

Opinión

Más vale supervisar que sancionar



AHORA MISMO

Ricardo J. Palomo

La comunicación de la CNMV sobre la posible sanción a casi la mitad de las entidades financieras por la cuestión de las preferentes, con independencia del resultado efectivo que tenga para las entidades y para los inversores, no deja de ser una de esas actuaciones tardías y de compensación casi moral a las que desde hace muchos años estamos acostumbrados los españoles.

Bueno es que se haga, pero mejor habría sido por se hubiese actuado con diligencia, oportunidad e inmediatez en las fases de emisión y de comercialización de estos títulos. En este calvario para muchos, las preferentes han resultado estigmatizadas sin culpa pues se trata de instrumentos financieros de ahorro e inversión para unos y de "capitalización" para otros (las entidades financieras). Se utilizan desde hace mucho tiempo y no hubo problema hasta que, algo que parecía impensable, ocurrió: la imposibilidad de remuneración y su iliquidez por la insolvencia o falta de beneficios de los emisores.

El boom de las preferentes a nivel popular se concentró a partir del inicio de la crisis financiera. Ya en el otoño de 2008, en el frenesí de la crisis, las entidades se vieron obligadas a reforzar sus ratios de solvencia y, al ser las cajas de ahorros entidades financieras fundacionales sin posibilidad de ampliaciones de capital -por no tener dueños- ni de cotización, por su ya casi extinto estatuto jurídico, las preferentes eran casi el único medio (aparte de la dotación de reservas) para mejorar esas ratios, dado que computan como recursos propios. Tanto es así, que algunas cajas agotaron el recorrido que la normativa permitía con el máximo del treinta por ciento de los Recursos Propios.

Debió haber sido en aquellos meses y en los posteriores cuando los órganos supervisores del sistema financiero actuaran no contra el instrumento, pero sí contra las posibles malas prácticas de algunas entidades en su emisión o contra las políticas de alguna parte de sus redes comerciales. El asunto era público y notorio, por lo que una adecuada inspección (incluso selectiva o aleatoria) podría haber alertado y zanjado actuaciones comerciales agresivas que las redes comerciales se veían obligadas a desarrollar por lo urgente y complejo de la situación. La normativa MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) de protección al inversor fracasó rotundamente.

Como siempre, el problema ya se ha producido y volver atrás es imposible, por lo que la última reforma financiera del pasado 31 de agosto trata de fijar los parámetros para su so-

lución, limitada al ámbito de los planes de ordenación y resolución que configura. De nuevo, pueden surgir los agravios comparativos de porque unos inversores deben ser más protegidos que otros. Cabría citar a los afectados por el complejo y aún no resuelto caso de las empresas filatélicas en 2006, cuando años más tarde se empieza a ver la responsabilidad por omisión de los supervisores y cuando se acepta casi unánimemente la torpeza y atropello de una intervención arbitraria antes de poder actuar o rectificar si hubiese resultado preciso.

Nos hemos acostumbrado a un sistema no preventivo y siempre tardío, basado en compensaciones complejas, remotas y dilatadas en el tiempo, que a menudo acaba en indemnizaciones a los descendientes por el largo tiempo transcurrido. El sistema debería actuar bajo la prevención del riesgo, anticipándose a los problemas o actuando con eficacia en cuanto se detectan las primeras señales de alarma; más aun cuando se vende un producto financiero del que la entidad es parte interesada, directamente, por las implicaciones que tiene. Sólo así los inversores percibirán seguridad jurídica y protección y dejarán de desconfiar en el sistema financiero pues, con los años, unos por otros, parece que raro es el pequeño inversor que no ha caído en alguna mala práctica, y no necesaria-

Es necesario un cambio estructural en el diseño legal de la ejecución de productos financieros

mente por culpa de la entidad, sino de la presión competitiva y, sobre todo, de la falta de educación financiera y defensa que los supervisores deben aportar. En este sentido, se puede proponer, de lege ferenda, la necesidad de introducir una modificación estructural en el diseño legal de la comercialización y ejecución de los productos financieros, incorporando la intervención de asesores independientes en la formalización de estos negocios jurídicos. La obligatoria puesta en juego de un tercero, independiente, profesional -abogados, notarios, etc.-, otorgaría al cliente la oportunidad de informarse, reflexionar, debatir sobre el producto que le ofrecen, abundando en los derechos que le corresponden en el marco de la normativa de transparencia. En todo caso, en no pocas ocasiones la adquisición de preferentes podrá ser atacada por otras vías, ya que esos mismos problemas de comercialización pueden llegar a afectar a la validez misma de la adquisición cuando el consentimiento del adquirente no hubiese sido prestado con pleno conocimiento y voluntariedad.

Catedrático de Economía Financiera (Universidad CEU San Pablo)
Socio consejero académico de Dictum Abogados

El mercado de la vivienda y la prima de riesgo



EL PULSO DE LA ECONOMÍA

Rafael Pampillón Olmedo

La semana pasada se publicó información abundante y relevante sobre el comportamiento del mercado de la vivienda en España que analizaremos a continuación, y también muy buenas noticias para la economía española procedentes de Europa y de los mercados financieros, que comentaremos al final de este artículo. Como era de esperar, la demanda de vivienda en España ha seguido cayendo.

El INE informó que en los 12 meses que van desde agosto de 2011 a julio de 2012, la compraventa de viviendas fue 316.280 unidades. Supone esto una reducción de casi el 60% con respecto a los máximos anuales alcanzados en 2007 cuando se llegaron a comprar 775.300 unidades, lo que muestra que la absorción del stock de vivienda nueva sin vender está siendo muy lenta. Al ritmo actual de ventas la digestión de ese stock por el mercado llevaría más de 3 años, y ello suponiendo que no se finalizaran más viviendas. La única noticia positiva de la información suministrada por el INE es que durante el mes de julio se registró la compraventa de 27.388 viviendas, un 7,8% más que en junio.

El precio de la vivienda

Como consecuencia de la elevada oferta y escasa demanda los precios de los inmuebles siguen descendiendo. El INE informó el viernes que en el segundo trimestre de este año los precios de la vivienda libre han ahondado en su ritmo de corrección, con una caída interanual del 14,4% la mayor caída desde el año 2007. Los precios de la vivienda llevan 17 trimestres registrando retrocesos y, desde máximos, el ajuste alcanza ya el 28% en términos nominales (35,6% en términos reales).

También en agosto se han producido descensos. Así, según el índice de precios de la vivienda que elabora la agencia de tasación Tinsa, en agosto los precios de las viviendas libres tasadas sufrieron un descenso del 2% con respecto al mes de julio. Esta caída intermensual ha sido la más profunda desde marzo de este año. Y en los doce meses que van desde septiembre de 2011 hasta agosto de

2012 el descenso, según Tinsa, fue del 11,6%, algo más intenso al registrado en el interanual del mes de julio (-11,2%). Desde máximos, la corrección nominal del índice de precios de la vivienda ha sido del 32,4% y parece que esta tendencia continuará.

Así, según un artículo publicado el 18 de agosto por *The Economist* (*Searching for solid ground*) los precios de la vivienda en España siguen estando por encima de su valor y, por tanto, seguirán cayendo. Y eso a pesar de que el descenso de los precios españoles, desde máximos de 2007, ha sido el tercero más profundo de los registrados entre los 21 países analizados (en el artículo de *The Economist*), tras Estados Unidos e Irlanda. En Irlanda, por ejemplo, los precios siguen en 'caída libre' pese a haberse reducido a la mitad.

El lado positivo de esta caída de precios es que está mejorando la accesibilidad de los ciudadanos españoles a la vivienda. Ahora una familia tendría que destinar de media el 27,5% de sus ingresos brutos anuales para poder comprar una vivienda. Porcentaje que es 15 puntos inferior al que se requería a mediados de 2008, cuando necesitaba el 42% de su renta.

A pesar de esta mejora en la accesibilidad parece que el mal comportamiento del mercado inmobiliario se mantendrá en los próximos meses como consecuencia de 1) el mal comportamiento del mercado de trabajo, 2) las duras condiciones de financiación, 3) la reducción de la renta disponible de las familias, provocada por las subidas de impuestos y reducción de la masa salarial, 4) el empeoramiento de la confianza de las familias y 5) perspectivas de caídas de los precios de la vivienda en el corto/medio plazo que hace que se pospongan las decisiones de compra.

¿Se debe pedir el rescate?

Como señalamos al principio de este artículo la semana pasada también dejó buenas noticias procedentes de los mercados financieros. El anuncio del Banco Central Europeo (BCE) de comprar sin límite títulos de deuda pública española en el mercado secundario ha tenido un efecto balsámico sobre los tipos de interés. Sin haber comprado un solo título, desde su anuncio la prima de riesgo española ha pasado en solo ocho días de 548 puntos básicos a 393. Esto está permitiendo y va a permitir que se puedan colocar todas las emisiones y sindicaciones requeridas para cubrir las necesidades financieras de las empresas, del Estado español y de las comunidades autónomas de aquí a final de año. Sin embargo, para que esta situación se mantenga en el tiempo y los mercados financieros sigan abiertos y dando estos buenos frutos es necesario pedir el rescate para que el BCE mantenga su decisión de mantener baja la prima de riesgo (por debajo de 300 puntos básicos). Si como parece el Gobierno piensa hacer más reformas y cumplir con el objetivo del déficit público la petición de rescate puede ser algo puramente testimonial. Pero habrá que pedirlo porque la probabilidad de que los mercados sigan financiándonos a tipos de interés bajos sin pedir el rescate, es decir, sin que intervenga el BCE, es reducida.

En resumen, el mercado de la vivienda sigue muy débil y como tardará años en recuperarse no contribuirá por ahora al crecimiento de la economía. En cambio el anuncio del BCE de comprar deuda en el mercado ha supuesto un alivio para la economía española y sienta las bases para su futuro crecimiento. No solo ha frenado la especulación en el mercado de deuda sino que está abaratando también la financiación de las empresas y Administraciones Públicas lo que supone una reducción de costes y de gasto público en concepto de intereses. El Gobierno de España está negociando las condiciones que tendrá que cumplir para obtener el rescate. Mientras tanto, sería deseable que no emitiese opinión sobre aquellas materias del acuerdo que no haya pactado previamente con la *troika*: impuestos, pensiones, sueldos de funcionarios, ajustes fiscales de las comunidades autónomas, etc. Si los mercados empiezan a intuir divergencias entre lo que quiere hacer el Gobierno y lo que desea la *troika* ya sabes, querido lector, lo que va a pasar: otra vez volverá a subir la prima de riesgo y bajará la bolsa.

Catedrático de la Universidad San Pablo-CEU y Profesor del IE Business School

