

# JORGE TORRES QUILEZ

Profesor de Economía Financiera de la Universidad de Zaragoza

---

“La raíz de esta crisis se encuentra en la codicia desmedida del ser humano”

Ignacio Serrano Ruiz. Redactor Jefe de Directivos Construcción

# E

sta crisis económica, casi sin precedentes, no deja de suscitar infinidad de preguntas acerca de su origen, su duración y sus consecuencias. Jorge Torres Quilez, poseedor de una dilatada experiencia investigadora y docente como profesor de Economía Financiera de la Universidad de Zaragoza, tiene algunas de las respuestas y opiniones sobre las lecciones que debemos aprender de la recesión, pero recuerda que lo más importante es recuperar la senda de la racionalidad.



## ficha técnica

**Autor:** Ignacio Serrano. Redactor Jefe de Directivos Construcción

**Título:** Jorge Torres Quilez. Profesor de Economía Financiera de la Universidad de Zaragoza: "La raíz de esta crisis se encuentra en la codicia desmedida del ser humano"

**Fuente:** Directivos Construcción, nº 224. Pág. 36. Julio 2009

**Descriptor:** Crisis / Sistema financiero / Rating / Titulización

**Resumen:** Jorge Torres Quilez, profesor de Economía Financiera de la Universidad de Zaragoza, analiza en esta entrevista las causas económicas y sociológicas de la actual crisis financiera, así como los posibles cauces para canalizar las principales dificultades que administraciones y empresas están encontrando para recuperar la senda de la racionalidad y el crecimiento sostenible.

### **¿CÓMO SE HA PODIDO CONVERTIR UNA CRISIS LOCAL EN UN FENÓMENO GLOBAL?**

Nos encontramos en un contexto cada vez más globalizado con mercados financieros fuertemente correlacionados, donde las fronteras y barreras de acceso han quedado suprimidas, y donde instrumentos como la titulización son capaces de extender los riesgos entre millones de pequeños ahorradores en tiempo récord. Los bancos empaquetaron las “ya famosas” hipotecas basura en vehículos financieros que ofrecían elevadas rentabilidades asumiendo un riesgo de contrapartida aparentemente bajo -algo que por sí mismo, quebranta la lógica financiera derivada del binomio rentabilidad-riesgo-, en los que se posicionaron inversionistas de todo el mundo. De esta forma, la ingeniería financiera dio lugar

forma permanente, desatendiendo la sostenibilidad de un principio de racionalidad financiera. En segundo lugar, las entidades financieras, que abogando por una política de concesión crediticia enormemente expansiva, han autorizado endeudamientos a particulares y empresas con un exiguo historial crediticio que no cumplían con los mínimos estándares de solvencia y liquidez exigidos. Por otro lado, los banqueros centrales, al preservar una política monetaria muy restrictiva han mantenido tipos de interés muy bajos durante un periodo de tiempo excesivamente prolongado, lo que ha generado inversiones económicamente injustificadas y, desde el punto de vista bancario, una acumulación de riesgos de insuficiente calidad. Y por último, las agencias de calificación crediticia, que no supieron evaluar adecuadamente los riesgos derivados de productos com-

## **“Todos los agentes sociales somos responsables de la situación a la que se ha llegado”**

a instrumentos que se contagiaron de estos activos tóxicos, como CDOs, ABS, conduits o sivs, y que fueron perdiendo progresivamente valor en el mercado. Por ahora, han provocado en las entidades unas pérdidas superiores a los 700.000 millones de dólares.

### **NADIE LLEGÓ A VISLUMBRAR EL ESTALLIDO DE ESTA CRISIS. ¿QUIÉN HA TENIDO LA CULPA DE QUE NOS ENCONTREMOS EN ESTA SITUACIÓN TAN DELICADA?**

Todos y cada uno de los agentes sociales que participamos en el sistema económico. En primer lugar, los inversores y consumidores, economías domésticas y empresas, al endeudarse desequilibradamente por encima de su capacidad. En cierta medida, la raíz de la actual crisis se encuentra basada en la codicia del ser humano, en el afán desmedido por acumular riqueza de

plejos vinculados a hipotecas basura, determinando ratings triple A a productos que no eran merecedores de ello, bien por falta de conocimiento, o bien por no examinar con detenimiento lo que valoraban.

### **DESPUÉS DE TODAS LAS MEDIDAS QUE HAN ADOPTADO LOS GOBIERNOS, ¿POR QUÉ TODAVÍA A DÍA DE HOY NO ESTÁ LLEGANDO EL DINERO A MANOS DE LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS?**

Así es. Ni siquiera los planes gubernamentales de rescate financiero, que pretenden instaurar de nuevo la confianza y seguridad en el sistema financiero para que la liquidez interbancaria vuelva a brotar, parecen que vayan a provocar que los mercados de financiación vuelvan a la normalidad en el corto plazo. Las dificultades para acceder a la captación de recursos están provocando serias

restricciones en la concesión de créditos. Las entidades bancarias han restringido tajantemente la aprobación de financiación en la mayoría de los nuevos procesos de inversión, han cerrado el mercado de crédito a endeudamientos previamente concedidos y se están viendo forzadas a representar el papel más riguroso de esta crisis: el de gestores y administradores de las grandes compañías inmobiliarias. En lugar de reactivar la cadena de crédito e inyectar liquidez al sistema, las entidades financieras están velando por su solvencia y por el control de sus riesgos. ¿Cómo? Usando los fondos públicos para atender sus elevados vencimientos de deuda y compromisos de pago y, al mismo tiempo, adquiriendo deuda estatal tras aumentar sustancialmente su cartera de bonos y obligaciones, por lo que el Estado está recuperando la liquidez concedida al sector financiero casi al mismo ritmo al que la desembolsa.

**EN VISTA DE LOS ÚLTIMOS ACONTECIMIENTOS VIVIDOS, ¿PODEMOS AFIRMAR QUE YA HA PASADO LO PEOR? ¿CUÁNTO PUEDE DURAR ESTE PERIODO DE CRISIS?**

Es una pregunta realmente complicada. Nadie se atreve a dar una fecha orientativa para precisar el fin de esta crisis, porque todas las previsiones de los principales organismos, sobre todo del Fondo Monetario Internacional y la OCDE, están resultando fallidas y son corregidas constantemente. Esta crisis económica no es como una gripe, que bien tratada tarda una semana en curarse. Se asemeja más a una neumonía, cuya intensidad y duración va a depender de los remedios que apliquen las autoridades. A día de hoy, todavía no se conoce con certeza su profundidad y alcance, por lo que resulta muy peliagudo hacer predicciones en cuanto a su finalización. A mi modo de ver lo que es evidente es que esta crisis presenta claramente una forma de "L", es decir, equivale a una fuerte caída en recesión de golpe, que es donde nos encontramos a mitad, a un prolongado estanca-



Torres Quilez cree que esta crisis se asemeja a una neumonía: durará en función de los remedios que apliquemos

miento posterior y a una tímida subida para ascender durante un buen tiempo ligeramente por encima de crecimiento cero. No obstante, cuanto más duren las amenazas bancarias, mayor será el daño para la economía real, y a medida que más instituciones financieras entren en crisis, la liquidación de sus activos a unos precios irrisorios arrastrará a la baja a los de otras entidades y, por lo tanto, generarán nuevas pérdidas.

**A ESTE RESPECTO, MUCHO SE HABLA SOBRE LA POSIBILIDAD DE QUE MÁS DE UNA ENTIDAD FINANCIERA ATRAVIESE POR SERIAS DIFICULTADES. ¿PUEDE LLEGAR A QUEBRAR ALGÚN BANCO A CAJA ESPAÑOL?**

El repunte de impagos está haciendo mella en el colchón de provisiones que las entidades financieras habían acumulado para hacer frente a este cambio de ciclo. Son ya muchas las entidades cuya ratio de cobertura ha bajado del 100%,



Es fundamental la recuperación del sector inmobiliario estadounidense, según Torres Quilez

es decir, que no cubren toda su cartera de activos de dudoso cobro con la dotación de provisiones efectuada. No obstante, hay que señalar que no todos los activos dudosos acaban transformándose en pérdidas. Buena parte de la morosidad procede del segmento hipotecario, es decir, de créditos que están cubiertos con garantía real, lo que implica, que en la peor de las hipótesis, la entidad podrá recuperar al menos parte de los recursos que prestó a través de la venta del activo. En cualquier caso, nuestro contexto económico se va deteriorando muy rápidamente, por lo que, cada vez va a ser más probable que existan entidades afectadas que no puedan afrontar sus obligaciones de pago y vencimientos de deuda contraídos en el corto plazo, y se vean abocadas, en el mejor de los casos, a soluciones externas mediante procesos de fusión y absorción.

### **¿CREE USTED QUE HAN ACTUADO TARDE LAS AUTORIDADES?**

Las autoridades podrían haber promovido hace año y medio las mismas medidas que han adoptado ahora. Pero entonces, éramos muy pocos los que teníamos claro el alcance y virulencia con la que se estaba propagando la crisis, y hubiera resultado altamente impopular que el Gobierno pudiera haber rescatado con dinero público a entidades privadas. Hoy sí se sabe que el sistema financiero mundial atraviesa una situación muy grave en todos los niveles, por lo que es más digerible el uso de fondos públicos a estos efectos.

### **ANTE ESTE DESCONCIERTO GENERALIZADO, ¿QUIÉN CONSIDERA USTED QUE TIENE LA SOLUCIÓN?**

La solución llegará cuando se establezca el mercado inmobiliario estadounidense. Entonces, cuando los precios de la vivienda hayan tocado suelo, será posible contabilizar el valor real de las titulaciones hipotecarias. Con ello, este mercado de titulaciones debería reactivarse, porque los bancos se desharian de los títulos y deberían buscar financiación para cubrir el agujero creado en sus balances. Entonces, la confianza se instalaría en el sistema y la actividad crediticia se reanudaría con cierta normalidad. Por lo tanto, el papel del sector inmobiliario mundial resulta fundamental para reanudar la iniciativa empresarial.

### **¿CUÁLES SON LAS LECCIONES QUE PODEMOS EXTRAER DE ESTA CRISIS?**

Considero que esta crisis nos deja cuatro lecciones importantes. Una tiene que ver con la forma en que los bancos prestan dinero sin verificar adecuadamente los credenciales de sus clientes. La segunda está relacionada con el pésimo proceso de calificación utilizado por las agencias de rating. La tercera se refiere a que particulares y empresas deben entender que el crecimiento orgánico conviene que sea racional y equilibrado y que

no se puede dilatar exponencialmente, apalancándose de forma persistente en el tiempo. Los periodos de consolidación del desarrollo conseguido son fundamentales para la consecución final de las metas establecidas. Por último, se debe derivar urgentemente nuestro patrón de crecimiento hacia actividades de investigación, desarrollo e innovación que aporten un mayor valor y productividad a nuestro tejido empresarial. De lo contrario, España puede atascarse en una situación de baja competitividad, de débil crecimiento, con un prolongado desapalancamiento y elevado desempleo, de los que va a ser muy difícil regresar a un bajo endeudamiento público.

#### **¿QUÉ ACTITUDES Y PROCEDIMIENTOS SE DEBERÍAN EVITAR A PARTIR DE AHORA EN EL SECTOR INMOBILIARIO? ¿QUÉ SEÑALES DA UN MAL NEGOCIO INMOBILIARIO?**

Siempre tiene que prevalecer un equilibrio financiero racional en el conjunto de las masas patrimoniales de toda empresa. El crecimiento tiene que ser saludable y estar adecuadamente financiado. De lo contrario, ante cualquier contingencia que sobrevenga, se estará abocado al fracaso. Por ejemplo, la ausencia de ventas en una promoción íntegramente ejecutada, compromete notablemente los recursos del promotor, al tener que asumir la carga financiera total del inmueble; o la compra financiada de un solar sin desarrollar urbanísticamente, implica que el activo no genere el nivel oportuno de recursos financieros para financiar sus elevados costes bancarios, con el consiguiente desajuste tesorero. Se debería prescindir rotundamente de los apalancamientos explotados durante toda fase expansiva del ciclo, a efectos de acometer cualquier tipología de inversión. Otra actitud, ésta de sentido común, que se debería obviar, consistiría en el simple hecho de intentar no crecer por encima de la capacidad, estructura y posibilidad real de la empresa. Al final se ha demostrado que resulta perjudicial progresar a cualquier precio.

La empresa tiene que digerir cada resultado y desarrollar moderadamente su avance. Muy despacio y con buena letra. El rendimiento no se puede sostener exponencial y permanentemente en el tiempo. Resulta necesario consolidarlo y afianzar la estructura de empresa. Así de sencillo. Todo esto ha desencadenado la aparición de fondos de maniobra deficitarios, lo que simboliza la escasa capacidad de generar los recursos líquidos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago que se devengan un horizonte de corto plazo, por lo que, en gran parte de los casos, están aflorando graves impagos de deuda a vencimiento.

#### **TRAS MESES DE CRISIS, ¿QUÉ DEBE HACER UN PROMOTOR PARA GENERAR CONFIANZA A LA HORA DE SOLICITAR CRÉDITOS? ¿QUÉ ELEMENTOS SON CLAVE EN ESE PROCESO DE PERSUASIÓN?**

En estos momentos, los mercados de financiación están sufriendo una grave parálisis, como consecuencia del palpable deterioro sufrido en la capacidad de reembolso de la demanda privada y de la falta de liquidez bancaria. La confianza es fundamental para que se reinstaure la normalidad en el sistema. Este es el primer paso para salir de la crisis. En este contexto, un promotor tiene que transmitir total transparencia, seguridad y certidumbre en cuanto al retorno de la inversión. Para ello, debe afianzar de forma óptima sus operaciones de endeudamiento, acreditando mayor solvencia, ampliando sus garantías, mejorando su capacidad de pago, regenerando adecuadamente su liquidez y, sobre todo, autofinanciando una parte considerable del proyecto de inversión. Ahí radica la clave. La entidad financiera debe percibir que el promotor es parte activa del proyecto. Lo tiene que identificar como un socio, con el que cooperar resulta rentable en términos económicos, compartiendo proporcionalmente la asunción del riesgo. El empresario debe apostar en primer lugar por sí mismo, confiando en el buen fin de sus operaciones, para que la entidad autorice su aportación. Hasta ahora, los

niveles de autofinanciación apenas han existido en las inversiones inmobiliarias, ya que la entidad financiera concedía un porcentaje muy elevado de la valoración de mercado del activo. Este aspecto ha provocado que al reducir el capital inicial aportado, se haya aumentado la rentabilidad obtenida, pero que simultáneamente se hayan extendido los riesgos, dado que se ha estimulado una menor flexibilidad o una mayor exposición a la insolvencia.

#### **USTED ES PROFESOR DE LA UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA, ¿QUÉ OPINAN SUS ALUMNOS ACERCA DE LA CRISIS? ¿CUÁLES SON SUS PREGUNTAS MÁS FRECUENTES SOBRE EL TEMA?**

En mis clases trato de aproximar a los alumnos a la economía real, para que aprecien el vínculo existente con los mercados financieros, y relacionen la teoría con la actualidad económica y financiera. Que sepan valorar todo lo que sucede a su alrededor, que asuman capacidad de análisis y tengan rigurosidad en la crítica. Procuero hacerles entender que las grandes decisiones macroeconómicas, acaban afectando directamente al bolsillo del particular. En este sentido, como futuros licenciados, les inquieta especialmente la intrigante evolución del mercado laboral y la continua destrucción de empleo. Preguntan insistentemente por qué España encabeza el ranking de desempleo de la Unión Europea... También les preocupa el importante desequilibrio financiero de nuestro país, con un déficit comercial y por cuenta corriente difíciles de financiar. Se interesan por conocer los mecanismos que se articularán para sufragar los déficits público y fiscal. Otras de las preguntas más recurrentes que les desorienta es si llegaremos a la deflación, o si, por ejemplo, alcanzaremos la trampa de liquidez... También les alarma la inmensa volatilidad de los mercados bursátiles, ya que la crisis financiera ha provocado situaciones irracionales, como el hecho de que muchos valores coticen, por ejemplo, por debajo de su valor contable en libros. ■