos salariales. La mayoría de los acuerdos salariales en España se alcanza a través de la negociación colectiva a nivel sectorial. Hasta ahora, los aumentos salariales se han situado por encima del 2%, cifra de inflación fijada como objetivo por el BCE. (No es de extrañar que las empresas traten de eludir la negociación salarial. El año pasado, casi cinco millones de puestos de trabajo fueron temporales en España). Habida cuenta de hasta qué punto están fuera



de línea los salarios con los costos laborales unitarios y la realidad de la deflación en España, vemos que el nivel de desempleo de España apunta hacia el 25%. Con una tasa de desempleo del 25% y con una dinámica de deflación impactando los niveles de deuda, ¿Cómo esperan los bancos españoles que se les repaguen las deudas? ¿Quién ganará suficiente dinero para afrontar el pago de las cuotas de las hipotecas? ¿y como se podrá acceder a la vivienda con unos salarios más bajos? Suponer que en España lo peor ha pasado no supera cualquier prueba del sentido común.

Creemos que los políticos españoles y los inversores internacionales han juzgado mal a España, pero los acontecimientos que les obligarán a cambiar de opinión. En retrospectiva, el caso de España es muy similar a el de las hipotecas de alto riesgo en EEUU, donde todos los resultados de la banca parecían correctos, hasta que dejaron de serlo. Esto es un clásico en todas las burbujas especulativas, y España no será diferente.

El artículo original en inglés con los correspondientes gráficos puede encontrarse en:
http://www.investorsinsight.com/blogs/john_mauldins_outside_the_box/archive/2009/08/31/spain-the-hole-in-europe-s-balance-sheet.aspx