

19

2011

**MEDITERRANEO ECONÓMICO**

COLECCIÓN ESTUDIOS SOCIOECONÓMICOS

# EL SISTEMA BANCARIO TRAS LA GRAN RECESIÓN

Coordinadores

José Pérez Fernández y José Carlos Díez Gangas

FUNDACIÓN







MEDITERRANEO ECONÓMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

Coordinadores:

José Pérez Fernández  
José Carlos Díez Gangas



[www.mediterraneoeconomico.com](http://www.mediterraneoeconomico.com)



## MEDITERRANEO ECONOMICO

### Director

Jerónimo Molina Herrera

### Consejo Asesor

Juan del Águila Molina

Joaquín Auriolas Martín

Horacio Capel Sáez

Francisco Ferraro García

José María García Álvarez-Coque

Jordi Nadal Oller

Antonio Pérez Lao

Manuel Pimentel Siles

### Coordinadores

José Pérez Fernández

José Carlos Díez Gangas

### Consejo de Redacción

Rodolfo Caparrós Lorenzo

Roberto García Torrente

Abel La Calle Marcos

Bienvenido Marzo López

Antonio Parejo Barranco

Andrés Sánchez Picón

David Uclés Aguilera

---

### El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

© de la edición: CAJAMAR Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito

© del texto: los autores

**Edita:** CAJAMAR Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito

**Producido por:** Fundación Cajamar

[www.fundacioncajamar.es](http://www.fundacioncajamar.es)

**Diseño y maquetación:** Francisco J. Fernández

**Imagen de cubierta:**

**Imprime:** Escobar Impresores SL. El Ejido (Almería)

**ISBN-13:** 978-84-95531-51-3

**ISSN:** 1698-3726

**Depósito legal:** AL-728-2008

**Fecha de publicación:** Junio 2011

Impreso en España / *Printed in Spain*

---

Cajamar no se responsabiliza de la información y opiniones contenidas en esta publicación, siendo responsabilidad exclusiva de sus autores.

© Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.



## Índice

PRESENTACIÓN .....	9
<i>Jerónimo Molina</i>	

A MODO DE INTRODUCCIÓN .....	11
<i>José Pérez y José Carlos Díez</i>	

### I. UNA CRISIS HISTÓRICA Y GLOBAL

MERCADOS FINANCIEROS, FALSOS DIOSSES.....	17
<i>Antón Costas y Xosé Carlos Arias</i>	

EL SISTEMA FINANCIERO Y EL TRÁNSITO HACIA LA MADUREZ DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO DEL EURO ..	41
<i>Gonzalo García Andrés</i>	

LA GRAN RECESIÓN. ORÍGENES Y DESARROLLO.....	61
<i>Pablo Martín-Aceña y María de los Ángeles Pons</i>	

LA CRISIS ECONÓMICA DURANTE LA SEGUNDA REPÚBLICA ESPAÑOLA (1931-1935).....	77
<i>Francisco Comín</i>	

### II. EL FUTURO DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

CRISIS EN LOS MERCADOS DE DEUDA Y CRÉDITO (2007-2010) .....	95
<i>Francisco de Oña Navarro</i>	

LA CRISIS Y EL FUTURO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA.....	113
<i>José Antonio Trujillo</i>	

FUTURO DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA .....	129
<i>José Antonio Álvarez</i>	

LA GESTIÓN DE COLATERALES COMO HERRAMIENTA DE GESTIÓN DE LIQUIDEZ BANCARIA EN EL ENTORNO DE <i>BASILEA III</i> .....	147
<i>Javier García Martín</i>	

### III. LA REGULACIÓN QUE VIENE

LOS NUEVOS REQUISITOS DE <b>BASILEA</b> : CONTENIDO, JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA E IMPACTO SOBRE EL NEGOCIO BANCARIO.....	159
<i>Jesús Ibáñez</i>	
LA CALIDAD DEL CAPITAL REGULATORIO. <b>UNA</b> MEJORA NECESARIA .....	185
<i>José Manuel Gómez de Miguel</i>	
NUEVAS REGULACIONES EN BANCA: <b>UNA</b> REFLEXIÓN CRÍTICA .....	207
<i>Jordi Gual</i>	
<b>BASILEA III</b> . NOVEDADES REGULATORIAS .....	215
<i>Ramón López Galindo</i>	

### IV. RETOS FUTUROS DEL NEGOCIO BANCARIO

RETOS PARA EL NEGOCIO BANCARIO: CAJAS DE AHORROS EN PROCESO DE CAMBIO .....	241
<i>Santiago Carbó</i>	
LOS RETOS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA CRISIS .....	261
<i>Joaquín Maudos</i>	
RETOS DEL NEGOCIO FINANCIERO DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS CAJAS DE AHORROS .....	277
<i>Antonio Pulido</i>	
LA CONCENTRACIÓN DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO ESPAÑOLAS: SIMILITUDES CON OTROS MODELOS EUROPEOS .....	295
<i>Luis J. Belmonte</i>	
RETOS FUTUROS DEL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA.....	313
<i>Rafael de Mena</i>	
LA REFORMA DE LAS CAJAS DE AHORRO EN PERSPECTIVA .....	333
<i>José Pérez</i>	



## Relación de autores

<i>Xosé Carlos Arias</i>	Universidad de Vigo
<i>José Antonio Álvarez</i>	Grupo Santander
<i>Luis J. Belmonte</i>	Universidad de Almería
<i>Santiago Carbó</i>	Universidad de Granada / FUNCAS
<i>Francisco Comín</i>	Universidad de Alcalá
<i>Antón Costas</i>	Universidad de Barcelona
<i>José Carlos Díez</i>	Intermoney
<i>Gonzalo García Andrés</i>	Ministerio de Economía y Hacienda
<i>Javier García Martín</i>	Caja Castilla La Mancha
<i>Rafael de Mena</i>	Banco Popular
<i>José Manuel Gómez de Miguel</i>	Banco de España
<i>Jordi Gual</i>	"la Caixa" / IESE Business School
<i>Jesús P. Ibáñez Sandoval</i>	Banco de España
<i>Ramón López Galindo</i>	Deloitte
<i>Pablo Martín Aceña</i>	Universidad de Alcalá
<i>Joaquín Maudos</i>	Universidad de Valencia / IVIE
<i>Francisco de Oña Navarro</i>	Bolsas y Mercados Españoles
<i>José Pérez</i>	Intermoney
<i>María de los Ángeles Pons</i>	Universidad de Valencia
<i>Antonio Pulido</i>	Cajasol / Banca Cívica
<i>José Antonio Trujillo</i>	Intermoney Titulización
<i>Javier García Martín</i>	Caja Castilla La Mancha





## PRESENTACIÓN

Jerónimo Molina Herrera \*

La profunda transformación de la sociedad y la economía globales a la que asistimos ha determinado, necesariamente, el enfoque de las últimas entregas de nuestra Colección de Estudios **MEDITERRÁNEO ECONÓMICO**. En los dos últimos años, nos hemos detenido en la conformación del nuevo sistema agroalimentario mundial, en el futuro a corto y medio plazo de la economía española, y en el papel de la innovación en la actividad económica. Nuestro último número, el XVIII, recoge una reflexión coral sobre la naturaleza y las repercusiones de la actual crisis más allá de sus condicionantes económicos, centrándonos en su incidencia sobre el conjunto de la organización social desde la perspectiva de la Sociología, la Politología, la Ética y la Historia.

De forma consciente, hemos dejado pasar un tiempo prudencial antes de abordar monográficamente uno de los elementos capitales de la situación actual: la crisis del sistema financiero mundial, y la incertidumbre que produce sobre el devenir inmediato de las economías nacionales. Desde el verano de 2007 nos hemos ido acostumbrando a una preocupante sucesión de malas noticias relativas al sector financiero, que a estas alturas de la primavera de 2011, aunque ralentizada, parece no haber llegado a su fin. Primero fueron las inesperadas quiebras de firmas históricas, referentes de la denominada *Nueva Economía*. Muchas otras anunciaron pérdidas récord, inimaginables hasta ese momento. Después, los bancos centrales tuvieron que implementar urgentes inyecciones de capital, porque la desconfianza entre los agentes nos había abocado al *credit crunch*. Las bolsas, como era de esperar, reaccionaron con caídas espectaculares en las cotizaciones. Y, finalmente, con el paso de los meses, todo ello derivó en rescates, nacionalizaciones, intervenciones e incluso quiebras.

Sería interminable hacer un relato cronológico de los hitos acaecidos durante estos años, que tendrán un espacio preferente los manuales de Historia Económica del siglo XXI. Al repasarlos, produce un cierto alivio pensar que las consecuencias de los mismos, aun siendo gravísimas, podrían haber sido mucho peores. Por tanto, parece que, después de todo, hemos aprendido algunas de las lecciones de la Gran Depresión que comenzó en el 29. Las inyecciones de liquidez y la colaboración entre gobiernos, instituciones internacionales y bancos centrales han permitido evitar la quiebra del sistema. No obstante, las consecuencias de la explosión de la burbuja financiera han terminado por afectar a la estructura del edificio, y la problemática de su reparación sigue generando demasiada incertidumbre.

Esta convulsa agitación del entramado financiero debiera hacernos reflexionar sobre el papel central de este sector en la organización de la economía moderna. La crisis del sistema financiero ha sido la consecuencia más visible de un fenómeno de mayor alcance, provocado

---

\* Director de la Colección de Estudios **MEDITERRÁNEO ECONÓMICO** ([director@mediterraneoconomico.es](mailto:director@mediterraneoconomico.es)).

por los desajustes de la revolución impulsada desde los años setenta por la irrupción de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación y la intensificación de la globalización. El comercio, la banca y las comunicaciones han evolucionado mucho más rápido que las instituciones políticas y sociales que debían regularlas a nivel global. Fruto de este desajuste, las contradicciones inherentes al sistema no han dejado de crecer, hasta que han explotado violentamente, dejando al descubierto las consecuencias de la burbuja inmobiliaria, el excesivo apalancamiento de los agentes públicos y privados y la coexistencia de multiplicidad de crisis (energética, ecológica, alimentaria) que conviven con la estrictamente financiera.

Por todo lo dicho, tanto la intensidad de la crisis financiera iniciada en 2007 como su incidencia directa sobre el conjunto de la sociedad no sólo justificaban sobradamente esta edición, sino que demandaban que [MEDITERRÁNEO ECONÓMICO](#) le dedicase una monografía a la cuestión. Para abordar la coordinación de este número, hemos tenido la suerte de contar con una mezcla idónea de experiencia y futuro: la que conforman José Pérez, presidente de Intermoney (Grupo CIMD), y José Carlos Díez, su economista jefe. El primero cuenta con una trayectoria de más de 30 años en el sector financiero español, tanto desde el lado de lo público (ha sido director del Servicio de Estudios del Banco de España) como desde el de lo privado (Grupo BBVA). En ambos casos ha ocupado puestos de responsabilidad, lo que le ha permitido tener una perspectiva privilegiada del proceso de diseño y desarrollo de nuestro moderno sistema financiero, tanto en términos de supervisión y regulación como de internacionalización y especialización del negocio. Por su parte, José Carlos Díez es uno de los exponentes más brillantes de una generación de jóvenes economistas españoles, cuya carrera va a quedar sin duda marcada, y enriquecida, por el desarrollo de la crisis. Participa activamente en los foros de debate de mayor eco, y es una firma de referencia en el nuevo mundo, en imparable expansión, de las redes sociales.

10

Ambos han sabido rodearse de un conjunto de firmas en el que se combina el mundo de los reguladores, el de la empresa y el de la academia. Somos conscientes de los riesgos que conlleva un análisis desde dentro, en caliente, cuando todavía no acertamos a adivinar el nuevo escenario que surgirá. Pero, en todo caso, estamos convencidos de que era obligado hacer una primera aproximación, que nos ayude a preparar mejor el camino del estudio y análisis de lo acaecido, al que con toda seguridad habrá que volver próximamente y de forma recurrente.



## A MODO DE INTRODUCCIÓN

José Pérez y José Carlos Díez \*

En la última década nuestra economía y nuestro sistema bancario han vivido un periodo excepcional. Nuestra entrada en el euro supuso un cambio estructural histórico. Primero por la convergencia a tipos de interés nominales próximos a los alemanes, que supuso disfrutar de tipos de interés reales, descontada la inflación, desconocidos desde que iniciamos el despegue económico en los años sesenta. Además, los agentes públicos y privados pudieron acceder a un mercado financiero infinitamente más profundo que el de la peseta y pudieron aumentar significativamente su endeudamiento y su ratio de apalancamiento. Este proceso coincidió con una burbuja de crédito mundial cuya exuberancia emuló a la de los años veinte del siglo pasado y ha sido la principal causa de la Gran Recesión. Estas dos perturbaciones provocaron un fuerte impulso de demanda y un *boom* inmobiliario que ayudan a explicar el fenómeno migratorio que acabó amplificando los efectos de la entrada en el euro, ya que supuso un aumento de la población y de la demanda, especialmente de viviendas y de crédito.

En 1998 nuestro sistema bancario tenía un balance de 900.000 millones de euros, lo cual era equivalente al 170% del PIB de la época. Partía de una situación equilibrada en su ratio de crédito sobre depósitos minoristas y tenía una exposición al sector inmobiliario, incluyendo préstamos hipotecarios a familias y préstamos a empresas constructoras y promotoras, del 35% de su cartera de crédito. En 2010, el balance se había multiplicado casi por cuatro, alcanzando los 3,5 billones de euros, el equivalente al 325% del PIB. La mayor parte del espectacular aumento lo explican dos entidades que durante el periodo han acometido uno de los procesos de internacionalización más exitosos de la historia mundial, pasando de entidades locales a líderes globales de banca minorista.

El Santander y el BBVA suman un balance que supera los 1,7 billones de euros y explica el 50% del balance de nuestro sistema bancario. Esto incluye sus inversiones fuera de España y distorsiona todas las estadísticas financieras agregadas de España SA. Este hecho diferencial obliga a ser muy cuidadoso con el análisis agregado de nuestro sistema bancario si buscamos un diagnóstico correcto de los retos a los que se enfrentan nuestras entidades y si no queremos incurrir en los errores habituales entre los analistas e inversores.

Si analizamos el balance de las entidades, con negocio mayoritariamente doméstico, destaca la elevada exposición al *boom* residencial, que ha pasado del 35% de la cartera de crédito en 1998 al 60% en 2010. Destaca también el fuerte aumento del crédito sobre la base de depósitos, que ha hecho pasar de una situación equilibrada estructural de liquidez a un déficit

\* Presidente y economista jefe de Intermoney (Grupo CIMD), respectivamente.

endógeno en el sistema que se ha cubierto con apelación a los mercados de capitales. Nuestro principal instrumento de financiación fueron las cédulas hipotecarias, mercado que se vio muy afectado por la crisis *subprime* que comenzó en 2007 y que fue el desencadenante de la Gran Recesión. El colapso en 2007 del mercado de titulizaciones mundial y de cédulas hipotecarias europeo también es clave para explicar la crisis económica española y especialmente, la intensa restricción de crédito que ha acentuado la caída de la demanda interna y el aumento exponencial de la tasa de paro. Sin entender la peor crisis financiera global en ocho décadas no es posible entender la peor recesión en España desde que finalizó la Segunda Guerra Mundial.

Durante el *boom* tanto el supervisor como los economistas advirtieron de los riesgos sistémicos derivados del proceso de endeudamiento de las familias españolas. Pero, en esta crisis, la morosidad hipotecaria no ha superado el 3,5%, un nivel inferior al 5% de 1994 y la mitad en EEUU. Sin duda, nuestra pertenencia al euro y la fuerte bajada de tipos de interés del BCE ayudan a explicar nuestra menor morosidad con respecto a 1994; y nuestra Ley hipotecaria, que obliga a responder con la renta y patrimonio personal, explica la menor morosidad con respecto a EEUU. Sin la protección de esta buena regulación, la caída del precio de la vivienda habría provocado un aumento exponencial de la morosidad, acentuando la crisis bancaria y la restricción de crédito, aumentando aún más el cierre de empresas y la tasa de paro e incrementando exponencialmente el coste para el contribuyente del saneamiento del sistema bancario.

Sin embargo, los créditos más contaminantes han sido los concedidos al sector promotor. Estos créditos suman 400.000 millones de euros, si se incluyen los activos adjudicados, el equivalente al 40% del PIB. El Banco de España estimó que, a finales de 2010, casi la mitad de estos créditos son problemáticos. El significativo aumento de renta de las familias españolas, la bajada de tipos de interés reales y el incremento de la población justifican un *boom* inmobiliario. Pero lo que no es justificable es la burbuja de suelo que se ha producido en España que pasará a la historia mundial de la exuberancia irracional junto con la de los tulipanes holandeses en el siglo XVII y la de las empresas *punto.com* en la última década del siglo pasado. La burbuja situó los precios del suelo en niveles insostenibles e incentivó la inversión en suelos muy alejados de las proyecciones demográficas y de desarrollo urbano; por lo tanto, las pérdidas en las inversiones en suelo serán históricamente elevadas. Buena parte de esos activos problemáticos corresponden a la financiación de suelo o viviendas situadas muy alejadas en la periferia de las grandes ciudades o en segundo cinturón de la costa. Por fortuna, las entidades partían de elevados niveles de solvencia para absorber pérdidas que fueron reforzados por la obligación del Banco de España de la provisión anticíclica que alcanzó casi 30.000 millones de euros, y que servirá para absorber parte de las pérdidas del préstamo promotor.

El otro problema adicional es el fuerte aumento de la capacidad instalada que el sector tuvo que acometer para atender el intenso aumento de la demanda de crédito. El sector aumentó un 10% el número de sucursales y un 9% el número de empleados desde 1998, pero con un comportamiento desigual. Los bancos redujeron un 10% sus oficinas y un 19% sus



ocupados; mientras las cajas incrementaron su base de oficinas un 30% y sus empleados un 40%; y las cooperativas de crédito un 40%, sus sucursales y un 56% sus empleados. El sector tiene que reconvertirse y tiene que reducir su capacidad instalada excedentaria, especialmente en el sector de cajas y cooperativas.

Éste es el escenario que generó la necesidad de acometer este número de *Mediterráneo Económico*. Como decía el gran economista Paul Samuelson: «la economía es una ciencia que avanza con las crisis». Él vivió la Gran Depresión y le llevó a estudiar economía para que no se volviera a producir una crisis con efectos tan devastadores. Gracias a Samuelson y a otros grandes economistas aprendimos a gestionar crisis de esta magnitud y, aunque hemos padecido la peor recesión en décadas, las lecciones han evitado otra depresión. No obstante, la Gran Recesión tiene que servir para extraer nuevas lecciones y mejorar en el futuro.

En este proyecto nos centramos en los retos futuros de nuestro sistema bancario. Para ello hemos invitado a participar a un excelente elenco de personas que se aproximan al debate de las ideas desde diferentes atalayas; lo cual, sin duda, enriquece el resultado final del lector y le permite tener un prisma más amplio para analizar lo sucedido y sobre todo para definir su estrategia futura, que es el principal objetivo de esta obra. El pasado no se puede cambiar por lo tanto debemos vivir en el presente, muy próximos a la realidad, pero mirando el futuro y marcando el rumbo para alcanzar el objetivo.

El camino elegido por nuestro sistema bancario, principalmente por las cajas y cooperativas, ha sido la concentración y las mejoras de eficiencia, el mismo que siguió la banca en los noventa y que resultó ser tan exitoso, ya que permitió significativas mejoras de rentabilidad que han sido la clave del éxito de Santander y BBVA para convertirse en líderes globales. En esta obra se intenta dar primero una visión global de lo que ha sucedido, apoyada en la historia, sin la cual no es posible entender la Gran Recesión y sus consecuencias. Este análisis es especialmente relevante para la economía española y su sistema bancario, ya que la entrada en el euro y la llegada masiva de inmigrantes son fenómenos que no se volverán a repetir y, por lo tanto, es necesario comprender bien los cambios en el entorno para adaptar la estrategia y las decisiones.

A continuación, profesionales del sistema financiero explicarán la crisis desde su prisma y los principales cambios institucionales que ha producido la misma. Se ha hecho especial atención al mercado de titulaciones, pero también se han visto muy afectados los mercados monetarios por lo que, tras una década en la que la liquidez no era una restricción, ahora debe ser una prioridad estratégica. Posteriormente, reguladores y profesionales de la consultoría financiera analizarán la nueva regulación bancaria, especialmente *Basilea III*, que cambiará radicalmente las reglas del juego, ya que supone una vuelta a los principios de la esencia del negocio bancario. Y, para finalizar, contaremos con una mezcla de profesionales bancarios y académicos que aportarán su visión estratégica y luz para alumbrar el futuro.



El cerebro humano tiende a sobreponderar la información reciente y lo normal es caer en el pesimismo y la desesperación ante los complejos retos a los que se enfrenta nuestro sistema bancario. Pero si ampliamos el objetivo de análisis comprobaremos que España ya tuvo que afrontar una grave crisis bancaria en los setenta y una grave crisis financiera en los noventa, que llevó nuestro diferencial con Alemania a 500 puntos básicos y hoy, a pesar de la masiva destrucción de empleo durante la crisis, seguimos siendo el país de la Eurozona que más puestos de trabajo ha creado desde el nacimiento del euro y ya no trabajan en el ladrillo. Por eso, como nos enseñaba Herodoto: «tu estado de ánimo es tu destino».



MEDITERRANEO ECONÓMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario





# MERCADOS FINANCIEROS, FALSOS DIOSES

Antón Costas y Xosé Carlos Arias \*

## Resumen

La crisis de 2008 ha puesto en cuestión las virtudes que se le atribuían a los mercados financieros desregulados en el logro de la eficiencia en la asignación de recursos y en la reducción del riesgo y la volatilidad de la economía. La idea de la superior capacidad de los mercados sobre la regulación pública está ahora en cuestión, no sólo en ambientes académicos y de los *policy-maker*, sino especialmente entre la opinión pública. Surgen entonces cuestiones como: ¿Cuáles son las enseñanzas que nos ofrece la crisis acerca del rol de los mercados? ¿Se sabrá utilizar ese conocimiento para llevar a cabo un viraje en el pensamiento y en la política financiera y macroeconómica dominante durante el largo período previo a la crisis, o veremos un uso cínico de ese conocimiento para, al estilo de *Il Gatopardo*, impulsar pequeñas reformas cuyo objetivo sea lograr que nada cambie? En todo caso, ¿cuál será el nuevo equilibrio entre política y mercados que veremos después de la crisis? Este artículo busca respuesta a este tipo de cuestiones.

## Abstract

*The crisis of 2008 called into question the virtues attributed to deregulated financial markets in terms of the efficient allocation of resources and the reduction of risk and volatility in the economy. The supposed superior capacity of markets over public regulation is now in doubt, not only in academic spheres and among policy-makers, but also and particularly in public opinion. Hence, questions arise such as: What can the crisis teach us about the role of markets? Will we be able to use this knowledge to turn around the thinking and political and macroeconomic policy that dominated throughout the long period leading up to the crisis, or will we see a cynical use of this knowledge to, in the style of *Il Gatopardo*, promote minor reforms aimed at ensuring that nothing changes? In any case, what will the new equilibrium be between politics and the markets after the crisis? This article seeks to find an answer to these kinds of questions.*

## 1. Introducción

La crisis de 2008 ha puesto en cuestión las virtudes que se le atribuían a los mercados financieros desregulados en el logro de la eficiencia en la asignación de recursos y en la reducción del riesgo y la volatilidad de la economía. La idea de la superior capacidad de los mercados sobre la regulación pública está ahora en cuestión, no sólo en ambientes académicos y de los *policy-maker*, sino especialmente entre la opinión pública. Surgen entonces cuestiones como: ¿Cuáles son las enseñanzas que nos ofrece la crisis acerca del rol de los mercados? ¿Se sabrá utilizar ese conocimiento para llevar a cabo un viraje en el pensamiento y en la política financiera y macroeconómica dominante durante el largo período previo a la crisis, o veremos un uso cínico de ese conocimiento para, al estilo de *Il Gatopardo*, impulsar pequeñas reformas cuyo objetivo sea lograr que nada cambie? En todo caso, ¿cuál será el nuevo equilibrio entre política y mercados que veremos después de la crisis? Este artículo busca respuesta a este tipo de cuestiones<sup>1</sup>.

\* Universidades de Barcelona y Vigo, respectivamente.

<sup>1</sup> El contenido de este artículo sintetiza algunos argumentos desarrollados más ampliamente en dos libros previos de los dos autores. Por un lado, el número 18 (2010) de esta misma Colección de Estudios *Mediterráneo Económico*: «La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá». Por otro, el libro *La torre de la arrogancia*. Barcelona, Noema-Ariel, 2011.

## 2. La pregunta de la Reina de Inglaterra

Por su intensidad y amplitud, pero especialmente por el hecho de no haber sido prevista, la crisis de 2008 ha sido un golpe de gracia para la reputación pública de la economía financiera y de la macroeconomía que se enseñó en las universidades y escuelas de negocios, y que se practicó por los reguladores y responsables de la política macroeconómica, durante los dos décadas anteriores a la explosión de la burbuja financiera e inmobiliaria.

Este impacto ha sido reconocido rápidamente por economistas de primer nivel. Comenzó a inicios de 2009 con un ensayo de Daron Acemoglu (2009), seguido por la publicación del influyente libro *Animal Spirits* del premio Nobel George Akerlof y Robert Shiller y por otros muchas aportaciones críticas, entre las que cabe destacar los ensayos de Willen Buitter, David Colander, Philip De Grauwe, Alan Firman, Paul Krugman, Ziliak y McCloskey, Amartya Sen, Robert Skidelsky, Robert Solow, Joseph Stiglitz o Richard Posner. El sentir general quedó reflejado en el título de la ya famosa columna de Paul Krugman en el *New York Times* de principios del mes de septiembre de 2009: «Cómo llegaron los economistas a estar tan equivocados». El efecto sobre la teoría financiera y la macroeconomía podría sintetizarse en la afortunada expresión del experto en metodología económica David Colander: la teoría estaría ante su propio *fallo sistémico*<sup>3</sup>.

Pero el cuestionamiento de la economía y de los economistas ha desbordado en esta ocasión las fronteras de la academia, y es ahora compartido por amplios sectores de la opinión pública no especializada. Quizá el hecho público que acaso acabe teniendo notas legendarias tuvo lugar con ocasión de una visita de la Reina Isabel II de Inglaterra a la London School of Economics. En esa visita, la Reina hizo la pregunta aparentemente ingenua de porqué los economistas no fueron capaces de advertir del desastre que se avecinaba.

18

Esa pregunta encontró pronta respuesta. En julio de 2009 un grupo de miembros de la Academia británica (Besley *et al.*) envió una «Letter to Her Majesty the Queen». En síntesis, la conclusión era que el fallo de la Economía en relación con los mercados financieros había sido la mezcla de *wistful thinling and hubris* que había dominado la teoría financiera y macroeconómica en el período anterior a la crisis<sup>3</sup>.

Esta acusación es en realidad una crítica muy profunda a la teoría económica dominante. Nada más duro contra un enfoque que pretendió hacer de la teoría financiera y macroeconómica una ciencia del comportamiento económico que ser acusada de ser, en realidad, una mezcla creencias ilusorias interesadas y de desmesura.

Eso fue realmente lo que fue en muchos aspectos la teoría financiera previa a la crisis: una economía arrogante, mezcla de idealismo y desmesura. Conviene pararse en esta cuestión.

<sup>3</sup> Aún así, esa crítica pareció inadecuada e insuficiente a otro buen número de conocidos economistas que dirigidos por G. Hodgson replicaron con otra carta a la Reina. En ella se señalaba como causa principal de los errores el “haber confundido la belleza matemática con la verdad económica”, proponiendo una reforma radical de los métodos de formación de los economistas. Todo ello se tradujo en un manifiesto que firmaron varios miles de economistas académicos en todo el mundo.



### 3. Economía arrogante

Ese idealismo y desmesura de la teoría de las finanzas y de la macroeconomía predominantes en las décadas anteriores a la crisis tuvieron su causa en dos hipótesis fundamentales sobre el comportamiento económico de los agentes: la hipótesis de expectativas racionales (REH, en sus siglas en inglés) y la de eficiencia de los mercados desregulados (EMH). Esas dos hipótesis son las que están ahora en el centro del huracán de la crisis teórica.

La EMH está asociada a la obra temprana del profesor de Finanzas Eugene Fama. Sostiene que el precio de los activos financieros refleja en cada momento toda la información relevante y todas las expectativas de los operadores en el mercado, ofreciendo así las señales necesarias y suficientes para una asignación de recursos eficiente. A partir de tal supuesto, cualquier conclusión acerca de la eficiencia natural de los mercados financieros parecerá al alcance de la mano. No es extrañar que durante las últimas décadas su gran influencia y difusión proporcionara una falsa sensación de seguridad a inversores y reguladores financieros, pese a que en realidad había sido ya desmentida por la cadena de crisis financieras sistémicas que tuvieron lugar durante los años setenta, ochenta y noventa del siglo pasado.

La llamada *revolución de las expectativas racionales*, por su parte, pretendió proporcionar fundamentos microeconómicos rigurosos a la macroeconomía, por entonces –años setenta– dominada por el llamado *keynesianismo hidráulico*. Lo hizo utilizando una idea de *ultrarracionalidad* de los sujetos económicos.

Esta idea fue desde el primer momento juzgada como disparatada por algunos de los más respetados y prestigiosos científicos sociales del momento, desde Albert Hirschman a Charles Kindleberger; y, junto a ellos, por economistas tan destacados como Franco Modigliani o Robert Solow. La principal razón para el escepticismo sobre este enfoque es que los axiomas que se utilizan para definir qué es exactamente lo «racional» no se basan en el comportamiento efectivo y observado de los individuos, sino en un puro proceso de introspección.

Sin embargo, no se puede negar que esta línea de razonamiento ha producido frutos interesantes. Es el caso de la *teoría de la consistencia temporal de políticas*, por la que se concedió el premio Nobel a Kydland y Prescott. Esta teoría constituye un argumento robusto a favor de la estabilidad macroeconómica y la necesidad de políticas previsibles que proporcionen confianza al sector privado; por tanto, un soporte intelectual para la opción de política reglada.

El problema está, como siempre, en el extremismo de la generalización. Para sus partidarios el supuesto tan restrictivo de expectativas absolutamente racionales es de aplicación universal. Sin embargo, George A. Akerlof y Robert J. Shiller, en el libro mencionado, han señalado acertadamente que la macroeconomía moderna basada en la REH sólo considera uno de los cuatro tipos de comportamiento posibles que surgen al combinar, por un lado, los dos tipos de comportamientos posibles (racional *versus* irracional) y, por otro, las dos clases

de motivaciones (económicas *versus* meta-económicas) que mueven a los individuos. La macroeconomía de la REH sólo considera el comportamiento que combina plena racionalidad y motivos económicos. Al hacer esa elección excluye de raíz cualquier posibilidad de análisis relevante de las otras tres combinaciones posibles para explicar la conducta económica<sup>4</sup>. De hecho, un importante economista próximo a la corriente de la REH, Alex Cukierman, ha reconocido recientemente que, si bien puede resultar útil trabajar con esa hipótesis en fases de estabilidad económica, no lo es en absoluto cuando la economía experimenta tensiones o crisis.

El problema de las expectativas racionales no es, por tanto, que desarrollen modelos en un horizonte teórico extremo basados en el supuesto de «como si». Este tipo de modelos pueden llegar a resultar ejercicios de especulación teórica interesantes. ¡El problema es haber llegado a creer que el mundo real es efectivamente como esos modelos teóricos extremos! Estamos, como brillantemente ha explicado Stephen Marglin (2008), ante uno de los casos más claros de representación de la naturaleza como espejo de la filosofía.

De un modelo de interpretación del funcionamiento de la economía construido sobre una base tan estrecha no podía salir nada bueno. Lo constatan algunos de los ensayos económicos recientes de mayor trascendencia. Es el caso de economistas como Akerlof y Shiller, Skidelsky y también Edmund Phelps, cuya moderado uso de la noción de expectativas adaptativas frente la inflación constituyó en su momento un paso decisivo para constitución de la propia REH. El problema básico de la REH sería el *vicio de idealismo* con que utiliza el supuesto de expectativas racionales, y su radical alejamiento de la realidad.

Pero, además, frente a su pretendida lógica, en la REH cabe detectar algunos elementos importantes de inconsistencia. Por ejemplo, tal y como inteligentemente ha planteado Robert Skidelsky, en un mundo en el que el futuro fuese perfectamente conocido —es decir, el mundo de las expectativas racionales— es cierto que no habría riesgos; pero, entonces, ¿por qué tendría que haber mercados financieros?

Además del propio Skidelsky, algunos de los mejores análisis sobre el problema de fondo de la REH, como los de Paul de Grauwe o Willem Buiter, remiten a un viejo artículo publicado en 1945 por Friedrich Hayek («The Use of Knowledge of Society»). Aunque pueda parecer sorprendente, la argumentación que manejaba Hayek para demostrar la imposibilidad de la planificación socialista puede ser aplicada casi punto por punto a la idea de expectativas racionales. Nadie puede reunir toda la información necesaria para adoptar una decisión óptima, dado que ésta se encuentra esta absolutamente dispersa por el conjunto de las unidades de mercado. Hayek centra su análisis en «la inevitable imperfección del conocimiento humano y la consecuente necesidad de un proceso a través del cual el conocimiento sea constantemente comunicado y adquirido», y señala que las soluciones a los problemas económicos se

<sup>4</sup> Las otras tres combinaciones son: a) plena racionalidad y motivos no económicos; b) comportamiento no racional y motivos estrictamente económicos; y c) no racionalidad y motivaciones no económicas.



producen «por la interacción de gente, cada una de las cuales posee sólo un conocimiento parcial. Asumir que el conocimiento será dado a una simple mente [...] equivale a dejar de lado todo lo que es significativo en el mundo real». Ni el planificador es omnisciente, ni –decimos nosotros– lo puede ser el agente económico individual que se enfrenta a la complejidad del mundo de intercambios.

Frente a estas críticas, hay una última línea de defensa de la idea de atribuir plena racionalidad a los sujetos económicos. Viene a señalar que en realidad la racionalidad solamente se simula; es decir, se construyen modelos «como si» efectivamente esa plena racionalidad existiera, con la intención de fijar el ideal (la posición de equilibrio) y así dar referentes a los sujetos –y también a los gobiernos– para que sus decisiones se acerquen todo lo posible al óptimo. Claro que entonces a cada nuevo paso, a cada nuevo resultado teórico y, lo que para nosotros es más importante, a cada nueva recomendación política que se hace, habría que advertir que todo parte de una mera simulación. Pero esto no ha sido precisamente una práctica habitual.

Por otro lado, no deja de ser un hecho curioso además que se haya dado tal crédito a la versión más radical de la noción neoclásica de racionalidad, en la medida en que existe desde hace mucho tiempo una alternativa rigurosa basada en la relajación de ese supuesto de comportamiento. Nos referimos a la idea de racionalidad limitada (*bounded rationality*), propuesta desde la escuela de Chicago por H. Simon en 1957. Para este enfoque, el comportamiento racional de cualquier sujeto en la interacción social se verá condicionado por tres tipos de restricciones: *informacionales* (posibilidad real de acceder a los flujos relevantes de información); *cognoscitivas* (capacidad efectiva de procesarla); y *volitivas* (¿es realmente deseable estar informado de todo hasta el final?). Esta idea de racionalidad limitada ha tenido desarrollos muy fructíferos en la mayoría de ciencias sociales y también en las ya mencionadas corrientes modernas del institucionalismo económico. Pero en el ámbito de la macroeconomía moderna de la REH se ha optado por el supuesto extremo de racionalidad, incompatible con la fructífera noción de Simon.

En la crítica que a raíz de la crisis ha surgido al enfoque de las expectativas racionales encontramos una de las tres razones por las cuales parece justificado hablar de un regreso triunfante de lord Keynes (las otras dos son el regreso de la idea de política económica contingente, y la concepción moral de la Economía). La recuperación de la idea keynesiana de los *animal spirits* como motivación básica de la conducta económica ha vuelto de la mano de prestigiosos economistas. Así, los mencionados Akerlof y Shiller señalan que al nivel macroeconómico la «confianza», uno de los más determinantes componentes de los *animal spirits*, «viene y va... no se trata sólo de predicción racional». Para Robert Skidelsky y Paul Davidson sucede lo mismo con el sentimiento de «incertidumbre».

En todo caso, el uso sistemático de las dos hipótesis de expectativas racionales y de mercados eficientes ha llevado en la etapa anterior a la crisis a la mayor *ilusión cientifista* de la historia de la Economía. A la idea de que por fin teníamos una línea de razonamiento que podía llevar a entender hasta sus últimas consecuencias el funcionamiento de las economías reales. Y a la vez, a que estábamos en condiciones de realizar predicciones plenamente fiables y definir los principios de una política capaz de garantizar la prosperidad ilimitada en condiciones de estabilidad. Dado que todo ello se habría alcanzado en condiciones de plena libertad económica e internacionalización, estaríamos al fin ante una suerte de apoteosis de la economía de mercado, a la que se habría llegado a través del pleno triunfo del capitalismo financiero. Una formulación que hace pensar que es aquí, y no en la matizada argumentación de Francis Fukuyama, donde se debe buscar a los verdaderos partidarios de la tesis del «fin de la historia».

Tal vez nadie expresó mejor toda esta pretenciosa quimera que el premio Nobel Robert Lucas. En 2003, y nada menos que ante el plenario de la *American Economic Association*, afirmó que «el problema central de la prevención de depresiones ha sido de hecho resuelto en todos sus aspectos para muchas décadas». Algo así como si el presidente de la asociación de físicos hubiese asegurado solemnemente en 1966 que el hombre nunca llegaría a la Luna.

En todo caso, esas aportaciones de índole teórica tuvieron un fuerte influencia en la política macroeconómica y financiera. Por un lado, dieron lugar a la creación de modelos operativos para ser utilizados en la política económica. Ése es el caso de los modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium models*), que utilizaron numerosos bancos centrales para diseñar su política monetaria, y cuya peripezia ha sido cuestionada después de la crisis. Por otro, en el ámbito financiero, dieron soporte a la desregulación de los mercados y a la apertura generalizada de la cuenta de capital que se llevó a cabo a partir de la década de los noventa.

#### 4. Circunstancias que favorecieron la economía arrogante

¿Cómo pudo consolidarse un sistema de conocimiento y unas políticas construidas sobre unos supuestos metodológicos que ahora se ven como extraños para intentar explicar algo tan complejo e incierto como los comportamientos humanos? John Elster nos ofrece una respuesta centrada en algunas características de la comunidad académica en Economía. Señala que en muchos de los más prestigiosos departamentos de Economía y escuelas de negocios se generó un «mal equilibrio» interno entre dos características que habrían fomentado algunos elementos de pseudo-ciencia. Por un lado, está lo que llama *ignorancia pluralista*: «si mis colegas, que publican en las mejores revistas, y obtienen los mayores reconocimientos lo dicen, no puede estar muy lejos de la verdad...». Por otro lado está el funcionamiento dentro de la academia de diversos mecanismos de *mind-binding*, que refuerzan la ligazón mental a lo establecido, al *statu quo*.



Para nosotros, sin embargo, hay dos factores explicativos fundamentales que apenas han sido considerados en la literatura. El primero es que todo ello se produce en un momento de verdadero triunfo del capitalismo, cuando predomina una sensación de *confort* en amplias capas sociales. La larga etapa de crecimiento, junto con la ausencia de alternativas al capitalismo como consecuencia del derrumbe del bloque soviético y, en algunos países, la fuerte implantación de la idea de «capitalismo popular», contribuyeron a una cierta idea de *estadio superior la humanidad*, para cuyo análisis el partir de supuestos como el de racionalidad no parecía carecer por completo de sentido. De nuevo, «lo real es racional».

El segundo factor es para nosotros aún más relevante y significativo. El paradigma macroeconómico y financiero predominante en las últimas décadas alcanzó verosimilitud debido a que coincidió en el tiempo con un fenómeno que ha cambiado el conjunto de la vida social en el mundo contemporáneo. Se trata del advenimiento de la sociedad del conocimiento asociada a las tecnologías de la información y las telecomunicaciones. Esta revolución informacional permitió la radical transformación de los mercados financieros, creó una situación inédita en la que a los agentes que operan en tales mercados se les llegó a considerar omniscientes. Esto es, capaces de capturar al instante todo tipo de señales sobre la naturaleza de las decisiones políticas y del resto de los operadores privados, para así adoptar ellos mismos decisiones inmediatas de inversión o des-inversión en todo tipo de activos. Estaríamos ante la asunción de unas capacidades y una pauta de comportamiento que se parece mucho a la del agente económico tipo con el que razona la REH. Obsérvese que estaríamos ante un caso –si no único, desde luego sí muy excepcional en las ciencias sociales– en el que la evolución de la realidad habría dado a un supuesto teórico como el de las expectativas racionales un crédito y una apariencia de realismo de la que carecía cuando ese supuesto surgió.

Claro que ahora sabemos que sólo se trataba de eso, de una apariencia. Pero durante décadas esa visión de la omnisciencia de los mercados financieros fue un dogma que, no sólo fue aceptado por gran parte de los economistas académicos, sino también por los políticos de todo signo ideológico, incluidos aquéllos de los que, como los socialdemócratas, cabía esperar al menos algún grado de escepticismo.

En todo caso, a nuestro juicio el clima económico, social y tecnológico en que se desarrolló hizo que el punto de vista de que los sujetos económicos son ultra-rationales pareciese muy razonable. El resultado fue la hegemonía de los mercados y la pérdida de autonomía de la política.

## 5. Hegemonía de los mercados financieros y pérdida de la autonomía de la política

La idea generalmente aceptada en la era de la hegemonía de los mercados era que los esquemas públicos de supervisión bancaria dificultaban el desarrollo financiero, y que los sistemas bancarios funcionan mejor cuando se impulsa la monitorización del propio mercado por medio de mecanismos de auditoría, de las agencias internacionales de *rating* y evitando

el seguro de depósitos. El papel de la regulación pública, de la política, quedó inevitablemente afectado por esa visión optimista del control que ejercía la disciplina de mercado. Como consecuencia, el equilibrio entre mercado y política favorable a ésta última que había estado vigente desde la Gran Depresión de los años treinta, se alteró sustancialmente durante la etapa de la última globalización financiera, en beneficio de la hegemonía de los mercados sobre la política.

Es posible encontrar muchos ejemplos de esa tendencia a reducir el campo de la política. Uno de ellos fue la tendencia a ver los mercados como una *golden straitjacket* virtuosa, en afortunada expresión del columnista del *New York Times*, Thomas Friedman, sobre la política. Otro fue la tendencia a reducir la discrecionalidad de las políticas mediante su sometimiento a reglas fijas (fiscales y monetarias). Otro ejemplo fue la tendencia, que se convirtió en regla universal, a la cesión de la política monetaria a los bancos centrales independientes. En conjunto, esas tendencias llevaron a lo que se podría llamar la «despolitización» de la política.

Esa visión optimista sobre la capacidad de los mercados tuvo consecuencias muy concretas en el equilibrio entre mercados y políticas, así como en la orientación de éstas últimas. Así, por ejemplo, el Fondo Monetario insistió durante años en que sistemas bancarios como el norteamericano o el británico eran absolutamente sólidos, mientras que su receta para otros países que, como Canadá, aplicaban esquemas regulatorios más rigurosos, era que adaptaran sin más el modelo de aquellos otros países<sup>5</sup>.

A la vista de la debacle sufrida por el sistema financiero norteamericano y británico y del buen comportamiento que, sin embargo, ha mostrado el sistema financiero canadiense, habrá que concluir que el no haber hecho caso de tales recomendaciones es lo que a la postre ha permitido a algunos países como Canadá salir bastante bien librados de la crisis.

## 6. Mercados financieros, falsos dioses

La crisis ha mostrado con claridad y dramatismo que la noción de racionalidad completa y eficiencia asignativa prudente que se atribuía a los mercados financieros era, como ya hemos dicho, un *wistfull thinking*, una mera ilusión del pensamiento económico dominante. El informe del Banco de Basilea (2009) ha resumido con una gran precisión los graves equívocos en los que se basaban unos mecanismos y conductas que se creían contruidos sobre un orden de racionalidad casi perfecta:

<sup>5</sup> Del sistema bancario canadiense afirmaba el Fondo en 2006 que su «rentabilidad aún no está a la par de los niveles internacionales y es necesario promover aún más la innovación». FMI (2011).



«La crisis ha revelado la existencia de incentivos distorsionados para consumidores, agentes financieros y agencias de calificación. En primer lugar, los consumidores no fueron capaces de velar por sí mismos. Pocos conocen los balances de los bancos con los que trabajan, ni la situación financiera de las empresas en las que invierten al comprar acciones o títulos de deuda [...]. Esta falta de conocimientos unida a la existencia de estructuras encargadas de la supervisión del sector, llevó a muchos a confundir la complejidad del sistema con sofisticación y a asumir que sus inversiones estaban seguras porque, después de todo alguien las estaba vigilando, ya fuera un gestor, un experto bursátil, una agencia de calificación o un funcionario público. Pero en realidad, ninguno de ellos lo estaba haciendo. El sistema que los consumidores tan fácilmente consideraron sofisticado y seguro era irresponsablemente complejo y opaco».

El valor de la cita se acrecienta por el hecho de proceder de un organismo que siempre se ha considerado como máximo guardián de la ortodoxia financiera.

Son también significativos los reconocimientos de este fracaso por parte de Alan Greenspan y Ben Bernanke. Según éste último (en el *Financial Times*, 10 de marzo de 2009):

«Los sistemas de gestión del riesgo del sector privado y la supervisión gubernamental de las finanzas en Estados Unidos y algunos otros países industrializados fallaron a la hora de asegurar que los flujos de capital eran invertidos prudentemente».

Con su habitual estilo lapidario, Joseph Stiglitz (2010) ha afirmado que esos errores marcan el fin de una época: «la fecha en que Lehman Brothers colapsó puede ser para el fundamentalismo de mercado [...] lo que la caída del muro de Berlín fue para el comunismo». Por su parte, Ferguson y Johnson (2009), dos conocidos politólogos norteamericanos, recordando un célebre pasaje nietzscheano sobre la muerte de Dios, resumen ese mismo episodio y sus consecuencias con el rótulo «el dios que falló».

Podríamos, entonces, para sintetizar lo ocurrido, utilizar el epitafio: mercados financieros omniscientes e infalibles, falsos dioses.

Con ello no tratamos en absoluto de negar el papel de los mercados financieros en la asignación de los recursos ni negar su poder y la influencia en las políticas que en cualquier caso seguirá siendo muy importante, sea cual sea la salida a la crisis. Lo que queremos señalar es que a partir de la crisis, y para un largo período que creemos largo, la pretensión de que los mercados son infalibles en su capacidad para asignar eficientemente los recursos y para anticipar situaciones de riesgo no podrá ser defendida sin provocar indignación intelectual o burla.

Pero, en la medida en que los mercados seguirán teniendo un papel significativo en la asignación de recursos en las economías de mercado, conviene pararnos un poco más a analizar algunas de las causas de su fracaso en esta crisis.

## 6.1. El fiasco de los mercados en la valoración del riesgo y la anticipación de la crisis

La efectiva capacidad de los mercados de evaluar correctamente los riesgos quedó ya en entredicho durante las crisis financieras que se sucedieron desde 1993, pero la crisis de 2008 ha derrumbado cualquier resquicio de confianza que pudiese quedar sobre la superior eficacia de la disciplina de mercado frente a la regulación. El caso de las hipotecas *subprime* y de la deuda soberana es ilustrativo de que nada más lejos de la supuesta infalibilidad y de la disciplina del mercado.

El caso de la deuda hipotecaria *subprime* en Estados Unidos es un buen ejemplo de que el componente psicológico de la crisis de 2008 ha vuelto a poner la noción keynesiana de *animal spirits*, es decir el juego de la confianza-desconfianza en el centro del proceso que lleva primero a la euforia y después a la crisis. Según el hoy muy reconocido análisis de Robert Shiller, si bien las hipotecas *subprime* representaron durante un tiempo una extensión de los beneficios de la desregulación y la innovación financiera a grandes grupos sociales de rentas bajas, acabaron siendo un desastre absoluto, debido a que los mercados carecían de la clase de instituciones de gestión del riesgo necesarias para prestar apoyo y supervisar una maquinaria financiera cada vez más compleja. En esa irracionalidad de fondo, similar a la de otros episodios anteriores, la burbuja especulativa pudo devenir en una dinámica caprichosa e impredecible, apoyada en comportamientos como el «efecto manada», que hace que cada individuo crea que los demás no pueden estar equivocados. Nada más lejano de una supuesta infalibilidad de los mecanismos y la disciplina de mercado que la noción de *exuberancia irracional*, que con tanta fuerza explicativa emana de la propia experiencia de esta crisis<sup>6</sup>.

26

La emergencia del problema de los *riesgos soberanos*, como uno de los efectos más visibles de la Gran Recesión para un buen número de países, es otro buen ejemplo de los fallos de la idea de disciplina de mercado. Un ejemplo extremo es el de Islandia. En septiembre de 2008 sobrevino el colapso del sistema bancario islandés. En el que posiblemente es el mejor estudio que se ha realizado sobre este colapso, Buitert y Sibert (2008) destacan como después del intenso proceso de desregulación financiera, y la conversión del país en sí mismo como un gran «intermediario financiero», se produjo en Islandia la confluencia de lo que llaman un «cuarteto de vulnerabilidad»: un pequeño país, con un gran sector bancario, una divisa propia y una limitada capacidad fiscal. Su conclusión final abunda en la idea del fiasco de la disciplina y los instrumentos del mercado para controlar y anticipar riesgos, al afirmar que «lo que se hizo claro en julio de 2008 [...] debiera haber estado claro en 2006, 2004 ó 2000».

<sup>6</sup> Esta noción tiene una historia paradójica en alto grado, pues fue puesta en circulación en diciembre de 1996 por uno de los mayores responsables de la burbuja, Alan Greenspan, a propósito del comportamiento bursátil (sin que al parecer la volviere a utilizar nunca). Más tarde alcanzó una cierta difusión en los círculos académicos, a partir de la publicación del libro de Robert Shiller (2004). Un eco de esa expresión se advierte en otra recientemente utilizada por el presidente Obama (*NYT*, 7 de marzo de 2009): la de «riesgo extravagante».



El hecho intrigante es que hasta abril de 2008 las agencias de *rating* mantuvieron las calificaciones de la deuda soberana islandesa en niveles muy elevados (en el caso de *Moody's* era el máximo posible: *Aaa*). A partir de ahí la progresiva degradación fue espectacular. También lo es el constatar que la creencia en la capacidad de los mercados de riesgos para captar la probabilidad de quiebra de la banca islandesa fracasó estrepitosamente. Los *spreads* de los *credit default swaps* (CDS), producto financiero derivado que se considera proporciona una medida muy adecuada de la probabilidad de quiebra de un banco, correspondientes a los tres grandes bancos islandeses se mantuvo en niveles muy bajos y estables (unos 30 puntos básicos) hasta el verano de 2007. A partir de ahí comenzaron a crecer, hasta casi alcanzar los 1.000 puntos básicos en julio de 2008 en el caso más crítico, el del *Kaupthing Bank*, el principal banco islandés.

Buiter y Sibert señalaban que la experiencia islandesa, aunque extrema, era susceptible de reproducirse de un modo más moderado en otros países europeos. Incluso de algunos integrantes de la Eurozona. Los acontecimientos de los primeros meses de 2010 confirmaron sobradamente. Un ejemplo destacado –y no demasiado diferente de los del Reino Unido y España– es el de Irlanda. Su deuda soberana recibió las mejores puntuaciones de las tres grandes agencias de calificación hasta bien avanzada la crisis. La degradación experimentada posteriormente por la situación económica de este país ha sido debido a que el pinchazo de su burbuja inmobiliaria vino acompañado de otro devastador episodio de crisis bancaria. Otros países europeos que experimentaron contracciones muy agudas fueron los bálticos, Grecia, la República Checa y Hungría. Pues bien, las calificaciones de la deuda de todos esos países permaneció «en grado de inversión» durante todo el periodo anterior (Lituania, Estonia, Chequia y Grecia: *A*; Letonia y Hungría: *BBB+*).

Como elemento de contraste, es interesante observar que, mientras tanto, un país como Brasil, que algo más tarde había de mostrar fortaleza y estabilidad ante la crisis global, permanecía «en grado de especulación» (*BB+*); o que Polonia, único país de la UE que fue capaz de evitar la Gran Recesión, tenía una calificación peor (*A-*) que otro como Lituania, cuyo PIB se hundía a una tasa superior al 22% sólo cuatro meses después de la evaluación de las agencias.

La conclusión evidente de todo esto es que la creencia en la superior capacidad de los mercados para evaluar el riesgo inversor ha de ser puesto en entredicho.

## 6.2. Unos mercados sofisticados, seguros y transparentes que en realidad no eran tales

Son muchas ya las comisiones de investigación política, judicial o de los órganos reguladores abiertas en muchos países sobre las causas del desastre. Todas ellas conducen inexorablemente a una visión muy poco benigna de los mecanismos de innovación y sofisticación financiera desarrollada en las últimas décadas. La generación de una gran cantidad de productos cada vez más diversificados y complejos era, pretendidamente, una herramienta para la reducción del riesgo sistémico a través de la plena racionalización de los mercados de capitales.

La crisis, sin embargo, ha traído consigo el dramático descubrimiento de que en realidad una buena parte de esa sofisticación iba dirigida a ocultar sistemáticamente una porción cada vez mayor de la actividad financiera a los ojos de los reguladores y también, con frecuencia, de los clientes, inversores y accionistas. De modo que, en realidad, lo que se ha ido desarrollando cada vez con mayor fuerza durante todos estos años es un gigantesco *sistema bancario en la sombra*. En palabras del Banco de Pagos Internacionales (2009):

«La complejidad de las estructuras de titulización contribuyó al fracaso de los incentivos, al oscurecer la relación entre los derechos de cobro últimos y los riesgos subyacentes. Pocos comprendieron plenamente las implicaciones de estas complejas estructuras para el perfil de riesgo y rentabilidad de estos valores».

Se trató, por tanto, de hacer imposible en la práctica lo que estaba a todas horas en los discursos de banqueros y reguladores (y con gran frecuencia, también en los *papers* de muchos académicos): la transparencia. El *mantra* de la transparencia ha estado en el centro de un sistema en el que el supuesto de revelación sin restricciones de una información casi infinita permitía imaginar un ajuste óptimo de los mercados. En la práctica, sin embargo, la sofisticación de las finanzas se dirigía por un camino muy diferente: el de una opacidad creciente, que al cabo degeneró –no podía ser de otra manera– en puro fraude. Cualquier repaso a algunos de los episodios más conocidos de la crisis –como la propia caída de *Lehman Brothers*, el caso *Madoff*, el descubrimiento de prácticas delictivas por parte de *Goldman Sachs* o la colaboración de algunos de los principales bancos de inversión de Wall Street en la contabilidad creativa de gobiernos como el griego–, conduce a conclusiones si cabe más tajantes. Todos esos casos seguramente quedarán grabados con fuerza en el imaginario colectivo de nuestras sociedades. Pero no hay duda de que esas sórdidas aventuras de *brokers* proveedores de iniquidades y célebres banqueros que en realidad eran defraudadores inverosímiles no faltarán en cualquier recuento futuro de la *historia universal de la infamia* financiera. En palabras de un conocido analista alemán, en el «cenagal financiero» de aguas cada vez más turbias, «se habían asumido riesgos de los que los expertos nada sabían»<sup>7</sup>.

El componente de degradación moral que trajo consigo toda esa larga secuencia de fraudes es enorme. Posiblemente, el deterioro del capital moral de la economía de mercado es mucho mayor, con ser mucho, que el deterioro del capital financiero, económico y social. Valga decir, en todo caso, que su impacto en la conciencia pública y el debate político es muy relevante. Una auténtica «bancarrotta moral», en palabras de Gordon Brown; y una «ruptura sistemática de la ética y la rendición de cuentas», para el Congreso norteamericano<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Otte (2009). La generalización de esa ilusión de riesgos controlados ha sido recientemente denunciada por el director de Estabilidad financiera del Banco de Inglaterra: «La ilusión del riesgo no surge por accidente, sino que es fruto de decisiones previas; es del interés de los gestores bancarios hacer que los espejismos parezcan milagros» (Haldane, 2010).

<sup>8</sup> *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011, xxvi).



### 6.3. La dudosa neutralidad de las agencias internacionales de *rating*

Las grandes agencias de calificación constituyen uno de los pilares fundamentales del modelo financiero desregulado y de la idea de la superior capacidad de vigilancia de los mercados sobre la regulación pública. Pues bien, como acabamos de poner en evidencia, fallaron de un modo general y sistemático en su función de ponderar la calidad de todo tipo de productos, no sólo de la deuda soberana, si no también, y sobre todo, de los instrumentos financieros estructurados. Hoy se acepta que esa incapacidad constituye una de las causas de la crisis. Valga como ejemplo la conclusión recogida en el mencionado informe del Congreso norteamericano en el sentido que «esta crisis no podría haber ocurrido sin las agencias de *rating*». Son significativas en ese sentido las propuestas de reforma radical de esas instancias realizadas por el *Financial Economists Roundtable* en Estados Unidos (en la que destaca la urgencia de eliminar el papel de las agencias en la regulación de la SEC), o las sucesivas propuestas de la Comisión Europea.

Para algunos, lo más intrigante y sorprendente de estos fallos de las agencias es su carácter generalizado. Sin embargo, no debería causar sorpresa. Desde hace tiempo la literatura especializada había puesto de manifiesto que el papel asignado a las agencias era exagerado, y que podría traer problemas graves en algún momento.

En principio, como operador de tercera parte, esos organismos cumplen la función de mitigar los llamados problemas de agencia e información asimétrica propios de los contratos financieros. Eso hace pensar que las agencias contribuyen reducir los costes de transacción vinculados a esos problemas de los contratos. Pero hay al menos tres problemas estructurales que alertan sobre el correcto cumplimiento de esa función. El primero y principal es el conflicto de intereses. Las ganancias de las agencias son un negocio extraordinariamente pujante<sup>9</sup>, y proceden en gran medida (hasta el 90% en 2005) de pagos realizados por los propios emisores de bonos y sus bancos. Surge entonces la pregunta clave: ¿cabe esperar en esas condiciones que las calificaciones realizadas sean objetivas? En segundo lugar, se trata de empresas privadas que están en posiciones oligopolistas. Tienen por tanto escasos incentivos para mejorar sus métodos de calificación. Y tercero, desde el punto de vista de la responsabilidad civil o criminal, y a diferencia de lo que ocurre con las compañías auditoras, en algunos países, como Estados Unidos, son en gran medida inmunes ante eventuales malas actuaciones. Todo esto no anunciaba nada bueno.

En todo caso, los acontecimientos que han tenido lugar desde agosto de 2008 han impuesto una conclusión casi ineludible sobre su papel. Más que actuar frente al riesgo *ex ante*, las agencias de *rating* actúan *ex post*, degradando deuda de países o empresas cuando ya la catástrofe se ha producido y sobre reaccionando con reducciones de los *rating* en muchos

<sup>9</sup> Por ejemplo el precio de las acciones de Moody's se incrementó en una proporción de casi 300 veces el valor del S&P 500 entre 2001 y 2005.

casos de forma injustificada. Al actuar de esta forma crean dificultades adicionales en el acceso y el coste de la financiación a agentes emisores de deuda en momentos que ya son de gran dificultad. Estamos por tanto ante instituciones que son disfuncionales para el buen funcionamiento de los mercados, pues «no sólo los mercados internacionales de capital reaccionan a los cambios en las calificaciones, sino que estas sistemáticamente reaccionan (con un retraso) a las condiciones de mercado» (Reinhart, 2002).

Se trata, por tanto de instituciones del mercado cuya actuación se puede calificar de abiertamente pro-cíclica, de dudosa utilidad para la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Algo muy diferente, desde luego, de la imagen de vigilantes atentos y con pleno sentido de la anticipación que se les suponía.

#### 6.4. La virtud institucional que no existía

Durante las dos últimas décadas se ha ido asentando la idea de existe una fuerte vinculación entre la calidad de las instituciones de una economía y su eficiencia en la asignación de los recursos. Este es uno de los principales desarrollos analíticos de la economía moderna. En sí misma, es una idea acertadísima. El corolario es que allí donde no haya una adecuada virtud institucional –es decir, unos adecuados sistemas de revelación de información, correctos modelos contables o sistemas legales y judiciales confiables– no tardarán en surgir elementos perturbadores que acaben por estrangular el crecimiento económico.

30

Pero las buenas ideas pueden jugarnos también malas pasadas. Y eso es lo que ha podido ocurrir con las economías de mercado en los que el uso continuo de la noción de «virtud institucional» se vio afectada por algunos importantes equívocos. En muchos de los más influyentes trabajos académicos, o en los elaborados por agencias multilaterales antes de 2007, se creyó que los problemas de ineficiencia institucional eran exclusivos de los países menos desarrollados sin economías de mercado amplias. Este sesgo dificultó el ver lo que estaba ocurriendo con las instituciones de mercados en los países desarrollados. Como ha dicho Daren Acemoglu (2009), uno de los autores de referencia en los intentos de explicar los efectos económicos de las instituciones, ese sesgo pudo ejercer una influencia negativa, al contribuir a consolidar la ilusión de que se contaba con una estructura institucional eficiente que cubría frente a cualquier comportamiento oportunista en los mercados y garantizaba la plena transparencia y la rendición de cuentas.

La combinación de la idea de que los mercados todo lo ven (la «vigilancia del mercado»), con la de la plena virtud institucional de los países desarrollados condujo, en opinión de Acemoglu, a la creación de un imaginario colectivo en el que predominaba la percepción de que «la era de la volatilidad agregada llegó a su final». Ese estado de ánimo optimista y confiado en las virtudes del mercado inhibió el desarrollo de elementos de regulación pública que hubiesen podido evitar el desastre.



Hoy se acepta, hasta por aquéllos que fueron sus más firmes defensores, como el World Economic Forum, que durante décadas hemos vivido sobre una bomba de riesgo sistémico (World Economic Forum, 2008 y 2009). En palabras bien medidas de Daniel Cohen (2009):

«La crisis de las *suprime* es la expresión del comportamiento patológico de una sociedad que ha decidido, globalmente, olvidar el principio de realidad y vivir en el mundo virtual de las plusvalías».

En conclusión, puede afirmarse de un modo contundente que la sucesión de los acontecimientos en los mercados globales desde el verano de 2007 ha evidenciado tal cantidad de fallos en la percepción de la condición real de riesgo por parte de los operadores financieros, las agencias de calificación de deuda y los propios supervisores públicos que a partir de ellos el supuesto de omnisciencia y vigilancia de los mercados financieros se ha convertido en inverosímil.

## 7. Más allá de la Economía: una crisis de la cultura ética del nuevo capitalismo

La conducta de las agencias reguladoras, los escándalos de fraude y corrupción que han tenido lugar en muchas grandes empresas y operadores de los mercados financieros y la práctica de los llamados «salarios del fracaso» de los ejecutivos, nos pone en la pista de que detrás de esta crisis hay algo más que fallos de regulación y errores de política.

Esta presunción llevó a uno de los autores de este ensayo a diseñar y coordinar un trabajo en el que reunió a un amplio grupo de economistas y de no economistas (filósofos, politólogos, sociológicos, historiadores, juristas, ensayistas y escritores) para hacerles una misma pregunta: cuáles eran a su juicio las causas, consecuencias y remedios de la crisis de 2008 (Costas, coord., 2010). En términos generales, los economistas explican la crisis en términos de «fallos de mercado», «fallos de la regulación», «errores de política» y de «desequilibrios globales».

Sin embargo, los no economistas sitúan la causa profunda de la crisis en la «cultura amoral del nuevo capitalismo especulativo» surgido a finales de los años ochenta. Un capitalismo especulativo que emergió en los años noventa, coincidiendo con la caída del Muro de Berlín y la nueva globalización que siguió a la incorporación de China a la economía mundial. Se trata de un capitalismo vinculado especialmente a las actividades del sistema financiero globalizado, de las grandes empresas de consultoría y auditoría, de los grupos *mass-media* y las grandes corporaciones globales. Es decir, lo que algunos han venido en llamar el *turbocapitalismo*. Aunque este segmento del capitalismo no constituye una parte importante del PIB de las economías, su capacidad para crear cultura corporativa es enorme.

De forma paradójica, como señala Rafael Argullol en su colaboración incluida en el mencionado trabajo, la caída del comunismo ha conllevado, como efecto simétrico perverso, la caída del capitalismo enraizado en la moral protestante. De este modo, el horizonte ético

de principios del siglo XXI aparece doblemente mutilado, tanto a la izquierda como a la derecha, en un caso como consecuencia del vacío posterior a la caída del llamado «socialismo real» y, en el otro, por la usurpación amoral del «tono conservador» por parte de ese nuevo capitalismo especulativo.

Esta mutilación del horizonte ético de la economía de mercado tiene mucho que ver con la emergencia de un «nuevo héroe» del capitalismo: el «nuevo rico» que surge de la práctica de los salarios del expolio, desacomplejado y amoral, movido por la idea de que la vida es para saquearla, cuanto más rápida y fácilmente mejor; es decir, por la *hybris* moderna. Esta cultura de los negocios que acentúa la inclinación depredadora del nuevo héroe del capitalismo financiero y corporativo, ajeno a cualquier tipo de tabúes y normas de contención y de autocontención sería, entonces, la verdadera causa de la crisis financiera-económica-social que estamos viviendo. Estamos, por tanto, ante una reedición de aquella *hybris* o desmesura que ya los antiguos griegos identificaron como la principal fuente de destrucción del individuo y de la libertad colectiva.

Este nuevo capitalismo especulativo incorporó una nueva cultura de negocios global, caracterizada por la propensión al sobreendeudamiento, la identificación de los objetivos de la empresa (el «valor económico de la empresa») con el aumento a corto plazo del valor de la acción («crear valor para el accionista») y con un mecanismo de fijación de sueldos de los ejecutivos y de la alta dirección basados en componentes variables y a corto plazo, vinculados al aumento del valor de las acciones. Esa nueva cultura de los negocios es un factor explicativo importante a añadir a los factores convencionales que señalan los economistas.

## 8. La posibilidad de una *destrucción creativa* del pensamiento financiero y macroeconómico

¿Acabará provocando la crisis financiera una crisis científica, un proceso *schumpeteriano* de *destrucción creativa* de la teoría económica? No hay un pronóstico común entre los autores que han destacado por sus posicionamientos críticos. Algunos se muestran convencidos de la irreversibilidad de los cambios. Otros muestran un elevado grado de escepticismo. Desde nuestro punto de vista, ésta no es una cuestión sobre la que se pueda dar una opinión concluyente, pero sí se pueden ofrecer algunos argumentos en una y otra dirección.

Entre las razones para el escepticismo —es decir, para pensar que los cambios serán cosméticos o retóricos, pero no afectarán al núcleo del proceso de conocimiento económico— destacan las tres siguientes:



- Primero, lo que podríamos llamar sociología de la comunidad académica. Los fuertes mecanismos de *mind-binding* que dominan la vida académica generan escasos incentivos para el cambio. Pese a los manifiestos y controversias que se han suscitado estos años, el modelo de formación de economistas en facultades y posgrados tardará en modificarse en profundidad, en el caso de que efectivamente llegue a ocurrir. La opinión más contundente, y acaso exagerada, en ese sentido es la de Willem Buiter (2009), cuando señala que:

«El aprendizaje típico en macroeconomía y economía monetaria recibido en las universidades anglosajonas en los últimos treinta años (social e individualmente, una dilapidación de tiempo y recursos) puede retrasar durante décadas la investigación relevante del comportamiento económico agregado y la política económica».

- La segunda razón es más simple. Conocemos bien el modelo que ha entrado en crisis y las razones para ello, pero no sabemos con precisión cuál es la alternativa. Todo parece apuntar, en todo caso, a que la creciente toma de conciencia sobre la necesidad de considerar en toda su complejidad los motivos del comportamiento de los sujetos económicos llevará a una influencia mucho mayor de la llamada *behavioral economics*, una corriente asociada a los nombres de Daniel Kahneman, premio Nobel, de Amos Tversky y de George Akerlof, también premio Nobel. Esta corriente propone avanzar en la relación entre Economía y Psicología. Los problemas en este punto son dos. Uno, que son pocos los economistas que ahora mismo saben realmente de esos asuntos. Otro que –y en este aspecto sí tienen razón los defensores de la REH– los argumentos teóricos que aparezcan en este ámbito serán más realistas, desde luego, pero al menos durante una buena temporada, escasamente susceptibles de tratamiento empírico.
- Y en tercer lugar, está la cuestión más controvertida: la existencia de una red de intereses que tiende a favorecer la consolidación de unas determinadas líneas de investigación frente a otras. No nos referimos ahora a intereses en el seno de la comunidad académica, que son obvios, sino al interés y a la capacidad de presión sobre la propia academia tienen sectores de poder económico y, sobre todo, la industria financiera. Es evidente que un sistema de ideas que proporcionaba sólida legitimación intelectual a la imagen de eficiencia plena y omnisciencia de los mercados y al dogma de Estado mínimo no era precisamente mal vista por la comunidad financiera.

Son muchos los autores que han denunciado con fuerza este hecho. Entre ellos J. Bhagwati, que ha destacado por denunciar el sesgo financiero de la actual globalización impuesto por lo que ha llamado *the Wall Street-Treasury complex*. Más recientemente, otro conocido economista, Simon Johnson, director de investigación del Fondo Monetario Internacional hasta 2008, ha publicado una serie de trabajos que han tenido un gran impacto. Entre ellos uno

sorprendente y de amplia difusión, *The Quiet Coup*, en el que revela algunos mecanismos por los que la investigación de determinados organismos, entre ellos aquél en el que el mismo era alto responsable, se orientaba a favor de determinados intereses, argumentos y conclusiones.

Sin caer en el sensacionalismo que suele acompañar a las teorías conspiradoras, ni aceptar el planteamiento simplificador de que existen algo así como «teorías mercenarias», parece en todo caso demasiado ingenuo no darle al menos algún crédito a este tipo de argumentos. La propia Comisión nombrada por el Congreso norteamericano para investigar las causas de la crisis en su monumental informe final ha señalado a los intereses de la industria financiera al afirmar que «más de 30 años de desregulación y confianza en la autorregulación por las propias instituciones financieras [...] bajo la poderosa presión de la industria financiera echó abajo las salvaguardias clave que hubieran podido evitar la catástrofe»<sup>10</sup>.

Estos argumentos apuntan a que, ocurra lo que ocurra con la salida de la crisis, las teorías de los mercados eficientes y de las expectativas racionales mantendrán su supervivencia durante un largo periodo. Tal vez no como explicaciones ampliamente aceptadas, pero sí al menos como «teorías zombis». No debiera ello extrañarnos. Algo parecido ocurrió con anterioridad en la historia del pensamiento económico.

Pero también hay algunos factores importantes que apuntan a la posibilidad de que la crisis traiga una efectiva revolución científica en la ciencia económica.

La primera la extraemos de la propia historia del pensamiento económico. Todas las grandes crisis económicas del pasado trajeron consigo transformaciones en el sistema establecido de ideas. En ocasiones, auténticos virajes. Una relectura del viejo libro de T. W. Hutchison, *Sobre revoluciones y progresos en el conocimiento económico*, ayudará a entender mejor este fenómeno. Así ocurrió ya en los años setenta de siglo XIX, que vieron el nacimiento del marginalismo. Y aún más claramente, la Gran Depresión de los años treinta coincidió con el advenimiento del keynesianismo.

El segundo motivo es de carácter material. El hecho radicalmente nuevo de los *blogs*, las páginas *web* de economistas destacados, la difusión inmediata de artículos de persuasión publicados en revistas o periódicos de medio mundo (o en plataformas como *Project Syndicate*) ha creado una situación inédita de gran rapidez en la difusión de nuevas ideas. Y sobre todo ha contribuido a aumentar las posibilidades del fenómeno en sí mismo, al extender la conciencia de que efectivamente un importante cambio de paradigma está en marcha<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> *Financial Crisis Inquiry Comisión* (2011).

<sup>11</sup> Algunos *blogs* de mucho interés y seguimiento que vienen tratando de forma sistemática la cuestión de las posibilidades de un cambio de paradigma serían los de Willem Buiter, Bradford DeLong, Simon Johnson, Gary Becker–Richard Posner, Gregory Mankiw, Dani Rodrik o Paul Krugman. Y junto a ellos, otros como *The Animal Spirits page*, *The Economist Blog*, *Post-Autistic Economics Network* o *Vox* (CEPR).



La tercera razón es la que más nos interesa destacar. Si entendemos la generación de ideas económicas como un proceso que responde a la dinámica del mercado, entonces la oferta de ideas no podrá dejar de verse afectada por cuál sea en cada momento su demanda. Y parece probable que opinión pública y gobiernos demanden en los próximos años visiones teóricas del comportamiento económico y del funcionamiento de los mercados más acordes con la realidad que ha dejado al descubierto la crisis actual.

De hecho, esa oferta de nuevos planteamientos capaces de provocar un viraje en el pensamiento financiero y macroeconómico e influir en las políticas ya está teniendo lugar. Aquí queremos mencionar sólo dos trabajos que creemos que señalan el inicio de un viraje importante respecto de la ortodoxia financiera y macroeconómica anterior a la crisis y que tienen el valor añadido de proceder del interior del FMI, una institución que representa la ortodoxia financiera y macroeconómica.

Nos referimos, por un lado, al documento *Rethinking Macroeconomic Policy* (Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro, 2010). El título no defrauda. Identifica primero todo «lo que creíamos saber» acerca de las condiciones para una conducción firme y segura de la política macroeconómica, basada en las hipótesis ya analizadas de expectativas racionales y de eficiencia de los mercados. Ese enfoque había llevado a la despolitización de la política macro, a favor de los bancos centrales. A continuación el documento identifica «lo que hemos aprendido», en el sentido de la necesidad de revisar en profundidad los dogmas que la profesión y los *policy makers* habían mantenido en las dos décadas anteriores, ya sea la obsesión por la baja inflación, la defensa de las políticas fiscales pasivas o la creencia en la inexistencia de cualquier implicación macroeconómica de la regulación financiera.

La otra publicación que apunta al viraje del pensamiento y la política financiera es, si cabe, más reveladora. Se refiere al dogma de los dogmas financieros: la liberalización y apertura de la cuenta de capital. El documento *Capital Inflows: the Role of Controls* define sin tapujos una línea argumental sólida a favor de la imposición de controles que hacen frente al importante potencial desestabilizador de los flujos de capital a corto plazo (Ostry *et al.*, 2010). El viraje respecto a las posiciones mantenidas con anterioridad a la crisis es tan intenso y profundo que un autor habitualmente tan ponderado como Dani Rodrik, de la Universidad de Harvard, ha llegado a afirmar que esa publicación delimita en sí misma el fin de toda una era de las finanzas.

Posiciones como las mencionadas alimentan la esperanza de que las reformas financieras emprendidas, tanto en el seno de organismos como el Banco Internacional de Pagos, con las llamadas normas de *Basilea III*, como la reforma Obama en Estados Unidos y la reforma emprendida en el seno de la Unión Europea conduzcan a un sistema financiero que sin poner en cuestión la globalización financiera en sí misma, reestablezca un adecuado equilibrio entre mercados y políticas.

## 9. Mercados y políticas: batallas por venir

¿Qué relación entre mercados financieros y políticas veremos después de la crisis? La situación confusa acerca de cuál debe ser el nuevo equilibrio entre política y mercado no es sino una manifestación de la creciente complejidad en la gestión de la sociedad de mercado a la que estamos abocados a enfrentarnos en los próximos años, o quizá décadas. Esta complejidad crea ansiedad, desconcierto y duda en nuestras sociedades y en sus gobiernos. De la misma forma que ha sucedido con la evolución de la economía bajo los efectos de la crisis, que se comporta como un genio maligno con muchas y cambiantes caras, también en el ámbito concreto de los roles entre mercados y políticas la crisis ha presentado caras muy diferentes a lo largo de los dos últimos años. Así, a comienzos de 2009, la urgencia y necesidad de una intervención pública masiva para evitar el colapso de la economía llevó a la aceptación generalizada de la idea de que después de treinta años de *más mercado*, con sus agendas liberalizadoras y políticas económicas mínimas, ahora llegaba el turno del *más Estado*, sin mayores matices. Sin embargo, sólo un año más tarde, la percepción parece haber mudado sustancialmente. La tormenta de la deuda soberana europea ha traído de nuevo a primer plano el protagonismo e influencia de los mercados financieros

Ese aparente retorno de la hegemonía de los mercados financieros ha hecho surgir todo tipo de lamentaciones por la anomalía que significa que la autonomía de las políticas democráticas esté sometida al *dictat* de los mercados. Quizá nada lo resuma mejor que el regusto amargo que deja una viñeta del dibujante *El Roto*, en la que el personaje se pregunta: «Si votamos a partidos, ¿por qué luego gobiernan los mercados?»<sup>12</sup>. Esta toma de conciencia constituye en sí misma un posible factor de cambio de cara al inmediato futuro.

36

Más allá de las tensiones del momento, nuestra firme opinión es que las relaciones entre el poder de la política y el poder de las finanzas en el tiempo que viene serán de mayor complejidad que lo que hemos conocido durante la era de la hegemonía indiscutible de los mercados financieros globales. Lo que cabe razonablemente esperar en la próxima década es una larga y accidentada batalla entre gobiernos y mercados, de la que previsiblemente no surgirá un vencedor definitivo, sino alternancias de hegemonía en los distintos episodios y coyunturas que se vayan presentando. Apenas puede caber duda acerca de que los mercados seguirán siendo muy poderosos y marcarán límites para la acción de los Estados, pero estos no estarán de ningún modo inermes ante esas presiones. Muy al contrario, es probable que, de un modo u otro, más tarde o más temprano, lo que quede acotado sea el propio campo de acción de las finanzas internacionales, por lo cual cabe pensar que se abrirán márgenes más amplios para la introducción de políticas macroeconómicas y regulatorias nacionales.

<sup>12</sup> *El País*, 25 de mayo de 2010. En Ramoneda (2010) se explicita, con una buena carga de pesimismo, esa visión: «el orden neoliberal ha penetrado y está aquí para quedarse. La crisis, de momento, no habrá hecho otra cosa que consolidarlo, la impotencia de la política -con los gobiernos entregados a ese orden- le ha dado aura de insustituible». Con un lenguaje distinto, también Felipe González ha expresado una opinión en el mismo sentido en una importante columna reciente (González, 2011).



Nuestra conjetura es, a pesar de algunas apariencias, el movimiento histórico avanza ahora, cuando menos, hacia una cierta relajación de la fuerte restricción impuesta por los mercados a las políticas y, por tanto, de recuperación de una cierta autonomía de la política frente a los mercados financieros internacionales.

La justificación razonada de esta conjetura la desarrollados en otro lugar (Arias y Costas, 2011). Pero aquí merece la pena detenerse brevemente en un par de argumentos que lo avalan. En primer lugar, si antes hemos mencionado el peso inercial del pasado, ahora es oportuno destacar que también puede hacerse realidad lo contrario; es decir, la fuerza del cambio pendular. El fracaso del modelo anterior ha sido demasiado espectacular y costoso como para que no tenga consecuencias de todo tipo. Acabamos de mencionar que la toma de conciencia popular apunta a una importante reacción social a favor de limitar la influencia de los mercados de capital y fortalecer la autonomía de la política. Difícilmente los gobiernos podrán ignorar esa presión.

Este tipo de factores, relacionados con la complejidad de las reacciones sociales ante cambios económicos profundos ya tuvieron recorridos analíticos muy interesantes en el pasado, en particular después de la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Cambió el equilibrio entre política y mercados que había estado vigente durante la primera globalización moderna que vivió la economía mundial desde los años ochenta del siglo XIX hasta la primera Guerra Mundial. Son momentos de la dinámica del capitalismo en los que utilizando la afortunada expresión de Kart Polanyi (1944), se produce una «gran transformación» en el equilibrio entre mercado y política. Para Polanyi, el capitalismo se mueve a través de ciclos en los que cada nueva fase modifica la relación entre mercados y políticas de la etapa anterior. Acompañados a esos virajes en la forma de regular y conducir la economía, se producen también cambios en las historias (teorías) que los economistas utilizan para explicar como se comportan los actores económicos y cómo funciona la economía.

Por otro lado, hay una amplia y extendida conciencia en el interior de las sociedades occidentales acerca de los riesgos que implicaría querer responder a la crisis con una restauración del orden anterior, aunque fuese con algunos retoques meramente cosméticos. Esto es lo que efectivamente buscan los grandes intereses financieros internacionales radicados en *Wall Street* o en la *City*. Pero, como vimos, incluso algunos tradicionales defensores de la más firme ortodoxia, como el Fondo Monetario Internacional, parecen haber entendido que sería un error querer aprovechar una eventual recuperación de la economía en los próximos años –la cual está todavía por ver– para volver a la situación de los mercados financieros anterior a 2007. Un comportamiento de este tipo haría muy probable la aparición, más pronto que tarde de una nueva perturbación, acaso aún más letal. Las lecciones que nos ofrece la historia deberían servir de antídoto para no caer ahora en el mismo error.

Pero, en todo caso, las relaciones entre mercados y políticas que veremos después de la crisis será el resultado de batallas que aún están por venir.

## Referencias bibliográficas

- Acemoglu, D. (2009): «The crisis of the 2008: structural lessons for and from Economics»; en *CEPR Policy Insight* (28).
- Arias, X. C. y Costas, A. (2011): *La torre de la arrogancia*. Barcelona, Ariel.
- Besley, T. *et al.* (2009): *Letter to Her Majesty the Queen* [julio].
- Blanchard, O.; Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note.
- Buitier, W. y Sibert, A. (2008): «The Icelandic banking crisis and what to do about it». CEPR Policy Insight 26.
- Buitier, W. (2009): «The unfortunate uselessness of most “state of the art” academic monetary economics»; en *Financial Times*, 3 de marzo de 2009.
- Colander, D. *et al.* (2009): «The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academia Economics»; Discusión Paper, Department of Economics, University of Copenhagen.
- Cohen, D. (2009): *La Prospérité du Vice. Une Introduction (Inquiète) à l’Économie*. París, Albin Michel (hay versión española en Taurus, Madrid, 2010).
- Costas, A. coord. (2010): *Mediterráneo Económico* (18): «La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá». Almería, Fundación Cajamar.
- Ferguson, T. y Johnson, R. (2009): «Too Big to Bail: The “Paulson Put”, Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown»; en *International Journal of Political Economy* (38, 2); pp. 5-45.
- FMI (2011): *Desempeño del FMI en el período previo a la crisis financiera y económica. La supervisión del FMI entre 2004-07*. Washington DC, Oficina de Evaluación Independiente.
- Hayek, T. (1945): «The Use of Knowledge in Society»; en *American Economic Review* (XXXV, 4).
- Marglin, S. A. (2009): *The Dismal Science. How Thinkink Like an Economist Undermines Community*. Cambridge, Harvard University Press.
- Ostry, J. D. *et al.* (2010): «Capital Inflows: The Role of Controls». IMF Staff Position Note.
- Polanyi, K. (1944): *The Great Transformation*. Nueva York, Rinehart (hay versión española en FCE, México DF, 1992).



- Reinhart, C. M. (2002): «Sovereign Credit Ratings before and after Financial Crises»; en Levich, Majoni y Reinhart, eds.: *Rating, rating agencies and the global financial system*. Nueva York, Kluwer.
- Stiglitz, J. (2009): *Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable*. NBER Working Paper 15718.





# EL SISTEMA FINANCIERO Y EL TRÁNSITO HACIA LA MADUREZ DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO DEL EURO

Gonzalo García Andrés \*

## Resumen

El sistema financiero tiene que volver a ser una fuerza de impulso para que la economía española recobre una senda de crecimiento y empiece a reducir el paro. Como en el resto de la economía, el éxito en esta tarea pasará por centrarse en la calidad más que en la cantidad y asumir que tenemos que cambiar algunos aspectos básicos de nuestro funcionamiento institucional para madurar dentro del euro. Tenemos que aprender a vivir con menor abundancia de capital, concentrándonos en hacer las cosas mejor: elevar la productividad, organizar mejor el trabajo en las empresas, innovar... En el caso del sistema financiero, España cuenta con un acervo extraordinario de conocimiento, experiencia y talento tanto en el sector privado como entre los reguladores y supervisores. Sólo hay que ser fieles a la filosofía que tan bien ha funcionado desde hace 30 años y evitar que los cantos de sirena de los intereses a corto plazo y la tentación del *dejar hacer* vuelvan a desviar nuestra atención.

## Abstract

*The financial system must once again become a driving force enabling the Spanish economy to find the path back to growth and begin to reduce unemployment. As in the rest of the economy, success in this endeavour will involve focusing on quality rather than quantity, and accepting that we must change certain basic aspects of our institutional functioning in order to mature within the Euro. We must learn to live with less capital, by focusing on doing things better: increasing productivity, organising work within companies better, innovating... In the case of the financial system, Spain has an extraordinary wealth of knowledge, experience and talent in both the private sector and among its regulators and supervisors. All we have to do is remain loyal to the philosophy that has worked so well for the past 30 years and ignore the siren song of short-term interest and the temptation of laissez-faire so they do not turn our attention once more.*

## 1. Introducción

Tras clausurar de forma abrupta el periodo más largo de prosperidad en su historia, la economía española ha entrado en una nueva etapa de ajuste estructural y reforma institucional. El desafío inmediato es depurar el exceso de inversión inmobiliaria. Pero el objetivo último es conseguir un funcionamiento más acorde con la pertenencia a la unión monetaria, que permita asentar un crecimiento sostenible y una reducción permanente en la tasa de paro.

La contribución del sistema financiero a este proceso es esencial, a pesar de que la reestructuración en curso pueda transmitir la idea de que está más volcado en la digestión de sus propios problemas. El comportamiento del sistema financiero español durante el último ciclo y la fase de crisis de los tres últimos años es un claroscuro. Los elementos de fortaleza han sido notables, en particular si se comparan con los países con mayor desarrollo financiero. Habiendo experimentado España un ciclo financiero-inmobiliario de los más intensos de los últimos años en un entorno de muy elevada competencia, la capacidad de resistencia, en particular, de las entidades con mayor importancia sistémica ha sido extraordinaria. Esta fortaleza deriva de la saludable combinación de un marco exigente de regulación y supervisión con una buena capacidad de gestión del negocio y de los riesgos en una parte del sistema.

\* Director General de Financiación Internacional. Ministerio de Economía y Hacienda del Gobierno de España.

No obstante, la crisis ha sacado a la superficie un conjunto de debilidades y disfunciones en el sistema financiero, larvadas durante los años de expansión y agravadas durante la fase álgida del ciclo financiero-inmobiliario. Las principales han sido la concentración excesiva del riesgo en el sector de promoción inmobiliaria y la dependencia de la financiación mayorista. Estas debilidades amplificaron primero el impacto sobre la economía de la fuerte desaceleración del crédito para ajustarse a las nuevas condiciones de mercado, con especial incidencia en la financiación a empresas no financieras. De manera más reciente, las dudas sobre la viabilidad de algunas entidades en el sector de cajas de ahorro, en un entorno de mercados financieros todavía frágiles, han evidenciado la necesidad de llevar a cabo un proceso de reestructuración.

El sistema financiero español está inmerso de nuevo en un intenso proceso de transformación institucional. Por una parte, el sector de cajas está acometiendo una ambiciosa reconversión que, contrariamente a lo que hemos visto en otras latitudes, pretende abordar al mismo tiempo los problemas inmediatos de viabilidad y los problemas estructurales. Por otra parte, el marco de regulación y supervisión en el ámbito europeo está mudando para adaptarse a las lecciones de la crisis financiera y a las necesidades de un área con creciente integración financiera. Nuestro propósito es asomarnos más allá y tratar de vislumbrar cómo podría ser el sistema financiero que la economía española necesita para madurar definitivamente dentro del euro.

## 2. La política financiera española en el entorno post-crisis

El entramado institucional de las finanzas ha experimentado un cataclismo con la crisis. En primer lugar, se ha desmoronado el paradigma teórico que había amparado el proceso de crecimiento desbridado de la actividad financiera desde finales de los setenta, que llegó a su fase más barroca en los años previos a la crisis. La hipótesis de eficiencia de los mercados financieros, aplicación directa del supuesto de expectativas racionales, asumía que el funcionamiento autónomo del sistema financiero sería capaz de valorar adecuadamente los riesgos, de manera que los precios de los activos financieros fueran de manera continua fiel reflejo de su valor objetivo de acuerdo a la información fundamental. El comportamiento de los precios de los activos financieros se ajustaría a un patrón de normalidad e independencia (ausencia de memoria) que evitaría la formación de burbujas.

Desde que en el verano de 2007 se produjo un fuerte estrangulamiento de la liquidez, la dinámica en el corazón del sistema financiero mayorista global ha falsado casi punto por punto el paradigma de la eficiencia de los mercados. Ante la incertidumbre fundamental sobre la evolución de la economía y los efectos de su interacción con el sistema financiero, ha habido contagio, espirales contractivas, desaparición de mercados y hundimiento acumulativo de precio. En resumen, un gran fallo de coordinación con potencial devastador sobre la estabilidad económica y financiera<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> De la Dehesa (2009) explica de forma detallada los orígenes, el desarrollo y las respuestas de política económica y financiera a la crisis.



La gran cruzada en pos del *laissez faire* en las finanzas, capitaneada por los países anglosajones y la industria mayorista, ha dejado paso por el momento a una revisión en profundidad de la regulación para reforzar la intervención y limitar los desmanes con el lema *nunca más*. El núcleo de esta reforma es el reforzamiento de los requerimientos de capital y de liquidez para las entidades de crédito, incluyendo elementos anti-cíclicos, que ya se conoce como *Basilea III*. También se están adoptando algunas medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados, como las destinadas a los mercados de derivados no organizados o a las agencias de calificación de riesgos. La dirección política del G20 se ha completado con la transformación del antiguo Foro de Estabilidad Financiera en una institución global con mayor representación y un mandato más amplio, el Consejo de Estabilidad Financiera, que trabaja además estrechamente con el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional.

La reforma financiera en curso tiene dos elementos de debilidad. El primero es la ausencia de un paradigma alternativo que permita analizar en términos normativos el funcionamiento de un sistema financiero integrado y su interrelación con la economía real. Se han rescatado teorías valiosas del pasado y se han revitalizado líneas de investigación modernas prometedoras, pero por ahora prevalecen las explicaciones simplificadoras y pseudocientíficas que lo reducen todo a los problemas sistémicos y a la perversidad de la deuda y el apalancamiento. Será necesario esperar para que las nuevas normas cuenten con un fundamento teórico robusto.

El segundo es la dificultad para dar una respuesta a las cuestiones más fundamentales de eficiencia y equidad que la crisis ha puesto de manifiesto y que afectan a la estructura misma del sistema financiero. ¿Cómo evitar la socialización de las pérdidas privadas? ¿Cómo resolver el dilema entre competencia y estabilidad? ¿Cómo hacer que los mercados de renta fija funcionen? ¿Cómo acabar con conflictos de interés endémicos y el abuso en las remuneraciones?

Como sucede desde mediados de los ochenta, los cambios institucionales a escala global se aplican en España a través de normas comunitarias. Tras unos años en los que claudicó ante la presión anti-reguladora, la Unión Europea es ahora la mayor impulsora de la reforma financiera y está aplicando además medidas para adecuar la arquitectura de regulación y supervisión al elevado grado de integración financiera entre sus Estados miembros. Siguiendo las recomendaciones del Informe del Grupo de Larosière, ha convertido los comités de supervisores en autoridades europeas de supervisión y ha creado además el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico. Se trabaja ahora en la definición de un marco armonizado de intervención y resolución de entidades de crédito, que es una pieza clave para dar coherencia al conjunto.

Este nuevo entorno institucional que gobernará la actividad financiera en el mundo y en Europa es bastante acogedor para la política financiera española. La experiencia de las crisis bancarias de finales de los setenta y principios de los ochenta y la autonomía de los reguladores y supervisores respecto a los intereses de la industria fraguaron una aproximación institucional al sistema financiero que siempre consideró mercado, regulación y supervisión

como complementos. Con el tiempo, y una constante adaptación hacia las oportunidades y retos del exterior, esta fórmula hizo que España llegara al nuevo siglo con un sistema financiero situado entre los de mejor funcionamiento del mundo. En esencia se trataba de un sistema bancario con un modelo de negocio minorista bastante eficiente que operaba en un entorno de muy elevada competencia (en comparación con otros del entorno), complementado por unos mercados de tamaño y profundidad moderados pero basados en un esquema de funcionamiento que privilegiaba la seguridad y una industria de gestión de activos y de seguros relativamente pequeña y muy dependiente de las entidades de crédito.

Con la referencia inmediata de esta combinación razonable de mercado e intervención pública, la política financiera española ha sido muy activa en los principales debates previos a la crisis. En la Unión Europea ha defendido con ahínco la profundización de la integración basada en legislación común, incluyendo la regulación adecuada de los mercados mayoristas y la armonización gradual en el ámbito minorista. A pesar del gran avance que supuso el Plan de Acción de Servicios Financieros en el primer lustro de la década 2000, la fuerte resistencia de la industria mayorista, representada en las instituciones por el Reino Unido y un grupo de países creciente que defendía sus tesis, limitó mucho el alcance de los resultados. Sin embargo, en materia prudencial y de gestión de crisis, el cambio de dirección a partir de 2007 ha hecho que los nuevos proyectos se acerquen mucho a las propuestas que venía defendiendo España.

El nuevo modelo de supervisión y gestión de crisis que está construyendo la Unión Europea se parece mucho a la propuesta que hicieron el Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España y la CNMV en 2006 a sus colegas de los comités del Consejo y de los Supervisores. Y en el Informe final del Grupo de Larosière se aprecia una influencia muy destacada del miembro español del grupo. Quizá más importante que la estructura de autoridades y el equilibrio entre el refuerzo del centro europeo de decisión y el mantenimiento de competencias esenciales en los Estados Miembros es la necesidad de contar con un esquema legal eficaz de intervención y resolución de entidades de crédito, complementado con un fondo de garantía de depósitos. España siempre defendió concentrar los esfuerzos en esta dirección para mejorar la gestión de crisis, pero sólo gracias al revulsivo que ha supuesto la crisis de 2007-2009 la UE se ha decidido a impulsar este difícil proyecto.

Por otra parte, el nuevo enfoque de la regulación prudencial que se está desarrollando ha aceptado, tras años de discusiones y resistencias, la importancia de contar con instrumentos anti-cíclicos como la provisión estadística o dinámica.

El punto de partida de la política financiera española tras la crisis es pues bastante digno, en comparación con otros países que pretendían tener los sistemas financieros más avanzados del mundo. Pero la tarea de que el sistema financiero español vuelva a ser una fuerza impulsora de la economía requiere una reflexión crítica que permita valorar los errores cometidos durante el último ciclo inmobiliario y los ajustes que demanda el nuevo entorno institucional.



A nuestro juicio se han cometido principalmente dos errores, uno viejo y otro nuevo, en gran medida interrelacionados. La piedra en la que se ha vuelto a tropezar es el exceso de riesgo en el sector de promoción inmobiliaria. En la dinámica del capitalismo español el maridaje entre la construcción residencial y la financiación bancaria ha sido protagonista destacado de auges y posteriores caídas. En esta ocasión, la confluencia de factores reales y financieros propició un ciclo particularmente intenso con un fuerte efecto de arrastre en la actividad y el empleo. El descenso percibido como permanente en los tipos de interés reales y las expectativas cada vez más arraigadas de revalorización redujeron de manera muy notable el coste de utilización del capital-vivienda. Por otra parte, los factores socio-demográficos y la existencia de cierta demanda embalsamada derivada de los años noventa también impulsaron la demanda fundamental de vivienda.

La oferta respondió con agilidad, gracias a las menores restricciones sobre la generación de suelo urbanizable (y su utilización como fuente estable de financiación por parte de las corporaciones locales), a los flujos de entrada de mano de obra inmigrante y a la financiación en condiciones cada vez más favorables. En el periodo 2003-2006 este proceso se aceleró, de manera que al final del periodo el peso de la inversión residencial en el PIB superó el 7%, el crédito para promoción inmobiliaria crecía a ritmos del 50% anual y el déficit por cuenta corriente llegaba al 10% del PIB. En esta fase eufórica se produjo un cambio en la estructura del sector de promoción inmobiliaria, puesto que varias de las empresas tradicionales (propiedad de entidades de crédito en su mayoría) fueron adquiridas a precios exorbitantes por empresas que habían crecido rápidamente. Las propias entidades de crédito financiaron las adquisiciones, así como la compra masiva de suelo a precios que anticipaban el mantenimiento de la demanda de vivienda en niveles no sostenibles. La adicción a la renta (en el sentido clásico) nubló la vista a los promotores, creando un fuerte desequilibrio en el margen entre oferta y demanda de vivienda.

El error nuevo consistió en no asimilar las implicaciones del nuevo entorno institucional que supone la unión monetaria. La primera implicación es que la política monetaria no va a ajustarse a las condiciones financieras españolas. Hay quien señala ahora al BCE como causa de los excesos del ciclo financiero-inmobiliario en España. Y durante algunos años se lanzaban mensajes para que la autoridad monetaria subiera los tipos de interés, aun cuando la economía alemana estaba en pleno estancamiento. Esta forma de abordar el problema es inconsistente; desde la entrada en el euro, hay que asumir que los tipos de interés son exógenos en gran medida, de manera que si se considera necesario, es responsabilidad de las autoridades españolas adoptar políticas prudenciales para garantizar la estabilidad en la evolución de las condiciones financieras.

La segunda implicación es que la desaparición de la prima de riesgo de cambio no garantiza el acceso continuo a la financiación mayorista a tipos similares a los del resto del área. Desde 1999 y hasta 2007, la dispersión en las primas de riesgo de crédito de los emisores dentro del euro fue muy baja. Los inversores distinguían poco entre países y poco entre dis-

tintos emisores privados, incluyendo entidades de crédito y fondos de titulización de activos. La primera fase de la crisis ya supuso un paso hacia la diferenciación del riesgo de crédito y hacia la valoración de la liquidez. Y durante 2010 han emergido de golpe todos los factores de diferenciación, resquebrajando la estructura de primas de riesgo de crédito relativas. Las entidades de crédito españolas han tenido que adaptarse así a una restricción drástica de sus posibilidades de captación de recursos en los mercados. Las que conservan el acceso, ven como el coste de emisión oscila siguiendo los vaivenes de los mercados de deuda pública. Y muchas de las que habían emitido durante años sin apenas coste adicional respecto a las entidades de mayor tamaño y calidad crediticia tienen que aprender a funcionar sin apenas financiación mayorista.

La atención prioritaria de las autoridades y del sector está ahora puesta en culminar el proceso de reestructuración iniciado en 2009 con la creación del FROB e impulsado en 2010 con el Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros. Con la vista puesta más allá, y tratando de combinar la preservación de los elementos de fortaleza tradicionales con el aprendizaje de las lecciones de los errores de los últimos años, la política financiera española podría encontrar inspiración en las siguientes ideas:

#### **a) Una política prudencial decididamente anticíclica**

Desde su introducción en 1999 por el Banco de España, la provisión estadística ha sido un ejemplo internacional de cómo introducir elementos anti-cíclicos en la regulación prudencial. Fue objeto de críticas por parte del sector bancario y fue difícil hacerla compatible con las nuevas normas contables internacionales. Con la llegada de la crisis, la provisión estadística ha servido de colchón para que las cuentas de resultados (e indirectamente el capital) pudiera absorber el abrupto cambio en las dotaciones para insolvencias (Saurina, 2009)<sup>2</sup>.

Aun así, la provisión estadística es sólo un atisbo de cómo podría funcionar un marco de regulación y supervisión prudencial abiertamente anti-cíclico. Como afirman algunos de sus críticos, la provisión no consiguió atenuar el crecimiento del crédito para la construcción residencial. Y el propio supervisor no concebía la provisión estadística como un instrumento anti-cíclico. De hecho, durante años el Banco de España defendía que la provisión no trataba de afectar al ciclo, sino que su objetivo se limitaba a reflejar en las cuentas de resultados pérdidas ya incurridas pero todavía no afloradas en los balances.

Con la nueva vuelta de tuerca al proceso de reestructuración del sector bancario anunciada por el Gobierno el 24 de enero de 2011, las entidades españolas tendrán que contar con requerimientos de capital superiores a los establecidos por *Basilea III* al final del periodo de

<sup>2</sup> Fillat y Montoriol-Garriga (2010) simulan la aplicación de una provisión estadística como la española en los principales bancos de EEUU y concluyen que, de haberse aplicado en el ciclo previo a la crisis, se hubieran reducido de forma notable las inyecciones de capital público necesarias para estabilizar el sistema.



implantación. A pesar de las dificultades transitorias que algunas entidades experimentarán para cumplir el nuevo estándar, una base más potente de capital actúa como un seguro para disipar la incertidumbre, en un periodo de transición y cambio para la economía que puede durar todavía un tiempo.

Pero una vez completada la reestructuración será necesario establecer un conjunto de medidas prudenciales de carácter anti-cíclico, que integre no sólo el capital (el colchón que prevé *Basilea III* se aplicará de manera flexible por cada supervisor) y una provisión basada en las pérdidas esperadas a lo largo de un ciclo<sup>3</sup>, sino también otros elementos. Entre ellos, la relación mínima entre el valor del préstamo y el valor de la garantía (que podría elevarse en situaciones depresivas y reducirse en periodos de expansión excesiva) o los requerimientos de capital para algunos tipos de exposición con mayor sensibilidad al ciclo.

Con las reformas recientes en la supervisión financiera y macroeconómica dentro de la Unión Europea, tanto el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico como la Comisión Europea podrán identificar situaciones de fragilidad financiera y emitir recomendaciones a los países. Pero no hay que esperar a que la invitación a actuar venga de fuera. En el futuro, hay que asumir que la asincronía entre el ciclo financiero español y la política monetaria del área del euro requerirá una intervención, que debería ser temprana y automática. Partiendo de la experiencia y el conocimiento acumulado desde finales de los noventa, sería deseable llevar hasta sus últimas consecuencias el principio de que los problemas en el sistema financiero se fraguan durante las fases expansivas.

## **b) Reforzar la protección a los clientes y la supervisión de mercado**

47

Hoy parece que todos los males de las finanzas se curarían si se depura la deuda y se conjura el riesgo sistémico (como quiera que éste se defina). Y se habla y se escribe mucho de capital, de liquidez, de apalancamiento... Pero ¿dónde se fraguó esta crisis?... Pues en un segmento del mercado minorista estadounidense que llevó al extremo la atrofia que puede desencadenar el *laissez faire* en un mercado financiero. El riesgo sistémico recoge la posibilidad de un fallo de mercado con unos costes económicos muy elevados por su contagio a través del conjunto de instituciones, mercados e infraestructuras y por su efecto sobre los bienes públicos sobre los que se asienta el normal funcionamiento de la actividad financiera. Y como hemos observado desde 2007, ese fallo puede originarse en la ausencia de un marco de regulación y supervisión orientado a proteger a los clientes como inversores, demandantes de crédito o asegurados.

<sup>3</sup> El *International Accounting Standards Board* y el *Financial Accounting Standards Board* publicaron el 31 de enero de 2011 una nota conjunta para conseguir un tratamiento convergente de las normas de deterioro de préstamos, que se basarán a partir de ahora en la pérdida esperada a lo largo de un periodo.

La política financiera española ha situado la protección a los clientes entre sus principales objetivos. En términos comparativos con el resto de la Unión Europea, el nivel de protección a los clientes en España es relativamente alto. En las discusiones de los últimos años se ha defendido de manera consistente la armonización de las normas de protección y de conducta a escala europea; y se reaccionó tanto a los casos de fraude en el sector doméstico de valores, como a los problemas de buen gobierno y fiabilidad de la información financiera que se hicieron patentes en Estados Unidos al principio de la década 2000.

De cara al futuro, el énfasis en los aspectos prudenciales no debe suponer que se relegue la protección a los clientes a un segundo plano. La reforma de la estructura de la supervisión que se barajó durante la legislatura iniciada en 2004 y sobre la que parecía haber un alto grado de consenso podría contribuir a reforzar la protección a los clientes y la supervisión de mercado. En cualquier caso, hay que seguir mejorando en los tres ámbitos siguientes:

- **Educación y capacitación financieras.** Shiller (2008) propone reaccionar a la crisis profundizando en la capacidad del sistema financiero para mejorar las posibilidades de elección de los ciudadanos. Para lograrlo, es preciso democratizar las finanzas, ayudando a los clientes a entender los productos y planificar adecuadamente para cubrir sus necesidades. Aunque en España no existía una tradición de atención a los aspectos de educación financiera, en los últimos años, el Ministerio de Economía y Hacienda y los supervisores han tratado de establecer las bases de un esquema de promoción de la educación y la capacitación financieras. El portal conjunto del Banco de España y de la CNMV y el portal de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones son una buena muestra de este impulso. Se trata sin duda de un esfuerzo de largo aliento, cuyos resultados sólo serán visibles en el medio y largo plazo. Pero merece la pena perseverar, tratando también de implicar a las propias entidades financieras, que en algunos ámbitos ya son activas en cuestiones relativas a la educación financiera.
- **Regulación de productos y normas de conducta.** La *Financial Services Authority* del Reino Unido acaba de publicar un documento de discusión en el que propone un nuevo enfoque de la protección a los clientes que supone una ruptura con el que ha mantenido desde su creación y que llegó a alcanzar gran influencia en la Unión Europea. Pues bien, la FSA considera que será necesario utilizar normas más intrusivas para defender a los clientes, llegando en algunos casos a prohibir ciertas prácticas que se consideren abusivas o potencialmente peligrosas. En España existen los instrumentos para hacer efectiva la protección y en los últimos años se han reforzado algunos de ellos, involucrando también a las entidades. También se ha respondido, aunque quizá con cierto retraso, a algunas de las amenazas que se cernían sobre los clientes de servicios financieros, tanto en el ámbito de la intermediación crediticia como en el ámbito de la inversión. Pero en el futuro habrá que seguir actuando con diligencia para evitar que los problemas de información o las dificultades de comprensión generen



situaciones de fraude, abuso o simplemente de contratación de productos financieros que generen riesgos para los clientes o para el conjunto del sistema. En particular, será necesario seguir atentos a cubrir aquellos ámbitos donde se desarrollan nuevas actividades sin cobertura de regulación y supervisión, y en las que suelen plantearse dudas respecto a qué autoridad es competente para intervenir.

- **Supervisión eficaz.** Muchos han descubierto ahora que en los años previos a la crisis lo que falló no fue tanto la regulación como la supervisión. Tanto EEUU como el Reino Unido están inmersos en una revisión en profundidad de sus sistemas de supervisión. En España se ha asumido desde hace tiempo que si se quiere que se cumplan las normas financieras, hay que supervisarlas. La estructura de supervisión vigente no es probablemente óptima y, como se ha señalado, se ha planteado la posibilidad de una reforma de alcance moderado para actualizarla. En cualquier caso, lo esencial es la capacidad del supervisor para conocer bien el negocio, el funcionamiento de los mercados y sus posibles fallos, así como la autoridad y la credibilidad para actuar. Se trata de una tarea extraordinariamente compleja y difícil. Requiere capital humano en un entorno en que las diferencias de remuneración entre sector público y sector privado son notables; requiere capacidad operativa para conciliar la intrusión en la actividad privada causando el mínimo coste en términos de distorsión en el funcionamiento del mercado; y requiere también un entorno institucional y político que facilite su actuación con independencia.

Este esfuerzo resulta necesario, además de por razones de eficiencia, por razones de legitimidad y confianza del público en el sistema financiero.

### c) Mantener un alto grado de competencia efectiva

La competencia en el sistema bancario español ha sido desde hace años relativamente elevada en relación a la Unión Europea y a otros países avanzados (Comisión Europea, 2006). Las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, con una fuerte presencia comercial en sus territorios de origen explican en parte la fortaleza de la competencia en la provisión de servicios financieros. Con la reestructuración de 2010-2011, se ha reducido de forma notable el número de entidades, aumentando por tanto el grado de concentración del sistema. Este proceso no tiene por qué afectar negativamente *per se* al grado de competencia. De hecho, la diferenciación en las condiciones de acceso al mercado entre las entidades percibidas como más solventes y las más débiles ya supone un cambio sustancial en las condiciones de competencia, puesto que las segundas tienen muy difícil igualar los precios de los servicios ofertados por las primeras. La reestructuración del sector de cajas permite así que las entidades resultantes tengan la fortaleza suficiente para competir en condiciones de igualdad con el resto de cajas, bancos y cooperativas de crédito.

Aunque en el corto plazo será difícil que la competencia prime sobre la estabilidad, la política financiera española debe seguir defendiendo la compatibilidad entre ambas. Es posible que la competencia en el mercado español en presencia de una demanda muy fuerte haya hecho que las entidades con peor capacidad de gestión hayan tratado de mantener sus cuotas de mercado y la progresión de sus beneficios a costa de aumentar el perfil de riesgo de sus activos. Pero también lleva desde hace años impulsando la eficiencia y la mejora en la prestación de servicios en todo el sistema, erigiéndose en un factor de disciplina esencial. Y la competencia entre las entidades más fuertes por ganar cuota de mercado en el entorno actual puede ser un elemento de reactivación de la oferta de crédito.

Por todo ello, una vez que se complete el proceso de reestructuración, sería deseable analizar cómo ha afectado al nivel de competencia efectiva el cambio en la estructura del mercado.

#### **d) Preservar la diversidad institucional y la inclusión financiera**

Uno de los rasgos distintivos del sistema bancario español es el peso de entidades que no adoptan la forma de sociedad anónima. Desde su equiparación operativa con los bancos y la supresión de los límites geográficos a su actividad, las cajas han ido ganando cuota de mercado hasta situarse en torno al 50%, aunque con diferencias en función de la variable utilizada para medirla. Las cooperativas de crédito también tienen una presencia no desdeñable en nuestro mercado. Además del efecto positivo ya comentado sobre la competencia, la presencia de cajas y cooperativas ha tenido efectos sociales beneficiosos a través del uso de una parte de sus excedentes en la Obra Social y de los servicios prestados a los socios. Esta diversidad institucional también ha tenido un efecto positivo sobre el grado de inclusión financiera. En efecto, en España el acceso de los ciudadanos a los servicios financieros básicos es comparativamente muy alto y los fenómenos de exclusión muy poco relevantes.

La crisis y el proceso de reestructuración en marcha pueden tener *a priori* efectos significativos tanto sobre el grado de diversidad institucional como sobre la incidencia de la exclusión financiera.

Los problemas de exceso de riesgo en la promoción inmobiliaria y dependencia de la financiación mayorista han alcanzado especial gravedad en una parte del sector de cajas de ahorro. La reforma de la Ley 11/2010 y la elevación de los requerimientos de capital en enero de 2011 están propiciando cambios de calado en la estructura legal de los grupos financieros liderados por cajas. La tendencia hacia la creación de bancos para concentrar el negocio bancario y tener más facilidad de apelación al mercado (incluyendo más facilidad para que el FROB pueda entrar y salir del capital, en caso de no poder captar capital privado) se está generalizando. Visto en perspectiva, las cajas perdieron una gran oportunidad en 2004-2006



para activar el instrumento de las cuotas participativas, después de la reforma de la regulación y en un contexto de mercado favorable. A pesar de la mejora adicional del instrumento en la Ley 11/2010, lo cierto es que resulta complicado que los inversores mayoristas confíen en un instrumento inédito en la situación actual.

Por tanto, es previsible que la gran mayoría de cajas acaben prestando los servicios financieros bancarios a través de un banco. Si bien inicialmente las propietarias de estos bancos serán las cajas, o las fundaciones en que se conviertan, es lógico pensar que en muchos casos compartirán el accionariado con capital privado, ya sea de inversores institucionales o de otros bancos o, de forma temporal, con el FROB.

Una vez culminada la reestructuración, el peso real de las cajas en el sector será menor y, sobre todo, será distinto. Aquéllas que han gestionado bien sus riesgos durante el ciclo expansivo seguirán controlando empresas financieras con gran potencial y generando un dividendo social significativo. Las que no han sido capaces de gestionar adecuadamente el riesgo tendrán que aceptar que su valor patrimonial ha decrecido y que tendrán que dar entrada a nuevos socios para revitalizar el negocio.

El legislador ha establecido distintas opciones para las cajas de ahorro, asumiendo que cada entidad tiene que evolucionar de acuerdo a sus necesidades y huyendo de soluciones drásticas. Parece una opción razonable, dados los beneficios sociales que reportan las cajas y las dudas sobre la idoneidad de la sociedad anónima como única forma jurídica compatible con una empresa bancaria sana y eficiente.

Las cajas no volverán a ser lo que eran. Pero sería bueno que, una vez asumidos los errores y depurados los excesos en las más débiles, el sistema financiero español mantuviera viva su impronta, tanto en el destino social de una parte del excedente como en el acceso casi universal a los servicios financieros.

### **3. Una estructura de capital y de financiación robusta, con mercados más integrados en la zona euro**

El crecimiento de los activos totales del sistema bancario español se aceleró de forma notable a partir de 2004, de la mano del crédito para la adquisición de vivienda y la promoción inmobiliaria. La necesidad de financiar esta expansión del activo transformó la estructura del pasivo del sistema bancario y tuvo un reflejo muy significativo en las relaciones financieras de España con el exterior.

Desde una perspectiva macroeconómica, la tasa de inversión aumentó hasta situarse en el 30% del PIB, un nivel más propio de un país emergente que de una economía desarrollada.

Dado que el ahorro mantuvo una senda suavemente descendente (resultado del creciente ahorro público y del fuerte desahorro del sector privado), la brecha entre ahorro e inversión, es decir, el déficit de la balanza por cuenta corriente, se amplió hasta llegar al 10% del PIB en 2006, como se ha señalado anteriormente.

La contrapartida financiera de ese aumento de la inversión fue el empeoramiento de la posición de inversión internacional que refleja la posición deudora neta de España frente al resto del mundo, que pasó de 354.000 millones de euros a final de 2003 a 822.000 millones de euros a final de 2007<sup>4</sup>. Este aumento de la deuda neta se instrumentó en gran medida a través de la inversión de cartera de los no residentes en activos emitidos principalmente por las entidades de crédito y por los fondos de titulización de activos. Así, el saldo de inversión de cartera del exterior en España en valores distintos de acciones pasó de 274.000 millones de euros a final de 2003 a 824.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2007. También se captaron fondos en el mercado interbancario, tanto a través de depósitos como utilizando *repos*. El grueso de esta financiación provenía de inversores situados dentro del área del euro (en particular entidades de crédito, fondos de inversión y fondos de pensiones de Francia y Alemania), que buscaban activos sin riesgo de cambio y con una pequeña prima de rentabilidad.

La financiación del nuevo crédito con recurso a la emisión de cédulas hipotecarias y a la constitución de fondos de titulización<sup>5</sup> alteró la estructura del pasivo. Descendió la ratio entre depósitos y créditos y las entidades tuvieron que acumular o captar recursos propios para evitar un deterioro de la solvencia. Aunque las ratios agregadas de capital descendieron sólo levemente, la calidad de los recursos propios sí se vio afectada en muchos casos, con un aumento del peso de la deuda subordinada y de los instrumentos híbridos (como las participaciones preferentes).

En realidad, el fuerte ritmo de expansión del crédito evidenció la limitación de las cajas de ahorro para poder mantener el nivel y la calidad de sus recursos propios. La reforma legal y reglamentaria en el régimen de las cuotas participativas (ente 2002 y 2004) tenía como objetivo esencial paliar esta situación. Pero como ya se ha señalado, sus posibilidades no fueron explotadas.

Dado que la financiación en el mercado se contrajo a tipo variable y a plazos no muy alejados de los vencimientos medios de las carteras hipotecarias, los riesgos de desajuste entre plazos y tipos de interés se mitigaron en gran medida.

<sup>4</sup> Todos los datos de esta sección proceden del Banco de España.

<sup>5</sup> En principio, el efecto de la titulización sobre el balance es diferente, pues se transmiten a los inversores los riesgos de la cartera de activos titulizada. Aunque se limitan mucho los riesgos de crédito y de tipo de interés, la entidad originadora mantenía habitualmente una posición de capital que le suponía asumir la primera pérdida. Por otra parte, la aplicación estricta por el Banco de España de la normativa contable llevó a la consolidación de varios fondos de titulización en los que la transferencia del riesgo no había sido efectiva.



Estos años de explosiva inversión inmobiliaria financiada con deuda dentro del área del euro coincidieron con un periodo de cambios notables en el marco institucional de los mercados de instrumentos financieros, tanto en España como en el resto de la Unión Europea. Siguiendo la estela de otros países, los mercados españoles se lanzaron a un proceso de desmutualización e integración, que culminó con la creación de Bolsas y Mercados Españoles, grupo que integra todos los sistemas de negociación, registro, compensación y liquidación de los mercados regulados españoles, incluyendo la bolsa, AIAF, MEFF e Iberclear (que a su vez integró la antigua Central de Anotaciones de Deuda del Estado, base del mercado de deuda pública).

En esos mismos años, el Plan de Acción de Servicios Financieros 1999-2005 modernizó y amplió la legislación común sobre mercado de valores, con directivas como las de folletos, transparencia, garantías financieras, abuso de mercado y mercados de instrumentos financieros (conocida como *Mifid*). A los agujeros que consiguieron introducir en estas normas los defensores de los grandes intermediarios mayoristas se le añadió el de la ausencia de una directiva para armonizar el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación (que quedó confirmada con la llegada de Charles McCreevy como comisario de Mercado Interior).

La dinámica de consolidación en los mercados europeos siguió su curso, a pesar de la inexistencia de unas reglas del juego claras. El choque entre depositarios de valores internacionales (*Euroclear*, *Clearstream*) aliados o integrados con las bolsas más grandes (*Euronext*, *Deutsche Borse* y *London Stock Exchange*) se hizo cada vez más intenso. Mientras, los mercados españoles han permanecido atentos a los movimientos de la industria y de los reguladores, sin decantarse por una integración clara. Tanto la ambigüedad de las autoridades comunitarias como la dificultad de conciliar algunas especificidades históricas de los mercados españoles con la práctica más habitual en los mercados internacionales contribuyen a explicar esta situación. Por otra parte, las entidades de crédito no tuvieron dificultad en obtener financiación del exterior a través de los mercados domésticos (tanto las cédulas hipotecarias como los bonos de titulación de activos se admitían a negociación en el mercado AIAF).

Cuando estalló la crisis en el verano de 2007, los mercados europeos de financiación bancaria sufrieron una brusca dislocación, desde el interbancario al mercado de bonos hipotecarios garantizados (*covered bonds*). Las entidades de crédito españolas sufrieron de inmediato un drástico endurecimiento de sus condiciones de financiación (no sólo en precio, sino también con racionamiento de cantidad), que fue el canal a través del cual la crisis comenzó a afectar a la economía española.

En estos tres años y medio, el sistema bancario español ha tenido que adaptarse a un entorno de escasez crónica de financiación de mercado, que se ha acentuado durante los episodios de tensión financiera de 2010. Ha elevado el capital y ha tratado de expandir su base de depósitos, tanto sustituyendo ahorro en fondos de inversión como compitiendo en precios. Y ha aprovechado también las ventanas de oportunidad para volver a salir al mercado a captar

fondos. También se ha elevado el recurso al BCE hasta un porcentaje acorde con el peso de los activos españoles en el área, que se superó de forma transitoria en los meses de verano de 2010 ante el aumento de la presión financiera ligada a la crisis de la deuda soberana.

Uno de los objetivos básicos del proceso de reestructuración iniciado en 2010 es facilitar una solución duradera a las dificultades de acceso a la financiación mayorista actuando en tres frentes. En primer lugar, la elevación de los requerimientos mínimos de *core capital* reduce riesgos e incertidumbres para los acreedores de las entidades; en segundo lugar, los ajustes de capacidad permiten sanear la cuenta de resultados, con efectos positivos sobre la rentabilidad económica futura; por último, la exigencia de una transparencia todavía más completa en las exposiciones al sector inmobiliario ayudan a que los inversores valoren de manera adecuada los riesgos derivados de los activos potencialmente dudosos.

De cara al futuro, no hay duda de que el pilar esencial de una estructura financiera robusta será la base de capital. Por eso los esfuerzos que se hagan durante 2011 para captar nuevo capital permitirán poner los cimientos para una nueva fase de expansión de la actividad financiera. Aunque no hay que descartar ninguna fuente de captación de recursos, sería deseable no abusar de la apelación al ahorro minorista y tratar de que una parte no desdeñable de los fondos provengan de inversores institucionales. El reajuste en las carteras de los ahorradores minoristas durante los últimos tres años ya ha elevado de manera considerable su exposición al sistema bancario doméstico.

La emisión de deuda seguirá siendo un instrumento útil, aunque su gestión deberá ser mucho más prudente. La crisis ha demostrado que una entidad de crédito que no cuente con una base de depósitos sustancial sufrirá una fragilidad latente que podrá emerger en cuanto los mercados experimenten una convulsión. Aun así, la estabilidad de los depósitos tendrá que complementarse, al menos para las entidades medianas y grandes, con una presencia significativa en los mercados de instrumentos de deuda. Ahora bien, la gestión de los riesgos de liquidez (siguiendo las nuevas normas adoptadas en *Basilea III*) y de diferencial de riesgo de crédito tendrá que recibir una atención prioritaria, combinándose con la más tradicional gestión del riesgo de interés. Cuando los mercados de deuda de la zona euro vuelvan a un estado de menor aversión al riesgo y se compriman de nuevo los diferenciales de riesgo de crédito (lo que ocurrirá, antes o después), será el momento de no olvidar las duras lecciones de estos años y actuar con suma prudencia.

Una incógnita que tardará tiempo en despejarse es el papel que podrá desempeñar la titulización de activos en la futura gestión del balance de las entidades de crédito. Por el momento, esta técnica ha caído en desgracia porque se la considera germen y fermento de la crisis. Poco importa que la operativa que contribuyó a la crisis fuera una versión degenerada y disparatada de la titulización, que no tendría por qué invalidar actividades como las que, por ejemplo, se realizaron en España, que han tenido un desempeño bastante razonable. Lo más probable es que al menos durante unos años las entidades tengan que gestionar sus balances sin la posibilidad de sacar al mercado una parte de sus carteras.



El reforzamiento de la estructura de financiación del sistema bancario debería ir acompañado de una mejora en el marco institucional de los mercados de instrumentos financieros españoles. Más allá de los legítimos intereses comerciales de BME, sería deseable que los mercados españoles dieran nuevos pasos para integrarse mejor con la UE y en particular, con el área del euro.

Aunque quizá tarde un tiempo en subir a lo alto de la agenda, la reforma de los mercados financieros europeos es imprescindible. Por una parte, la crisis ha generado una re-nacionalización en el funcionamiento de los mercados que amenaza con dilapidar años de avances en la integración. Por otra parte, la fragilidad y el desmoronamiento de los mercados de deuda privada (y los problemas en los mercados de deuda pública) es uno de los mayores problemas que la crisis pone de manifiesto. Una tarea fundamental pendiente para los responsables de política financiera, los supervisores (en particular la nueva ESMA, la autoridad europea de mercados financieros) y el propio sector es la construcción de esquemas institucionales que permitan el desarrollo de mercados de deuda eficientes y robustos.

Y España puede contribuir de forma notable a que esta perspectiva de mayor integración de los mercados de valores tome cuerpo en los próximos años. Para ello tendría que defender la integración de mercados como los de bonos garantizados hipotecarios y no hipotecarios. La existencia de activos domésticos distintos fragmenta la liquidez e impide la creación de un mercado que podría convertirse en uno de los más líquidos y profundos del mundo. Hay muchas resistencias a avanzar en esa dirección, pues se trata de mercados que en algunos países tiene una tradición histórica y un gran arraigo (sirvan como ejemplos el Pfandbriefe alemán y el mercado de bonos hipotecarios danés). Pero merece la pena trabajar en esa dirección, porque los beneficios de un mercado integrado serían enormes, incluyendo una mayor utilización del euro como moneda de reserva internacional.

En el ámbito de la deuda pública, también hay margen para mejoras. En 2010 ha quedado patente que el mercado de *repos* sobre deuda pública, que es uno de los segmentos esenciales de los mercados monetarios, aconseja actuar a través de una entidad de contrapartida central. Varias entidades han logrado encontrar una solución eficaz de corto plazo haciéndose miembros de las cámaras de contrapartida central existentes en la UE. Pero la experiencia debe servir para que se alcancen soluciones definitivas en el mercado de repos y se estudie si la operativa con entidades de contrapartida central no debería convertirse en un elemento común a todos los mercados españoles.

También hay que avanzar en la eficiencia, la transparencia y el acceso de los inversores minoristas al mercado de deuda pública. En principio, se trata del mercado de deuda más líquido y más profundo. El mercado de deuda del Estado fue el primer mercado *moderno* en España y ha funcionado tradicionalmente con una infraestructura de negociación, registro, compensación y liquidación eficiente, gestionada de manera conjunta por el Banco de España y el Tesoro Público, con la participación de las principales entidades intermediarias. Aun así, el mercado de

deuda pública español hoy es un mercado esencialmente no organizado, donde gran parte de la negociación se realiza de forma bilateral y donde existe transparencia *ex ante* gracias a las obligaciones de cotización de los creadores de mercado en las dos plataformas multilaterales (SENAF y MTS), pero muy limitada transparencia *ex post*. Además, a pesar de los esfuerzos del Tesoro Público y del Banco de España, los inversores minoristas sólo puede operar con costes de transacción elevados. El contraste con el funcionamiento de la Bolsa es llamativo.

Parte de los problemas de eficiencia, transparencia y resistencia a perturbaciones de los mercados de deuda son inherentes a la naturaleza de los instrumentos que se negocian en ellos. En la Bolsa se negocia un solo instrumento por cada emisor, mientras que la deuda de un emisor está compuesta por un conjunto de instrumentos con distintos vencimientos. Aun así, es esencial iniciar un programa de trabajo, contando con los participantes en el mercado (intermediarios, pero también emisores e inversores) para introducir mejoras en el marco institucional de los mercados de deuda.

#### 4. Eficiencia y valor añadido en la financiación y la prestación de servicios a empresas y hogares

El sector privado no financiero ha vivido unos años de plétora en su acceso a recursos financieros con pocos precedentes históricos. Los hogares, incluso los de rentas más bajas e inestables, han podido adquirir viviendas pagando tipos de interés reales negativos y sin poner apenas capital ahorrado. Para las empresas, la disponibilidad de crédito no ha sido en general una restricción vinculante en el desarrollo de sus negocios.

56

El sistema bancario ha respondido a la fuerte demanda de financiación en un entorno de fuerte competencia siguiendo un patrón sencillo. A los hogares se les ha financiado casi exclusivamente a tipo variable con garantía hipotecaria, aplicando diferenciales de riesgo de crédito muy pequeños, que se han utilizado para captar los ingresos de servicios complementarios normalmente asociados a una hipoteca. Y el crédito a empresas ha seguido un patrón cíclico muy acusado, además de una distribución sectorial muy desequilibrada por la preeminencia de las actividades ligadas a la construcción y a la promoción inmobiliaria. La respuesta de las entidades a la fuerte restricción en las condiciones de acceso a los mercados mayoristas ha sido un racionamiento muy intenso de la concesión de crédito a empresas con poca diferenciación entre sectores que ha agravado el impacto de la crisis económica sobre la economía.

Respecto al resto de servicios financieros prestados por grupos bancarios, hay muchas diferencias en función del tipo de producto. En términos generales, los servicios de pagos en España son de alta calidad y se prestan a costes razonables. En los servicios de gestión de activos la relación entre el valor añadido y el coste es muy mejorable en términos globales.



La vinculación entre la relación con la entidad de crédito y la gestora de activos reduce la competencia<sup>6</sup> y los incentivos para mejorar la relación calidad-precio y en muchos casos el pequeño tamaño de los patrimonios gestionados por las gestoras impide aprovechar las economías de escala.

En cuanto a la estructura de ingresos de las entidades, a pesar del aumento progresivo del peso de las comisiones por servicios prestados, el elevado volumen de los años álgidos del ciclo financiero-inmobiliario permitía mantener los precios en niveles relativamente moderados para poder atraer el mayor volumen de crédito y servicios relacionados posible.

El modelo de negocio de la banca minorista, que es la esencia y la fortaleza del tipo de banca que hacen las entidades españolas, será necesariamente distinto una vez se complete la reestructuración. Tendrá sin duda los mismos fundamentos: una relación directa con los clientes a través de una red con oficinas numerosas pero con pocos empleados, una constante integración de la tecnología en la prestación de servicios para reducir los costes de transacción y una eficiencia operativa elevada. Pero tendrá que apoyarse más en la calidad que en la cantidad. Las condiciones en las que se otorgue crédito tendrán que reflejar de manera más ajustada el riesgo, con niveles de préstamo-valor y de diferencial sobre tipos de mercado modulados en función de la calidad crediticia del prestatario.

Por otra parte, sería lógico que la nueva financiación hipotecaria fuera más diversa en cuanto a sus condiciones de tipo de interés. La reforma del mercado hipotecario que se introdujo con la Ley 41/2007 suprimió los elementos regulatorios que tendían a encarecer la financiación con periodos de fijación del tipo de interés. Aunque las condiciones de financiación de las entidades a distintos plazos en los últimos tiempos no favorecen la introducción de este tipo de productos, una vez se normalicen los diferenciales de riesgo de crédito y la política monetaria, los beneficios de los préstamos hipotecarios a tipo fijo o mixto serán más evidentes. En realidad, no parece razonable que dentro de una unión monetaria el sector de hogares soporte de manera completa el riesgo de tipo de interés de la financiación hipotecaria. En el entorno de política monetaria de los últimos diez años la opción por los tipos variables ha salido muy bien. Pero de cara al futuro la diversificación en función de las características y preferencias de los prestatarios permitiría al sistema bancario compartir y gestionar parte del riesgo de interés. Asumiendo que la política monetaria puede no sincronizarse con la evolución económica y financiera doméstica, una menor sensibilidad de la renta disponible a los tipos de interés atenuará el efecto de amplificación en el ciclo que hemos observado en los últimos años.

Frente a una demanda de crédito que no volverá a alimentar por sí sola las cuentas de resultados como en el pasado, las entidades tendrán que impulsar de nuevo la prestación de otros servicios financieros de alto valor añadido, cuya demanda potencial en España es todavía elevada. A principios de los noventa, muchas entidades de crédito españolas fueron

<sup>6</sup> No obstante, la regulación de los traspasos entre fondos de inversión, que difiere la tributación cuando se reinvierte en otro fondo ha sido un factor de dinamización y estímulo a la competencia en este mercado.

avanzando hacia la creación de grupos financieros que ofrecían productos de seguro y de gestión de activos junto con los servicios bancarios tradicionales. Pero la eclosión del ciclo financiero-inmobiliario enfrió las perspectivas de esta orientación estratégica del negocio que ahora tenderá a reanimarse. Cuando se supere de manera definitiva la etapa de la crisis, los hogares españoles se encontrarán con mayor ahorro y menor apetito por la inversión en vivienda. Así, lo lógico sería que la parte de la riqueza total de los hogares en activos financieros tendiera de nuevo a ascender, junto con la demanda de productos de seguro. Y será el momento de impulsar la oferta de estos servicios, sin ampararse en tratamientos fiscales o regulatorios privilegiados, sino en una relación entre calidad y precio ajustada.

En la financiación a empresas deberían reforzarse la disciplina y la estabilidad. Se trata de un negocio complicado, muy intensivo en información y análisis para evaluar el riesgo de crédito y en el que los márgenes se estrechan mucho en tiempos de auge. La disciplina tiene que ser doble, afectando tanto a las entidades como a las empresas. Las entidades tienen que evitar buscar la generación de ingresos concentrando excesivamente el riesgo en empresas y sectores ligados al ciclo y con riesgo de sostenibilidad. Pero también los prestatarios tienen que asumir que su disponibilidad de crédito dependerá, sobre todo en periodos de dificultades macroeconómicas y financieras, de la solvencia de sus empresas. Hay que fomentar el fortalecimiento de los balances mediante la reinversión de beneficios y la moderación del apalancamiento.

Respecto a la estabilidad, hay que aprender de lo ocurrido en 2008 y 2009. Como prescriben las normas de recursos propios, la evaluación de la pérdida esperada debe tomar en cuenta un periodo suficientemente significativo. No se pueden tomar las decisiones de otorgamiento de crédito durante una etapa expansiva proyectando su mantenimiento. Hay que valorar la capacidad de las empresas para adaptarse a coyunturas más adversas tanto económicas como financieras.

## 5. Conclusión

La entrada en la unión monetaria europea como miembro fundador fue para España un hito histórico. De algún modo, la llegada del euro a nuestras manos cristalizaba décadas de esfuerzo de modernización y apertura de la economía española. El efecto más inmediato de la incorporación a un área monetaria integrada fue el acceso a una oferta de capital casi infinitamente elástica. Y durante unos años nos dejamos llevar por la perspectiva de una abundancia de capital perpetua, que podía combinarse fácilmente con trabajo procedente del exterior.

La crisis financiera ha liquidado de forma abrupta esta etapa; el capital sigue siendo abundante en la economía mundial, pero la liquidez es ahora un espejismo y hay grandes discontinuidades en los flujos de recursos financieros adicionales. Después de un proceso



tan intenso de crecimiento basado en la inversión, es lógico que la economía española esté sujeta a un cierto escrutinio extra por parte de los inversores internacionales. Hemos entrado en una etapa de cambio y de transformación estructural que lleva aparejada algunas dosis de incertidumbre.

A pesar de la proliferación y persistencia de narrativas funestas sobre la economía y el sistema financiero español, durante 2010 hemos dado grandes pasos hacia la superación de la crisis mostrando una resistencia y una capacidad de reacción muy notables. La economía se ha estabilizado a pesar de encajar un fuerte ajuste fiscal estructural y dos episodios de intensa presión financiera en primavera y otoño. Las reformas en los ámbitos laboral, de pensiones y financiero se han encarrilado. Y el sector privado ha seguido avanzando en su adaptación al nuevo entorno.

El sistema financiero tiene que volver a ser una fuerza de impulso para que la economía española recobre una senda de crecimiento y empiece a reducir el paro. Como en el resto de la economía, el éxito en esta tarea pasará por centrarse en la calidad más que en la cantidad y asumir que tenemos que cambiar algunos aspectos básicos de nuestro funcionamiento institucional para madurar dentro del euro. Tenemos que aprender a vivir con menor abundancia de capital, concentrándonos en hacer las cosas mejor: elevar la productividad, organizar mejor el trabajo en las empresas, innovar... En el caso del sistema financiero, España cuenta con un acervo extraordinario de conocimiento, experiencia y talento tanto en el sector privado como entre los reguladores y supervisores. Solo hay que ser fieles a la filosofía que tan bien ha funcionado desde hace 30 años y evitar que los cantos de sirena de los intereses a corto plazo y la tentación del *dejar hacer* vuelvan a desviar nuestra atención.

## Referencias bibliográficas

- De la Dehesa, G. (2009): *La primera gran crisis del siglo XXI*. Madrid, Alianza Editorial.
- De Larosière Group (2009): *Report to the European Commission*.
- Fillat, J. y Montoriol-Garriga, J. (2010): «Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provision system». Federal Reserve Bank of Boston, Working Papers QAU10-4.
- Financial Services Authority (2011): «Product Intervention». Discussion Paper 11/1.
- International Accounting Standards Board (2011): «Financial Instruments and Impairment». Supplement to ED/2009/12 31.
- Saurina, J. (2009): «Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool»; en *Bank of Spain Financial Stability Review* (17); pp. 11-26.
- Shiller, R. (2008): *The Subprime Solution*. Princeton University Press.





# LA GRAN RECESIÓN. ORÍGENES Y DESARROLLO

Pablo Martín-Aceña y María de los Ángeles Pons \*

## Resumen

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es nuestra crisis económica similar en intensidad a la acaecida en los años treinta del siglo pasado? ¿Es más severa y será más prolongada? ¿Qué se está haciendo ahora que no se hizo entonces? Aunque todavía es pronto para obtener respuestas definitivas, economistas e historiadores económicos han comenzado a ofrecernos estudios en los que comparan ambos episodios. Los bancos se han salvado, pero no cumplen la función de intermediación que tienen asignada y la economía no se recuperará hasta que los balances se reconstruyan. Aquí la lección de los años treinta todavía no ha sido aprendida del todo. Por otro lado, si vuelve a extenderse el nacionalismo y retrocede la globalización –menos comercio internacional, menos financiación internacional– estaremos en una situación parecida a la de hace ochenta años; los desajustes impedirán la recuperación de las economías más industrializadas y la crisis se prolongará más de lo cabría esperar.

## Abstract

*Are we facing another Great Depression? Is our crisis similar in intensity to that of the 1930s? Is it more severe and will it last longer? What is being done now that was not done then? Although it is still too soon to get definitive answers, economists and economic historians have begun to offer us studies comparing the two episodes. The banks have been saved, but the intermediary function assigned has not been fulfilled and the economy will not recover until balance sheets have been reconstructed. Here, the lesson of the 1930s has not been fully learned yet. Furthermore, if nationalism spreads once again and globalisation recedes –less international commerce, less international finance– we will once again be facing a similar situation to that of eighty years ago; maladjustments will impede the recovery of more industrialised economies and the crisis will drag on for longer than expected.*

## 1. Caída libre

En el verano de 2007 la economía mundial se frenó en seco y un año después entró en caída libre. Terminó de manera brusca un largo ciclo expansivo que había comenzado a mediados de los años noventa, caracterizado por altas tasas de crecimiento, niveles de precios estables y, por lo general, un desempleo relativamente reducido. Se quebró una vez más la ilusión de que la economía mundial había dejado atrás la era de los ciclos y que las innovaciones asociadas con la «Nueva Economía» aseguraban una senda de expansión ininterrumpida. Ahora como entonces se ha roto un espejismo: la economía de mercado, de libre competencia, que produce tanto bienestar para tanta gente, no asegura sin embargo un crecimiento sostenido sin fluctuaciones. Lo dijo el gran economista austriaco Joseph Schumpeter: el sistema de vez en cuando se paraliza y provoca agudas crisis que son imposibles de predecir y complicadas de curar.

En la actualidad estamos inmersos en una profunda crisis económica con raíces financieras en la que millones de personas han perdido sus empleos en todo el mundo y cientos de miles de familias han sufrido un descenso de sus ingresos y una reducción en el valor de sus patrimonios. Se trata de un fenómeno global, la primera crisis del siglo XXI: la Gran Recesión. Su final es aún cuestión abierta, pues pese al buen comportamiento de las economías de los países emergentes y a los indicios de recuperación en los Estados Unidos y en algunos países

\* Universidades de Alcalá y Valencia, respectivamente.

de la Unión Europea, permanecen elementos perturbadores que en cualquier momento pueden abortar la salida de la crisis: una elevada volatilidad bursátil, los déficits interior y exterior americanos, las sombras proyectadas por la deuda soberana de algunos países europeos, el endeudamiento de las familias y la debilidad del sistema financiero, con demasiados bancos infracapitalizados y con carteras llenas de activos de baja calidad. Demasiadas incertidumbres para dar por cerrada la crisis.

## 2. Los peligros asociados a la Gran Moderación

Los años ochenta y noventa del siglo XX se caracterizaron por una escasa volatilidad de las principales variables macroeconómicas (PIB, inflación, empleo), lo que sin duda redujo el nivel de riesgo e incertidumbre y favoreció la inversión. En estas décadas EEUU experimentó un rápido crecimiento y, como señala DeLong (2007), se produjeron escasos brotes de deflación masiva generadora de desempleo o de inflación destructiva de riqueza. Por ese motivo, académicos y políticos denominaron a este período como la época de la «Gran Moderación». El primero en utilizar el término fue James Stock, un economista de la Universidad de Harvard, que junto con Mark Watson, de Princeton, escribieron un trabajo con el título «Has the Business Cycle Changed and Why» (2003), en el que destacaban la escasas fluctuaciones registradas en los países del G7 en los últimos treinta años. En ese trabajo, vinculaban dicha estabilidad con el mejor manejo de la política monetaria. Fue Ben S. Bernanke, sin embargo, quien popularizó dicho término en una conferencia pronunciada en 2004 como gobernador de la Reserva Federal. En su discurso, Bernanke ofrecía tres posibles explicaciones. La primera hacía alusión a los cambios estructurales experimentados por el sistema económico. Las mejoras tecnológicas e institucionales habrían aumentado la capacidad de la economía para absorber choques externos imprevistos. Para EEUU, concretamente, algunos trabajos ligaban la estabilidad macroeconómica a la desregulación financiera que se produjo en los ochenta. Así, el proceso de innovación financiera impulsado por una legislación más tolerante habría favorecido el desarrollo de los mercados financieros, permitiendo una rápida expansión del mercado de créditos y préstamos, y estimulando el crecimiento de la economía. Sin embargo, como veremos en el próximo apartado, también tuvo efectos adversos que en el medio plazo aumentaron el riesgo de padecer una crisis financiera. La segunda explicación de la estabilidad se centraba en el papel desarrollado por la política económica y, en particular, la monetaria. Mientras que en los setenta y primeros ochenta coincidieron una alta volatilidad del PIB, un fuerte crecimiento de la inflación (Romer y Romer, 2002) y una pobre actuación de la política monetaria, desde mediados de los ochenta la situación cambió y la mejor utilización de las variables monetarias habría reducido sustancialmente la volatilidad (Stock y Watson, 2003 y De Long, 2007). Finalmente, Bernanke hacía referencia a circunstancias no económicas y la estabilidad lograda habría sido simplemente el fruto de la buena suerte (Ahmed, Levin y Wilson, 2002). La aparente tranquilidad lograda por las economías desarrolladas no evitó, sin



embargo, que se registrasen algunas crisis importantes como fueron el desplome bursátil de 1987, el alza en los precios del petróleo en 1991 tras la invasión de Kuwait, la crisis cambiaria que afectó a algunos países europeos en 1992, la crisis mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997 (que posteriormente se trasladó a Rusia y América Latina), o el estallido de la burbuja tecnológica a principios del siglo XXI. La mayoría de estas crisis las sufrieron los países emergentes que en estos años y como consecuencia del proceso de globalización vieron cómo se producía un aumento espectacular de la integración financiera en un contexto de mayor flexibilidad de los tipos de cambio. La globalización financiera implicó la liberalización de su sector financiero doméstico y de su cuenta de capital. La consecuencia fue mayores movimientos de capital, en los que participaron de manera activa tanto los prestamistas locales como los prestamistas internacionales.

El primer impulso de la reciente globalización financiera surgió en la década de los setenta, cuando la fuerte subida de los precios del petróleo puso en manos de los bancos internacionales gran cantidad de fondos procedentes de los países exportadores de crudo (*petrodólares*) y otras de materias primas. El segundo impulso se produjo a mediados de los ochenta, cuando diversas regiones del Pacífico y del Sudeste asiático, como Tailandia, Indonesia, Corea o Malasia, experimentaron un rápido proceso de crecimiento y recibieron considerables flujos de inversión extranjera procedentes de los países desarrollados. Desregulación, privatización y avances tecnológicos (IT) favorecieron un aumento extraordinario de las inversiones directas (FDI) y de cartera en los países emergentes. El incremento de liquidez asociado a estos flujos de capital y el propio dinamismo de estas economías generaron una fuerte expansión de sus sistemas financieros, sin que de forma paralela se estableciese un marco legislativo que asegurase el buen funcionamiento de sus mercados de capitales. Los desequilibrios ligados a esta rápida liberalización minaron la confianza en estos países, produciéndose una fuerte depreciación de sus monedas y un pánico financiero que se extendió a otras partes del mundo.

La crisis que estalló en 1997 en los países asiáticos presentaba unos rasgos diferenciales con respecto a otros episodios anteriores. Una gran parte de los desequilibrios financieros producidos en la década de los ochenta habían tenido su origen no en los graves desajustes fiscales y en los elevados niveles de endeudamiento de muchos países, que los había conducido a la quiebra. En las economías asiáticas, sin embargo, con bajos niveles de deuda soberana, los desequilibrios tuvieron su origen no en el sector público sino en el sector privado. En segundo lugar, los desequilibrios externos no estuvieron asociados a déficit comerciales, sino causados por fuertes entradas de capital extranjero, lo que en muchos casos provocó la creación de una burbuja especulativa en el precio de los activos. En tercer lugar, otro de los rasgos de las crisis de finales de los noventa fue su imprevisibilidad, pese a que, como veremos más adelante, ya habían surgido voces alertando de los peligros asociados al proceso de globalización financiera. La prueba es que cuando estallaron inmediatamente se propagaron por zonas geográficas lejanas a los países donde se habían originado.

Empero, los efectos que estos *shocks* financieros tuvieron sobre las variables reales fueron relativamente modestos. Los países avanzados mostraron una notable resistencia, lo cual indujo a los mercados a depositar una mayor confianza en la capacidad de las economías para crecer y conservar al mismo tiempo elevados niveles de estabilidad. Los tipos de interés reales a corto y largo plazo se mantuvieron muy bajos gracias a una combinación de una política monetaria antiinflacionista activa y un fuerte crecimiento del ahorro (Bean, 2009). Estos reducidos tipos de interés y el aparentemente bajo nivel de riesgo incentivaron a las instituciones financieras a asumir mayores compromisos de inversión con niveles de riesgo más elevados. El proceso de innovación financiera llevó a la creación de instrumentos financieros extremadamente complejos que, en el marco de relativa estabilidad en el que se movía entonces la economía mundial, no parecían amenazadores, ni parecía tampoco que fuesen a generar los problemas que unos años después han aparecido.

### 3. Una crisis, ¿inesperada?

Muchas fueron las voces que desde finales del siglo XX advirtieron de la necesidad de introducir medidas para maximizar las ganancias asociadas al creciente proceso de globalización financiera pero minimizando sus riesgos. Uno de los primeros autores que advirtió de los peligros asociados a la globalización financiera fue Díaz Alejandro en su espléndido «Good-bye Financial Repression: Hello Financial Crisis» de 1985. Posteriormente, la literatura que relaciona los procesos de liberalización financiera con las crisis ha sido muy abundante<sup>1</sup>. Stiglitz (1999 y 2003), por ejemplo, insistió en los riesgos de liberalización de los mercados de capitales y en la alta volatilidad y el carácter procíclico de las corrientes de capital de corto plazo. En líneas generales, las principales conclusiones que se obtienen en estos trabajos son dos. En primer lugar, la globalización puede debilitar los sistemas financieros locales si no se establece un marco legislativo que regule el rápido desarrollo de los mismos. Así, cuando el entorno institucional es sólido, el impacto de la liberalización financiera sobre la estructura financiera es más débil, mientras que la carencia de un marco regulatorio apropiado aumentaría el riesgo de padecer una convulsión crediticia. En segundo lugar, la globalización aumenta el riesgo de contagio. Y la situación se complica porque, en un mundo cada vez más integrado, los gobiernos tienen menos instrumentos de política económica, lo que exige una cierta cooperación financiera a nivel internacional que hasta ahora ha sido casi inexistente. Los más recientes trabajos de Miskin (2006 y 2007) apuntan en la misma dirección e insisten en que para que la globalización financiera favorezca el crecimiento económico es necesario contar con una infraestructura institucional que minimice los riesgos. Una regulación y una supervisión mal diseñadas pueden ser, por tanto, la principal causa de la inestabilidad. En la misma línea Schukler (2004) habla de la necesidad de crear un marco regulatorio adecuado que reduzca el riesgo de crisis financiera y apuesta por la necesidad de aumentar la cooperación internacional.

<sup>1</sup> Demirgüç-Kunt y Enrica Detragiache (1998); Banco Mundial (1998); FMI (1998); Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998); Williamson y Mahar (1998); y Aizennam (2002).



A pesar de las voces de alerta y de que entre 1977 y 2000 se produjeron 112 crisis bancarias en 93 países (Marichal, 2010), no se elaboraron propuestas efectivas para limitar la volatilidad o para prevenir su repetición. Es más, una parte importante de la literatura económica seguía manteniendo como hipótesis básica de trabajo supuestos tales como la eficiencia de los mercados o la racionalidad de los agentes financieros y, en las Facultades de Economía se continuaba hablando de información perfecta y de expectativas racionales, sin advertir de los problemas que aparecen cuando dichos supuestos no se cumplen (De la Dehesa, 2009). Las importantes contribuciones realizadas no sólo en el terreno empírico sino incluso teórico por economistas como Akerlof, Spence o Stiglitz sobre los mercados con información asimétrica y se olvidaron y a veces se ignoraron. De hecho, algunos de los fundadores de las expectativas racionales y los mercados eficientes como Lucas o Sargent rectificaron sus propios postulados (De la Dehesa, 2009). Las alertas tanto en el terreno teórico como empírico saltaron, pero casi nadie escuchó su fuerte sonido; más bien, su impacto real en la aplicación de medidas preventivas de política económica destinadas a reducir el riesgo de aparición de crisis financieras fue nulo.

Hay que reconocer, sin embargo, que si bien muchos trabajos advertían de los peligros de la posibilidad de una nueva crisis financiera, todos ellos la situaban en los países emergentes. En ese sentido, la iniciada en 2007 sí fue inesperada, ya que se localizó en los países del centro, en particular en Estados Unidos, trasladándose después a Europa. Una crisis que al principio parecía local y focalizada en un sector concreto, el inmobiliario, adquirió luego dimensiones globales por la internacionalización de las actividades bancarias. La crisis puso de manifiesto que la globalización no sólo aumentaba el riesgo de padecer un *shock* financiero en los países en vías de desarrollo sino que también las economías industriales eran muy vulnerables.

Las numerosas advertencias sobre los peligros de una posible crisis financiera no implican, sin embargo, que ésta podría haberse previsto. A pesar de que se han desarrollado modelos muy sofisticados de alerta para poder avisar de los peligros de una crisis, la capacidad de predicción es muy limitada como señalan Rose y Spiegel (2009). Empero, aunque difícilmente los analistas podrían haber previsto una crisis para el año 2007, si las voces de alerta antes citadas se hubiesen escuchado, probablemente muchos de los factores que confluyeron para provocar la situación actual en la que nos encontramos podrían haberse neutralizado.

#### 4. Las causas de la crisis

El comienzo de la Gran Recesión cabe retrotraerlo al verano de 2007, cuando la economía mundial detuvo bruscamente su marcha ascendente. El epicentro de los problemas lo encontramos, como se ha señalado, en los Estados Unidos, y su origen hay que buscarlo, como ya se ha mencionado, en los excesos cometidos en años precedentes<sup>2</sup>. El descenso

<sup>2</sup> Existe ya una amplia literatura sobre los orígenes de la actual crisis financiera. Lo que sigue es un resumen tomado de Krugman (2008), De la Dehesa (2009), Analistas Financieros Internacionales (2009), Tortella y Núñez (2010), Marichal (2010) y Stiglitz (2010).

acelerado del precio del dinero tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001 (los tipos de interés cayeron del 6,5% a menos del 2% en 2004), estimuló una fuerte demanda de crédito que empresas y familias canalizaron hacia el sector de la construcción. Las entidades financieras, libres de las regulaciones a las que habían estado sometidas en décadas anteriores y sumidas en un intenso proceso de innovación de sus instrumentos y técnicas operativas, fueron el mecanismo clave de la formación de la burbuja inmobiliaria. Con amplias disponibilidades líquidas, propias o captadas en los mercados monetarios, ampliaron sobremanera los préstamos hipotecarios y los comerciales sin una adecuada valoración de los riesgos y en ocasiones sin las debidas garantías. Los bancos y las compañías hipotecarias asumieron riesgos excesivos y permitieron a los propietarios y beneficiarios de los créditos contraer más deuda de la que su solvencia aconsejaba. Se produjo al mismo tiempo un crecimiento de las hipotecas de alto riesgo, *subprime* («hipotecas de segunda clase» o «hipotecas basura»), un segmento del mercado con una morosidad elevada, pero de alta rentabilidad<sup>4</sup>. Y así, los menores costes y la facilidad para contratar hipotecas en todos los segmentos del mercado impulsaron el precio de la vivienda al alza, que prácticamente se dobló entre 2000 y 2006.

El segundo ingrediente de la crisis está relacionado con la liberalización del sistema bancario y la desregulación de los mercados financieros, a la que ya se ha hecho alusión. En 1999 la administración Clinton aprobó la *Financial Service Modernization Act*, derogando la vetusta ley *Glass-Steagall*, que separaba las entidades de depósito, sometidas a una estricta regulación y dedicadas al descuento y crédito comercial, de los bancos inversión, que debían captar sus fondos en el mercado de capitales<sup>4</sup>. Con esta medida unas y otros podían obtener recursos en los mismos mercados y destinarlos a empleos sin restricción alguna de plazos y sin tener diferenciada la naturaleza de sus inversiones. De manera simultánea se produjo la aparición de nuevas técnicas financieras, como las titulaciones, y de nuevos instrumentos, como los derivados de crédito (también denominados productos estructurados).

Con objeto de evitar una excesiva concentración del riesgo en sus carteras, las entidades financieras transformaron sencillos y directos préstamos hipotecarios y créditos al consumo en valores comercializables a través del mecanismo conocido con el nombre de titulación (*securitization*). El procedimiento consistía en juntar hipotecas y préstamos de distinta índole en una nuevo activo (*derivado*) cuyo valor se hacía depender del valor de otros activos, ya fuesen acciones, obligaciones de empresas, deuda pública, o de la cotización de determinadas divisas. Una buena parte de estos «productos derivados o estructurados» incluían deuda hipotecaria *subprime*. Estos títulos se distribuían entre inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos y bancos de inversión, y también entre particulares. Estos nuevos valores atraían a compradores que buscaban seguridad ya que los productos titularizados tenían garantía real y recibían, además, alta calificaciones de las agencias de calificación de riesgo. Pero también resultaban atractivos para los inversores más osados

<sup>3</sup> Esta modalidad de hipotecas no era nueva; lo novedoso fue que del 7% del mercado a principios de la década llegaron a representar el 20%.

<sup>4</sup> La ley Glass-Steagall formó parte del conjunto de las disposiciones que integraron el New Deal.



dispuestos a asumir posiciones de mayor riesgo ya que los bancos dividían los paquetes de hipotecas en segmentos con diferentes grados de seguridad y rendimiento. Los banqueros sostenían que estos títulos respaldados por hipotecas y obligaciones de deuda ayudaban a reducir y distribuir riesgos.

Las entidades financieras, al tiempo que originaban y distribuían productos derivados, los sacaron fuera de su balance y los colocaban en vehículos *ad hoc*, tal como los SPV (*special purpose vehicles*) y los denominados *conduits*. En principio, este mecanismo permite una eficiente asignación del riesgo, en el sentido de que los adquieren aquéllos que desean asumirlo. Pero tal como se produjo la desintermediación resultó que estas entidades fuera de balance se beneficiaban de un tratamiento más laxo de las necesidades de capital de sus entidades fuera de balance. Se formó un «sistema financiero en la sombra», de manera que parte de la actividad financiera salió de los canales tradicionales y se desvió hacia entidades que estaban sometidas a requisitos de información menores y a una regulación menos exigente. Además, las agencias de calificación de riesgos alineadas con las entidades emisoras de los títulos dieron, sin justificaciones sólidas, calificaciones favorables a la práctica totalidad de los nuevos productos sin consideración a sus respectivos niveles de riesgo.

La falta de una supervisión adecuada para compensar la eliminación de las normas regulatorias es el tercer ingrediente de la crisis, tal como advirtieron varios de los autores citados en el epígrafe anterior. Los bancos centrales convencidos de la eficiencia de los mercados y de la capacidad de las sociedades de crédito para autoregularse concentraron su atención en un único objetivo –la inflación–, abandonando su función de vigilancia del sistema. La solvencia y la liquidez de las entidades de crédito se dejaron en manos de una serie de organismos especializados, como la *Securities and Exchange Commission* en Estados Unidos. Pero ni estos organismos, ni los responsables del Tesoro Público y de los bancos emisores estuvieron atentos ni a la burbuja inmobiliaria, ni a la escalada en el precio de los activos en bolsa, ni al proceso de desintermediación bancaria.

El último ingrediente de incubación de la crisis fue el creciente desequilibrio de la balanza de pagos americana. Con tipos de interés poco remuneradores el ahorro interior cayó a cotas mínimas, y consumidores y empresas buscaron fondos en el exterior para financiar sus compras e inversiones. Los países en vías de desarrollo, en particular los asiáticos, temerosos de que se repitieran las crisis de los años 90 que paralizaron sus economías y con tipos de cambio muy favorables, acumularon elevados excedentes en sus cuentas corrientes que invirtieron en la formación de reservas de choque por precaución. Se dio durante años la paradoja de que los países menos desarrollados con bajos niveles de renta pero elevados nivel de ahorro financiaran el nivel de vida de los países desarrollados. Como han puesto de relieve varios tratadistas: los pobres se convirtieron en prestamistas y los ricos en prestatarios.

El equilibrio descansaba en el mantenimiento de dos pilares: crédito barato y precio de la vivienda al alza. Cualquier modificación haría tambalearse el sistema. Y eso fue lo que pasó. A finales del año 2004 los tipos de interés comenzaron a subir y continuaron subiendo hasta

alcanzar un *plateau* en 2005-06 en torno al 5,5%. La subida encareció las hipotecas y puso en aprieto a los prestatarios. Creció la morosidad, particularmente en el segmento *subprime*, aunque de manera rápida se trasladó al resto del mercado. Por su lado, los precios de la vivienda alcanzaron un punto máximo en el año 2006 y en el primer trimestre de 2007 iniciaron un descenso imparable. Con la morosidad creciente y los precios de la vivienda cayendo el valor de los títulos con respaldo hipotecario empezó a caer en picado.

## 5. El colapso de 2007-2008

En marzo de 2007, *Household Finance Corporation*, filial del banco británico HSBC que operaba en el mercado hipotecario estadounidense, registró pérdidas millonarias. El 2 de abril, *New Century Financial*, operadora hipotecaria americana, se declaró en quiebra. En mayo, el USB (*Union de Banques Suisses*) se vio obligado a cerrar un fondo de administración de patrimonios que había adquirido activos hipotecarios en Estados Unidos. A finales de julio un banco de negocios alemán, IKB, admitió tener serios problemas de liquidez debidos a su previa adquisición de activos estructurados en grandes cantidades. El 9 de agosto el francés BNP anunció la suspensión de tres de sus fondos de inversión por «completa evaporación de liquidez». Ante la acumulación de dificultades, en esta última fecha el Banco Central Europeo inició una serie de inyecciones extraordinarias de liquidez en un intento de contener la todavía incipiente crisis.

Empero, ese mismo verano aparecieron otros nubarrones cargados de amenazas. La diferencia de los tipos de interés al cual se prestan los bancos entre sí y los bonos del Tesoro americano (el tipo al que el Gobierno pide prestado) se elevó drásticamente. En situación normal los dos tipos difieren poco; una diferencia grande significa que los bancos no se fiaban unos de otros. La burbuja inmobiliaria había quebrado; los inmuebles bajaban y cada banco conocía los riesgos que afrontaba su propio balance, a medida que se malograban las hipotecas que tenían en su poder. Sabían lo precaria que era su propia situación y sospechaban de lo precario que era la posición de los otros bancos. Los mercados crediticios comenzaron a congelarse.

Los problemas se agravaron en el otoño. El 14 de septiembre se conoció la suspensión de pagos del banco británico *Northern Rock*, entidad especializada en créditos hipotecarios, pero que se había financiado de manera heterodoxa a corto plazo para invertir en títulos y créditos a largo plazo. La insolvencia condujo a una crisis de liquidez que forzó la intervención del Banco de Inglaterra, y ante la persistencia de la desconfianza el Gobierno se vio obligado a comprar la entidad. Casi al mismo tiempo quebró otro fondo de Londres, el *Cheyne Capital*, especializado en activos estructurados; y un banco alemán, *Sachsen LB*, tuvo que ser rescatado con ayuda del Gobierno de Berlín. Y al otro lado del Atlántico, *Lehman Brothers*, el centenario banco de inversión neoyorquino anunció el cierre de su filial de crédito hipotecario. Ese mismo otoño el grupo Citigroup admitió tener elevadas pérdidas, procedentes no sólo de sus operaciones en derivados, sino también por hipotecas y tarjetas de crédito impagadas y



por préstamos a empresas en dificultades. Más grave era la situación de *Merrill Lynch*, una de las sociedades más antiguas en Wall Street, con inversiones irrecuperables e incapaz de hacer frente a sus acreedores. A finales de 2007 el Fondo Monetario Internacional estimó en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión.

Durante la primera mitad de 2008 continuó la acumulación de desastres financieros: agentes y e instituciones hipotecarias cerraban tras declararse en quiebra, mientras que *hedge funds* independientes o vinculados a bancos comerciales reconocían tener enormes agujeros patrimoniales. El gran sobresalto se produjo el viernes 14 de marzo de 2008, cuando *Bear Stearns* –entidad fundada en 1923, con una larga y brillante historia y una sólida reputación– se declaró en estado de virtual bancarrota: sus acciones se desplomaron un 90% en menos de una semana. La insolvencia de varios de sus *hedge funds* amenazó la estabilidad de la propia casa matriz. Cuando comenzaron a circular rumores sobre la falta de liquidez de sus filiales en el mes de febrero de 2008, sus acreedores reclamaron sus deudas a las cuales no pudo hacer frente. Como se trataba de un banco de inversión, la Reserva Federal no pudo ayudarle directamente y la solución, para evitar su colapso se encontró en *JP Morgan*, que compró sus acciones a precio de remate: dos dólares<sup>11</sup>. La operación contó con el apoyo de la Reserva Federal que se comprometió a garantizarla con 30.000 millones de dólares. Poco después, el 13 de julio el segundo banco hipotecario más importante de los EU, el *InddyMac*, fue intervenido por el Gobierno. Dos días más tarde, ante el temor de que las dos grandes hipotecarias la *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* y la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* pudieran hundirse, el Gobierno les ofreció un apoyo sustancial, ya que estas dos firmas poseían la mitad de las deudas hipotecarias del país. La ayuda no fue suficiente y el 7 de septiembre de 2008 fueron intervenidas.

La fecha fatídica llegó el 14 de septiembre cuando *Lehman Brothers* se enfrentó con su inminente bancarrota, arruinada por sus excesivas y arriesgadas inversiones en sus *hedge funds*. Los intentos realizados por *Bank of America* y por *Barclays Bank* para adquirir la entidad no cuajaron y el día 15, falto del apoyo gubernamental, *Lehman* se declaró formalmente en bancarrota, lo que desató una reacción en cadena en todos los mercados del mundo. En este caso, ni la Reserva Federal ni el Tesoro americano quisieron orquestar una operación de salvamento, temerosos de favorecer actitudes de «riesgo moral». Las consecuencias de la caída del cuarto banco de inversión más importante de Wall Street fueron mucho mayores de lo que se podía imaginar. El mensaje que se transmitió fue que nadie sabía que firmas serían capaces de pagar sus deudas lo que desató un pánico de los inversores en todo el mundo.

*Lehman* aceleró la quiebra de la *American International Group (AIG)*, una de las compañías de seguros más grandes del mundo, con problemas financieros desde mediados de 2007. Sus gestores habían asegurado productos estructurados que incluían activos tóxicos e invertidos sus reservas obligatorias en derivados de alto riesgo. Su desequilibrio patrimonial

<sup>11</sup> Posteriormente el precio se fijó en diez dólares por acción.

era gigantesco. El Gobierno federal consideró que dado el tamaño de la compañía su quiebra constituía un peligro y el 16 de septiembre la Reserva Federal tomó la decisión de acudir a su rescate otorgándole una serie de préstamos de emergencia.

La crisis de insolvencia de unos pasó a ser una crisis de liquidez del sistema y después de insolvencia de muchos. El día 18 de septiembre seis de los principales bancos comerciales del mundo anunciaron la adopción de medidas coordinadas para hacer frente a la falta de liquidez de los mercados financieros. Y el 19 de septiembre, después de tres lunes negros seguidos en los que la bolsa de Nueva York cayó de manera estrepitosa, el Departamento del Tesoro lanzó la iniciativa de la Ley de Estabilización Económica, conocida como *Plan Paulson*, la puesta a disposición de la economía de un paquete fiscal amplio de 700.000 millones de dólares. Un parte del rescate se destinado a comprar deuda de alto riesgo o tóxica; se trató de la *Troubled Assets Relief Program (TARP)*, aprobado el 3 de octubre.

En Europa los acontecimientos fueron igualmente dramáticos. A los problemas mencionados de 2007 se vinieron a sumar otros en 2008. En el Reino Unido, tras la nacionalización de *Northern Rock*, el HBOS fue rescatado por *Lloyds TSB* con el apoyo del Gobierno; una medida de mayor calado fue la virtual nacionalización del *Royal Bank of Scotland (RSB)*, una de las mayores entidades financieras del mundo. En otoño la crisis había saltado a Europa continental y aparecieron los problemas en gigantes financieros como *Fortis*, *ING*, *Hypo Real State*, *Dexia*, *Bradford & Bingley*, que obligó a los gobiernos europeos a diseñar fórmulas de urgencia para evitar su quiebra y con ello el colapso del sistema financiero<sup>12</sup>.

## 6. La traslación de la crisis al sector real

La traslación de la crisis del sector financiero al real ha discurrido por varios canales. Los bancos y sus sociedades paralelas creadas fuera de balance, con altos niveles de endeudamiento, escaso capital y activos deteriorados, se han visto obligados a restablecer su equilibrio patrimonial y deshacerse de sus activos tóxicos. Las ayudas públicas les han salvado de la quiebra, pero no han sido suficientes para producir el saneamiento sus balances. Para ello han tenido que reforzar su base de capital y reajustar la igualdad entre sus activos y pasivos. El resultado ha sido una disminución drástica del crédito al sector privado (empresas y familias) y una reorientación de sus inversiones hacia títulos líquidos como los bonos del Tesoro y la deuda del Estado. La contracción del crédito ha tenido un efecto directo y devastador sobre la actividad económica. Una segunda vía de traslación ha sido a través del denominado «efecto riqueza». El descenso del precio de los activos inmobiliarios y de la riqueza financiera (acciones, obligaciones, fondos de inversión, fondos de pensiones) ha

<sup>12</sup> AFI (2009) proporciona un buen cronograma de la crisis, entidades afectadas, medidas adoptadas por los gobiernos, operaciones de los bancos centrales y recapitalizaciones.



reducido el patrimonio de las familias y de las empresas que han disminuido sus niveles de consumo y de inversión. Ahora son menos ricos y disponen, por tanto, de una menor capacidad de gasto. También son menos solventes, en particular aquéllos que contrataron hipotecas y tomaron a préstamo dinero para financiar sus compras de bienes en la fase del ciclo alcista. Menos solvencia significa menor capacidad para obtener financiación y también menor capacidad de gasto. Por su lado, las familias no endeudadas han elevado sus niveles de ahorro para defenderse de las contingencias futuras que pudieran afectarles, como la pérdida del empleo o la reducción de sus ingresos. En ambos casos, ello ha redundado aún más en un descenso del consumo, el componente más importante del gasto agregado de una economía.

La incertidumbre provocada por la propia crisis ha abierto un tercer camino a través del cual la actividad económica se ha ralentizado. Las expectativas de los empresarios se han deteriorado y ha cundido el pesimismo. La caída de las cotizaciones bursátiles desincentiva la colocación de nuevas emisiones y el descenso del precio de los activos envía señales negativas. La consecuencia es el aplazamiento de las decisiones de inversión. La incertidumbre ha afectado asimismo a los hogares: gastan menos, ahorran más y no cambiarán su actitud hasta que recompongan sus balances y confirmen que el empleo –del que dependen sus ingresos futuros– se recupera.

## 7. ¿Una nueva Gran Depresión?

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es nuestra crisis económica similar en intensidad a la acaecida en los años treinta del siglo pasado? ¿Es más severa y será más prolongada? ¿Qué se está haciendo ahora que no se hizo entonces? Aunque todavía es pronto para obtener respuestas definitivas, economistas e historiadores económicos han comenzado a ofrecernos estudios en los que comparan ambos episodios. Bordo y James (2010) han identificado tres áreas donde los contrastes pueden ser fructíferos. En la primera de ellas, la política monetaria, sugieren que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han evitado en buena medida los errores cometidos en la década de los treinta. En lugar de una defensa a ultranza de los tipos de cambio o de objetivos fijos de inflación han adoptado políticas permisivas de crédito con el fin de suministrar al mercado toda la liquidez que fuera necesaria. De esta forma se ha hecho frente a un casi seguro colapso del sistema bancario. Las acciones monetarias expansivas no van a resolver la crisis, pero han servido para frenar el descenso hacia el abismo. Una segunda área es la financiera. Las numerosas quiebras bancarias de 1931 y años posteriores, en Estados Unidos y en Europa, fueron el acontecimiento que más contribuyó a intensificar el descenso de la renta mundial. Los bancos se hundieron porque habían acumulado demasiados desequilibrios durante la década de los veinte y sus balances estaban deteriorados a causa de las inflaciones y deflaciones de la posguerra y de las equivocadas políticas económicas adoptadas sobre tipos de cambios. En países como

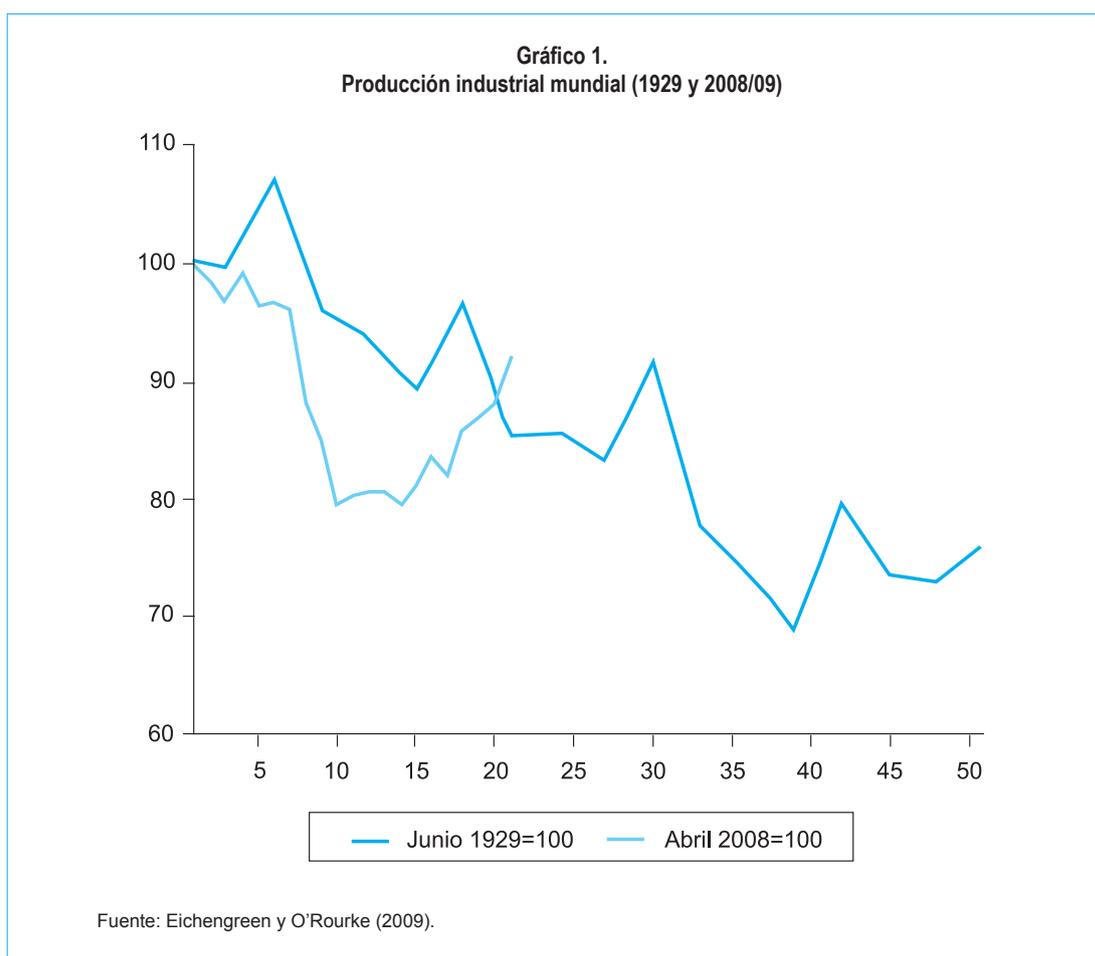
Alemania e Italia los gobiernos acudieron a socorrer a las grandes entidades en peligro, si bien las políticas de salvamento no tuvieron los efectos deseados. Se rescataron los bancos, el Estado se hizo cargo de ellos mediante nacionalizaciones encubiertas o directas, pero los balances no se sanearon y el crédito dejó de fluir.

Algo parecido ha ocurrido en esta crisis: la doctrina del «demasiado grande e importante para quebrar» (*too-big-to-fail*), ha evitado la desaparición de las mayores entidades financieras, pero no ha ayudado a despejar las incertidumbres y ha generado graves problemas de riesgo moral (*moral hazard*). Los bancos se han salvado, pero no cumplen la función de intermediación que tienen asignada y la economía no se recuperará hasta que los balances se reconstruyan. Aquí la lección de los años treinta todavía no ha sido aprendida del todo. Los desequilibrios globales es la tercera esfera de comparación que hacen Bordo y James entre el pasado y el presente. En los años treinta los desajustes se remontaban a la Primera Guerra Mundial, que alteró la estructura del comercio mundial e invirtió los flujos de capital internacionales. Europa salió altamente endeudada de la contienda y perdió su capacidad exportadora, mientras que los Estados Unidos se situó como acreedor mundial y único centro financiero capaz de suministrar la liquidez requerida por la economía mundial. Cuando llegó la crisis, el nacionalismo ganó terreno en todas partes, se alzaron barreras arancelarias, se impusieron controles de cambio y cesó la financiación internacional. Ahora los desequilibrios económicos globales son también evidentes: de un lado los países desarrollados, endeudados, con tasas de ahorro negativas y crecimiento bajo; de otro, China y las economías emergentes, con elevadas tasas de ahorro, abultadas reservas en forma de dólares y divisas fuertes y crecimiento rápido. Si vuelve a extenderse el nacionalismo y retrocede la globalización –menos comercio internacional, menos financiación internacional– estaremos en una situación parecida a la de hace ochenta años; los desajustes impedirán la recuperación de las economías más industrializadas y la crisis se prolongará más de lo cabría esperar.

También Eichengreen y O'Rourke (2009 y 2010) han contrapuesto la crisis actual con la de los años treinta y han realizado un ejercicio comparando la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas entonces y ahora. Los gráficos que se incluyen a continuación recogen la información pertinente. Las conclusiones, aunque provisionales, apuntan que el descenso de las cotizaciones de Wall Street desde principios de 2008 ha sido más rápido y profundo que en 1929-1930, que la caída de la producción mundial estaba siendo hasta hace poco tan intensa como la de los doce meses que siguieron al colapso de 1929, y que la caída del comercio mundial lo está haciendo a un ritmo más acelerado que en el bienio 1929-30. Empero, estos dos autores sostienen que nuestra Gran Recesión no se convertirá en Gran Depresión sencillamente porque se están evitando los errores macroeconómicos que se cometieron en los años treinta. El mundo de tipos de cambio flexibles que vivimos permite la adopción de políticas monetarias y fiscales activas para estimular la demanda agregada y eso es lo que están haciendo los gobiernos de los países que conforman el G20. A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, los bancos centrales se han comportado como auténticos «prestamistas en última instancia», y han permitido y fomentado aumentos en la cantidad de dinero

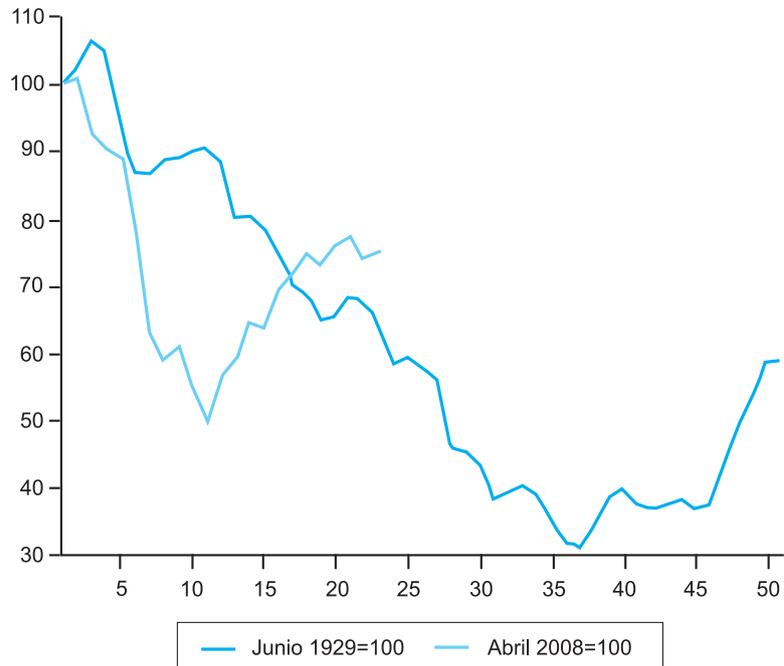


y sustanciales rebajas de los tipos de interés. Por su parte, los responsables de Hacienda han impulsado políticas de déficit presupuestario destinadas a compensar la caída de la demanda privada de consumo e inversión. Estas apreciaciones, algo más optimistas que las de Bordo y James, deben tomarse con cautela. Como recuerdan éstos últimos, no todas las lecciones del pasado se han aprendido. Se han soslayado errores graves de política monetaria y fiscal, pero las autoridades y sus asesores no deberían crear expectativas falsas pensando que sólo estas políticas macroeconómicas van a garantizar la recuperación de la economía mundial. De hecho, lo que el futuro depara es todavía una gran incógnita<sup>13</sup>.



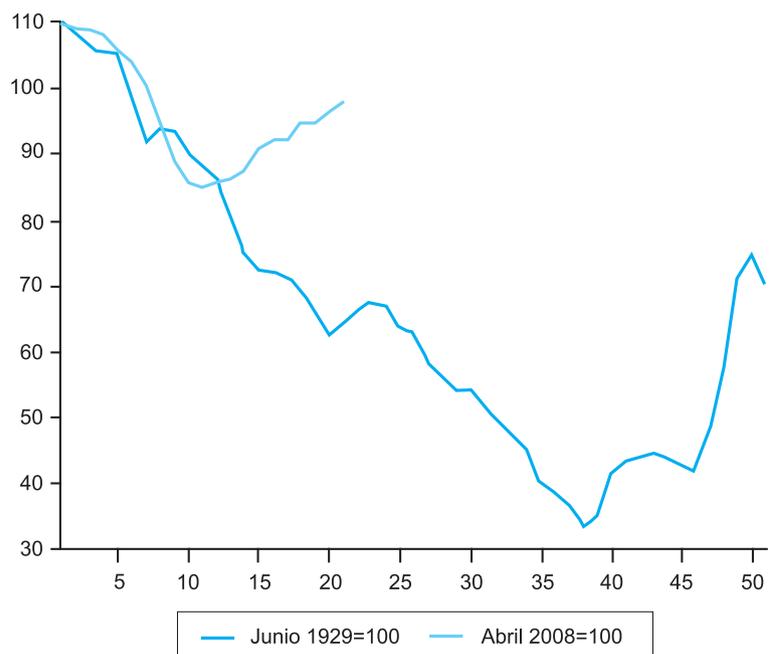
<sup>13</sup> Entre otros estudios recientes comparando la Gran Depresión y la Gran Recesión cabe mencionar los trabajos incluido en el número especial de la revista *Oxford Review of Economic Policy* (26, 3; 2010); y también Martín-Aceña (2010) y Almunia *et al.* (2010).

**Gráfico 2.**  
**Mercados bursátiles mundiales (1929 y 2008/09)**



Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).

**Gráfico 3.**  
**Volumen del comercio mundial (1929 y 2008/09)**



Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).



## Referencias bibliográficas

- Ahmed, S.; Levin, A. y Wilson, B. A. (2002): «Recent US Macroeconomic Stability: Good Policies, Good Practices or Good Luck?»; en *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper (2002-730)*.
- Aizenman, J. (2004): «Financial Opening: Evidence and Policy Options»; en *Challenges to Globalization: Analyzing the Economics*. National Bureau of Economic Research, Inc; pp. 473-498.
- Almunia, M.; Bénétrix, A.; Eichengreen, B.; O'Rourke, K. H. y Rua, G. (2010): «From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons»; en *Economic Policy* (62); pp. 219-265.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*. Madrid, Ediciones Empresa Global.
- Banco Mundial (1998): *Global Development Finance 1998*. New York, Oxford University Press.
- Banco Mundial (2005): «Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong?»; en *Economic Growth in the 1990s. Learning from a Decade of Reform*. Washington, Banco Mundial.
- Bean, C. (2009): «The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction»; en *BIS Review*; pp. 1-30.
- Bernanke, B. S. (2004): *The Great Moderation*. Federal Reserve Board.
- Bordo, M. y James, J. (2010): «The Great Depression analogy»; en *Financial History Review* (17, 1); pp. 31-12.
- De la Dehesa, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, respuestas y remedios*. Barcelona, Alianza Editorial.
- DeLong, B. (2007): «The Great Moderation»; en *Project Syndicate. A World of Ideas*.
- Demirgüç-Kunt, A. y Detragiache, E. (1998): *Financial Liberalization and Financial fragility*. IMF Working Paper 98/83.
- Díaz Alejandro, C. F. (1985): «Good-bye Financial Repression: Hello Financial Crisis»; en *Journal of Development Economics* (19); pp. 1-24.
- Eichengreen, B. y O'Rourke, K. (2009): «A Tale of two depressions»; en *Advisor perspectives*.
- Eichengreen, B. y O'Rourke, K. (2010): «A Tale of two depressions. What do the new data tell us?»; en *Vox*.
- FMI (1998): «Financial crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability»; en *IMF World Economic Outlook* (cap. IV).

- Kaminsky, G.; Lizondo, S. y Reinhart, C. (1998): «Leading Indicators of Currency Crisis»; en *IMF Staff Papers* (45, 1); pp. 1-48.
- Krugman, P. (2008): *The return of depression economics and the crisis of 2008*. Nueva York, W. W. Norton & Co.
- Marichal, C. (2010): *Nueva historia de las grandes crisis financieras, una perspectiva global: 1873-2008*. Barcelona: Ed. Debate.
- Martín Aceña, P. (2010): «El mundo de ayer y el mundo de hoy: semejanzas y diferencias entre dos crisis»; en *Cuadernos de Información Económica* (214).
- Mishkin, F. S. (2006): «Financial stability and globalization: getting it right»; en Fernández de Lis, S. y Restoy, F.: *Central Banks in the 21<sup>st</sup> Century*. Madrid, Banco de España; pp. 215-253.
- Mishkin, F. S. (2007): «Is Financial Globalization Beneficial?»; en *Journal of Money, Credit and Banking* (39, 2-3); pp. 259-294.
- Romer, C. y Romer, D. (2002): «The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy»; en *Rethinking Stabilization Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City; pp. 11-78.
- Rose, A. W. y Spiegel, M. (2009): *Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning*. CEPR Discussion Papers (7354).
- Schmukler, S. (2004): «Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries»; en *Economic Review* (segundo trimestre); pp. 39-66.
- Stiglitz, J. (1999): «Reforming the Global economic architecture: lessons from recent crises»; en *Journal of Finance* (54, 4).
- Stiglitz, J. (2003): «El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina»; en *Revista de la CEPAL* (80), pp. 7-40.
- Stiglitz, J. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Madrid, Taurus.
- Stock, J. H. y Watson, M. W. (2003): «Has the Business Cycle Changed and Why?»; en *NBER Macroeconomics Annual 2002*. National Bureau of Economic Research, Inc. Vol. 17, pp. 159-230.
- Tortella, G. y Núñez, C. E. (2010): *Para comprender la crisis*. Madrid, Gadir Ed.
- Williamson, J. y Mahar, M. (1998): *A Review of Financial Liberalization*. Washington, Banco Mundial.



# LA CRISIS ECONÓMICA DURANTE LA SEGUNDA REPÚBLICA ESPAÑOLA (1931-1935)

Francisco Comín \*

## Resumen

En este artículo se presenta un análisis de la crisis de los años 1930 en España, que se presentó con cierta moderación con relación a la internacional, como veremos en la sección primera. En la sección segunda se estudia cómo la crisis española se vio muy condicionada por peso determinante de la agricultura. En la sección tercera se explica por qué el proteccionismo arancelario y la evolución del tipo de cambio no consiguieron aislar a la economía española del exterior. En la sección cuarta se muestra que la política fiscal de la Segunda República no sólo no causó la crisis, sino que actuó en el sentido adecuado para combatirla, aunque el impulso fiscal fue insuficiente. El papel de la política presupuestaria tuvo menor relevancia que el deterioro de las expectativas empresariales, que redujo la inversión privada. No obstante, la inestabilidad política, los conflictos sociales y el empeoramiento de las expectativas empezaron antes de que se instaurara la Segunda República, que surgió como salida del callejón sin salida en el que se había metido la monarquía, tras haber apoyado y dejado caer, posteriormente, a la dictadura de Primo de Rivera. En la sección quinta veremos que la política monetaria y las cuestiones financieras fueron un factor diferencial por el hecho de que España no perteneció al patrón oro.

## Abstract

*This article presents an analysis of the crisis that gripped Spain in the 1930s, which was fairly moderate in comparison with the international crisis, as we will see in the first section. The second section studies how the Spanish crisis was heavily conditioned by the decisive weight of agriculture. The third section explains why protectionism in customs tariffs and the evolution of the exchange rate did not succeed in isolating the Spanish economy from the exterior. The fourth section shows that the fiscal policy of the Second Republic not only caused the crisis but also acted in the right direction to combat it, although fiscal impulse was insufficient. The role of budgetary policy was less relevant in the deterioration of business expectations, which reduced private investment. However, political instability, social conflicts and the decline in expectations began just before the instauration of the Second Republic, which emerged as way out of the dead-end street into which the Monarchy turned, having supported and then turned its back on the dictatorship of Primo de Rivera. In the fifth section, we will see that monetary policy and financial issues were a differential factor owing to the fact that Spain did not belong to the gold standard.*

## 1. Introducción

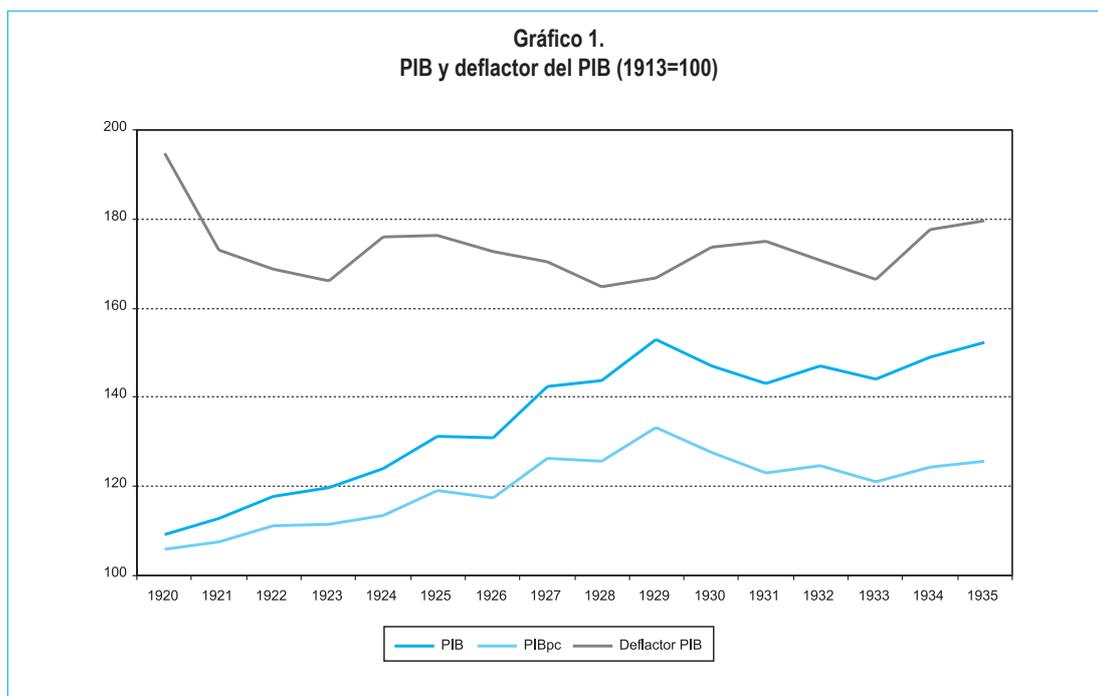
En este artículo se presenta un análisis de la crisis de los años 1930 en España, que se presentó con cierta moderación con relación a la internacional, como veremos en la sección primera (Comín, 1988 y 2002). En la sección segunda se estudia cómo la crisis española se vio muy condicionada por peso determinante de la agricultura. En la sección tercera se explica por qué el proteccionismo arancelario y la evolución del tipo de cambio no consiguieron aislar a la economía española del exterior. En la sección cuarta se muestra que la política fiscal de la Segunda República no sólo no causó la crisis, sino que actuó en el sentido adecuado para combatirla, aunque el impulso fiscal fue insuficiente. El papel de la política presupuestaria tuvo menor relevancia que el deterioro de las expectativas empresariales, que redujo la inversión privada. No obstante, la inestabilidad política, los conflictos sociales y el empeoramiento de las expectativas empezaron antes de que se instaurara la Segunda República, que surgió como salida del callejón sin salida en el que se había metido la monarquía, tras haber apoyado y dejado caer, posteriormente, a la dictadura de Primo de Rivera. En la sección quinta veremos que la política monetaria y las cuestiones financieras fueron un factor diferencial por el hecho de que España no perteneció al patrón oro.

\* Universidad de Alcalá.

## 2. La moderada crisis coyuntural económica española

Los indicadores económicos muestran que la crisis de los años treinta en España se caracterizó por el aumento del desempleo, la caída de precios y el descenso de la producción<sup>2</sup>. Asimismo, las cifras confirman que la crisis coyuntural se presentó en España con cierta moderación. Los problemas eran más bien estructurales, sobre todo en lo referente al paro obrero. Pero no se constata un retraso significativo en la llegada de la crisis, si se compara con los países europeos.

En el Gráfico 1 están representados, con un número índice con base 100 en 1913, el PIB, el PIB *per cápita*, ambos en términos reales, y el deflactor del PIB<sup>3</sup>. La serie referente al PIB muestra, en los años 1920, una tendencia creciente, que alcanzó un máximo en 1929. Dicha tendencia se invirtió al año siguiente, pues el PIB cayó en 1930 y 1931. Como no tenemos series mensuales, la tesis del retraso no puede ser confirmada al detalle. Pero el retraso con respecto a los Estados Unidos ocurrió en todos los países, pues lógicamente, la crisis tardó algo en difundirse al PIB de otras naciones; a Francia, concretamente, la crisis llegó a finales de 1930. En términos agregados, la crisis fue breve y liviana. Más que de crisis habría que hablar de estancamiento, porque el PIB español solamente cayó en dos años (1930 y 1931) y con



<sup>2</sup> El paro coyuntural no era un problema acuciante para la economía española de los años 1930, pues para toda España alcanzó el 12,8% en 1933. En 1932, más de la mitad del paro se concentraba en la agricultura y el 40% del paro era estacional. El paro de la construcción en 1933 era el 5% del total, y en el sector metalúrgico era el 5%. Véase Comín (1988).

<sup>3</sup> Las cifras de este gráfico proceden de Prados de la Escosura (2003).



poca intensidad (el 6,4% en dos años); la crisis coyuntural fue, por lo tanto, bastante pasable. Además, fue corta, pues el año 1931 marcó el suelo de la crisis, puesto que en 1932 el PIB creció, recuperando ya el nivel de 1930. En 1933, el PIB volvió a caer, pero manteniéndose ligeramente por encima del nivel de 1931. En 1934 y 1935, la recuperación de las macromagnitudes fue clara, pues el PIB creció, alcanzando un índice de 152,5, ligeramente inferior al punto máximo de 1929. Por lo tanto, puede decirse que en 1935 la crisis coyuntural había terminado en España. Naturalmente, como veremos, hubo algunos sectores que sufrieron la crisis más intensamente que otros.

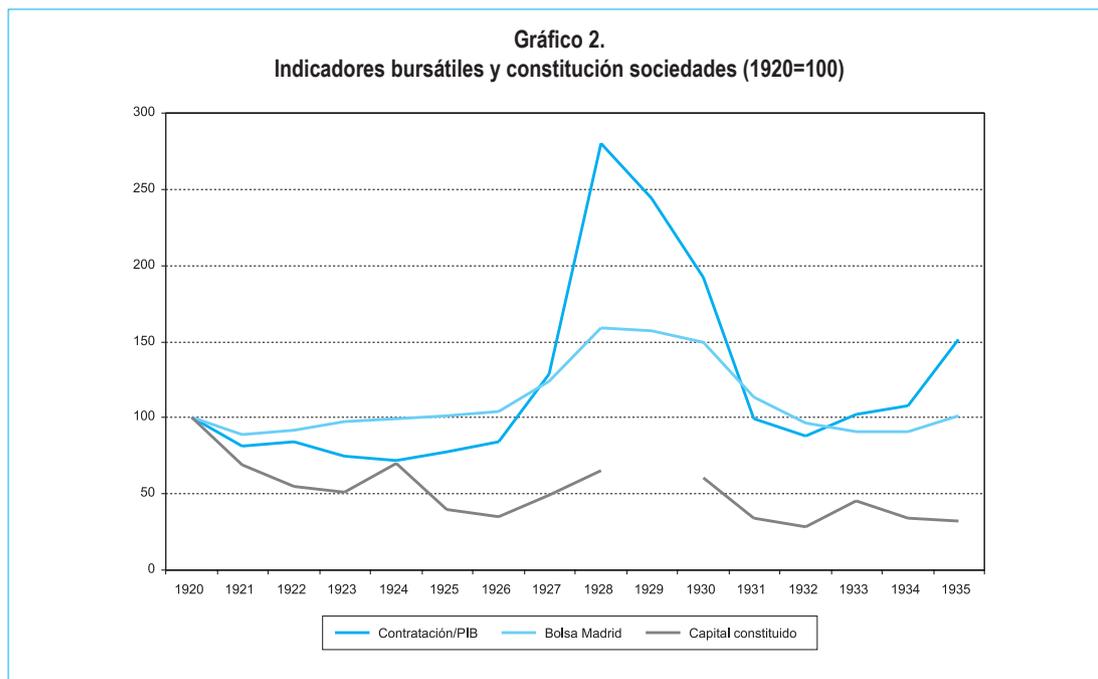
En el Gráfico 1, la serie del PIB *per cápita* muestra un perfil similar, pero con una caída más intensa desde 1929 hasta 1933 (del 9,2% en cuatro años), y con una recuperación más débil en 1934 y 1935, debido al crecimiento de la población en estos años republicanos. Asimismo, la evolución del índice general de precios muestra un ciclo similar que la producción, pero más corto. Los precios crecieron entre 1928 y 1931, pero cayeron en 1932 y 1933; es decir, los precios cayeron un 5,0% en dos años. No puede hablarse de proceso deflacionista prolongado, porque en 1934 y 1935 los precios se recuperaron rápidamente, superando nivel de 1931. La caída de precios en España también fue moderada y corta.

Otros indicadores muestran cómo la crisis internacional afectó a la economía española. En el Gráfico 2 se advierte que tanto la contratación bursátil como el índice de las cotizaciones de la Bolsa de Madrid crecieron intensamente entre 1926 y el máximo de 1928<sup>4</sup>. En 1929 cayó el índice de la bolsa levemente y, más intensamente, el volumen de contratación. En la crisis bursátil no hubo, pues, retraso en el caso español, si bien no puede hablarse de desplome de la bolsa hasta 1931, cuando la cotización cayó más intensamente. Esta caída ha sido presentada por algunos economistas como una prueba del impacto que tuvo la proclamación de la república el 14 de abril sobre las expectativas empresariales. Esto es innegable, pero en la caída de la bolsa de 1931 influyeron, junto a la proclamación de la Segunda República, al menos otros dos factores: por un lado, la crisis de las industrias pesadas, cuyas empresas generalmente cotizaban en bolsa; por otro, la propia crisis bursátil internacional, como muestra el propio trabajo de 1934 publicado por el Banco de España<sup>5</sup>. No obstante, la contratación bursátil se recuperó desde 1933 y la cotización en la bolsa de Madrid, en 1935. La diferencia con otros países más desarrollados radicó, básicamente, en que las operaciones de bolsa no afectaban al grueso de la población, reduciendo los efectos depresivos del *crash* bursátil<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Las cifras proceden de Tafunell (2005).

<sup>5</sup> Véase Martín Aceña (2004), p. 376 y gráfico 4.

<sup>6</sup> No obstante, a la burguesía industrial vasca sí que le afectó fuertemente la crisis bursátil, como ha mostrado Díaz Morlán (2002).

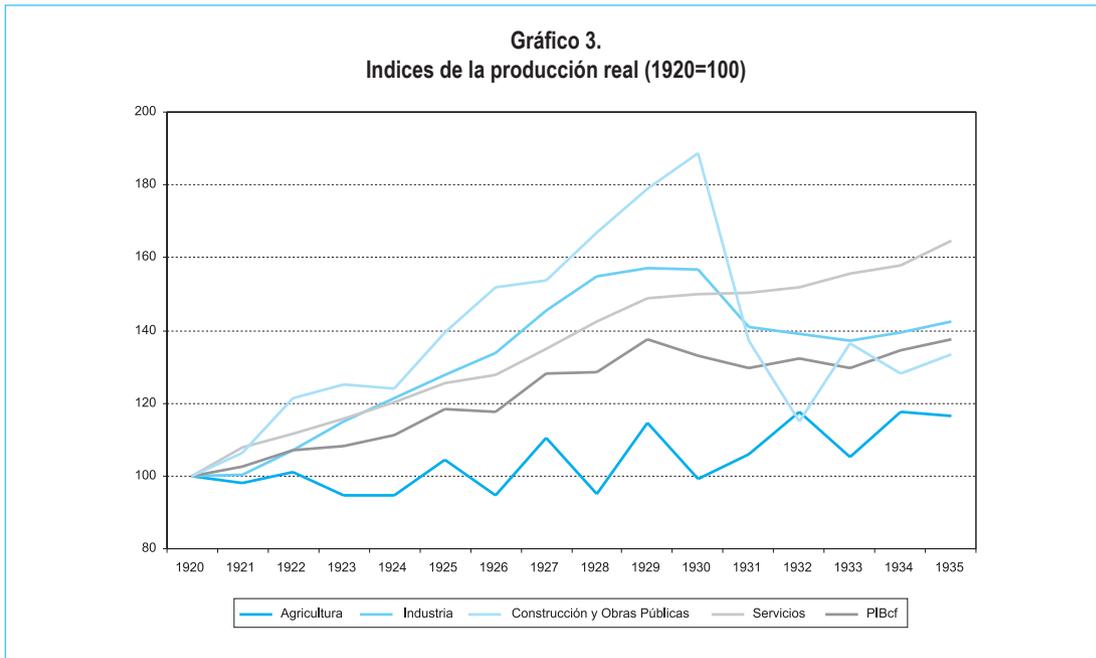


### 3. El atraso económico y el peso de la agricultura

Comparando con otros países del Norte de Europa se advierte, efectivamente, la peculiaridad que para la crisis española supuso el atraso de su economía, reflejado en el enorme peso de la agricultura y en la insuficiente integración de los sectores, particularmente entre los sectores de exportación y los que producían para el mercado interior. Más inadvertido ha quedado el atraso bancario, gracias al cual la crisis financiera y bancaria internacional apenas influyó sobre España, y el escaso desarrollo de la empresa moderna, lo cual implicaba un menor desarrollo de las sociedades anónimas (y la estrechez del mercado bursátil) y el escaso recurso a la financiación bancaria, a la largo plazo.

El peso de la agricultura sobre el conjunto de la economía española fue determinante para que la crisis fuera más moderada. En el año de la proclamación de la Segunda República, el empleo en la agricultura suponía el 44,6% del total; peso que en 1935 había caído al 41,1%. Éste era un síntoma del atraso de la economía española, que se manifestó, entre otras cosas, en que la mayor parte del desempleo procedía de este sector, presentando la forma de subempleo, de desempleo estructural y de paro estacional. La solución al grave problema del paro agrario, acentuado por la actitud de los grandes propietarios de sabotear el régimen de la Segunda República, se buscó a través de la reforma agraria, que fue apoyada por los economistas de centro, como Antonio Flores de Lemus, y por algunos ministros de Agricultura incluso de la CEDA<sup>7</sup>. Otro síntoma era el reducido tamaño del sector industrial, que daba ocupación al 22% de la población. En los años 1930, los servicios constituían el segundo sector de la economía española con un 30% del empleo.

<sup>7</sup> Los datos sobre la estructura del empleo proceden de Prados de la Escosura (2003).



El Gráfico 3 recoge los índices de la producción en términos reales, tanto global (del PIB al coste de los factores) como de sus componentes sectoriales. Se advierte que la tendencia y los movimientos anuales del PIBacf venían determinados por la producción agraria, particularmente entre 1924 y 1935, debido a que el agrario era el sector que más ponderaba en la producción total. El PIB al coste de los factores alcanzó el máximo en 1929, como ocurre también con la producción agraria. La crisis económica en España empezó en 1930, fundamentalmente por la crisis agraria de ese año; la crisis industrial y de la construcción empezó en 1931. Esto implicaba un ligero retraso de la crisis industrial y de la construcción, que se difundió por la Europa continental a finales de 1930, como sucedió en Francia.

La notable caída de la producción agraria en 1930 arrastró el descenso del PIBacf en este mismo año, contando con el estancamiento de la producción del sector servicios y de la producción industrial, y a pesar del fuerte crecimiento del sector de la construcción en 1930<sup>8</sup>. Al año siguiente, a pesar del crecimiento de la producción agraria, el PIBacf cayó en 1931 por el apreciable descenso de la producción industrial y, sobre todo, de la construcción. Luego, la desaceleración en la caída de la producción industrial en 1932 (índice de 139) y la excelente producción agraria de 1932 permitieron que el PIBpc se recuperase ligeramente este año, a pesar de que sector de la construcción siguió en una profunda crisis (en 1932 alcanzó el mínimo del índice). La pésima cosecha de 1933 arrastró a la baja al PIBacf, puesto que la producción industrial también alcanzó el mínimo en ese año, sin que el fuerte crecimiento de la construcción pudiera compensar esas caídas. Hay que destacar que la producción del sector servicios no sufrió ninguna caída, si bien es cierto que su crecimiento se ralentizó después de 1929. La recuperación industrial en 1934 y 1935 y las mayores cosechas agrarias de esos años, así

<sup>8</sup> Las cifras proceden de Prados de la Escosura (2003).

como el mejor comportamiento de la construcción en 1935, permitieron la recuperación del PIBacf en estos años del segundo bienio republicano, de manera que en 1935 ya se había recuperado el nivel del máximo previo de 1929; la crisis económica podía darse por clausurada. En resumidas cuentas, las excelentes producciones agrarias durante la Segunda República y la ausencia de crisis en el sector servicios atemperaron las profundas crisis económicas sufridas por la industria y la construcción en 1931 y, en menor medida, en 1932<sup>9</sup>.

#### 4. Las repercusiones de la crisis internacional en España

La crisis internacional afectó a la producción española, reduciendo las exportaciones y la inversión extranjera y aumentando la vuelta de emigrantes. El proteccionismo no impidió que la crisis internacional afectara a la economía española. De hecho, el proteccionismo no era tan grande ni la depreciación de la divisa tampoco fue tan intensa como se argumentaba por los economistas convencionales del período. España contó con la gran ventaja de no pertenecer al patrón oro, lo que hubiera permitido la devaluación de la divisa; pero los gobiernos españoles desde 1928 a 1932, actuaron, en la práctica, como si España perteneciera al mismo ya que ejercieron un control de cambios para mantener el valor de la peseta; de hecho, la peseta se situó en el entorno del franco francés (que siguió en el oro), y desde 1931 se apreció con respecto a las divisas que se salieron del patrón oro.

En el Gráfico 4 se reproduce el grado de apertura de la economía española<sup>10</sup>. En los años 1920, la economía española estaba menos abierta que las economías europeas más adelantadas. Pero esto no quiere decir que España fuera más proteccionista que otras naciones europeas, sino, sencillamente, que sus transacciones con el exterior eran menores (por su propio atraso económico). No obstante, durante la crisis de los años 1930, la situación comparativa cambió radicalmente. El grado de apertura del conjunto de los países europeos, entre 1929 y 1932, cayó del 29,4 al 17,1%, mientras que el grado de apertura de la economía española apenas disminuyó del 17,2 al 16%. Es decir que, en los primeros años de la crisis, la economía española apenas redujo sus transacciones con el exterior, frente a la enorme caída registrada por otros países europeos. Esto se explica porque, en el caso español, la reducción del grado de apertura se inició en 1931, un año después que en Europa, y porque España se protegió menos y la caída de la demanda de importaciones fue menor. Después, el comercio exterior en España cayó más desde 1933; en este año, el grado de apertura en Europa pasó a ser del 15,4% y en España cayó a 11,5%. Como veremos, este año fue el que registró un mayor aumento de la protección en España. Por lo tanto, aunque a finales de los

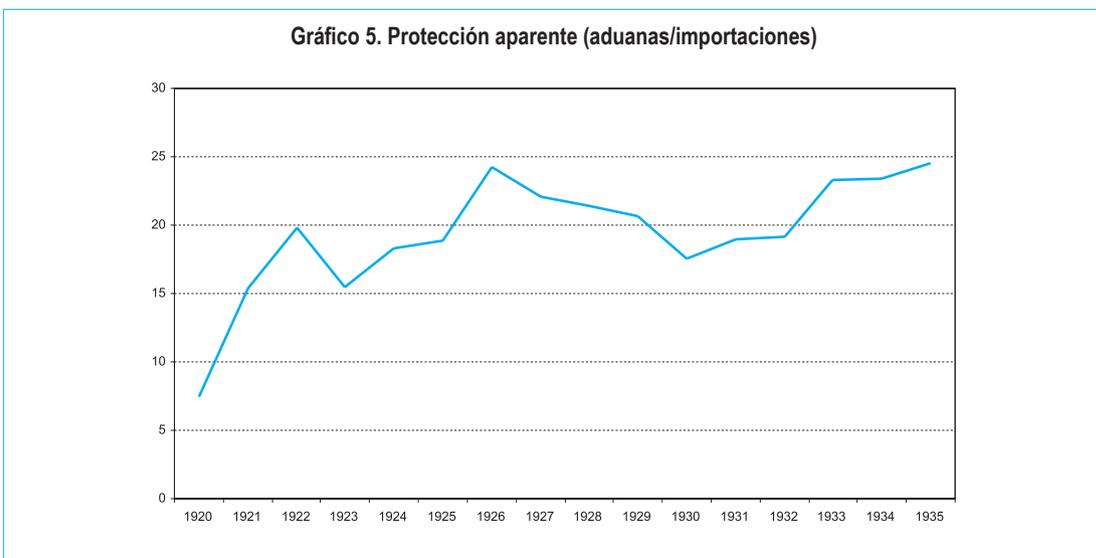
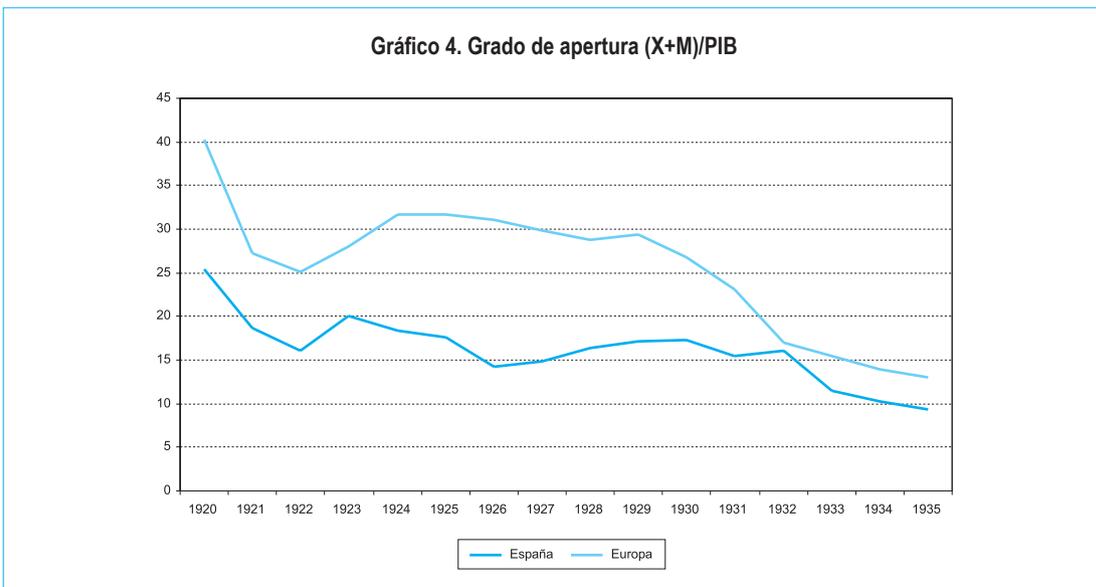
<sup>9</sup> Si descendiéramos más en el análisis, veríamos que las industrias de bienes de consumo apenas se vieron afectadas por la crisis, dado el crecimiento de los salarios reales y los ingresos de los agricultores, en particular los arrendatarios. Por el contrario, las industrias pesadas, en particular la siderúrgica y la construcción de material de transporte (naval y ferroviario) se vieron más afectadas. Sobre estas últimas industrias sí que influyó el cambio de orientación de la política de obras públicas de la Segunda República. Véase Comín (2002).

<sup>10</sup> Véase Tena (2005).



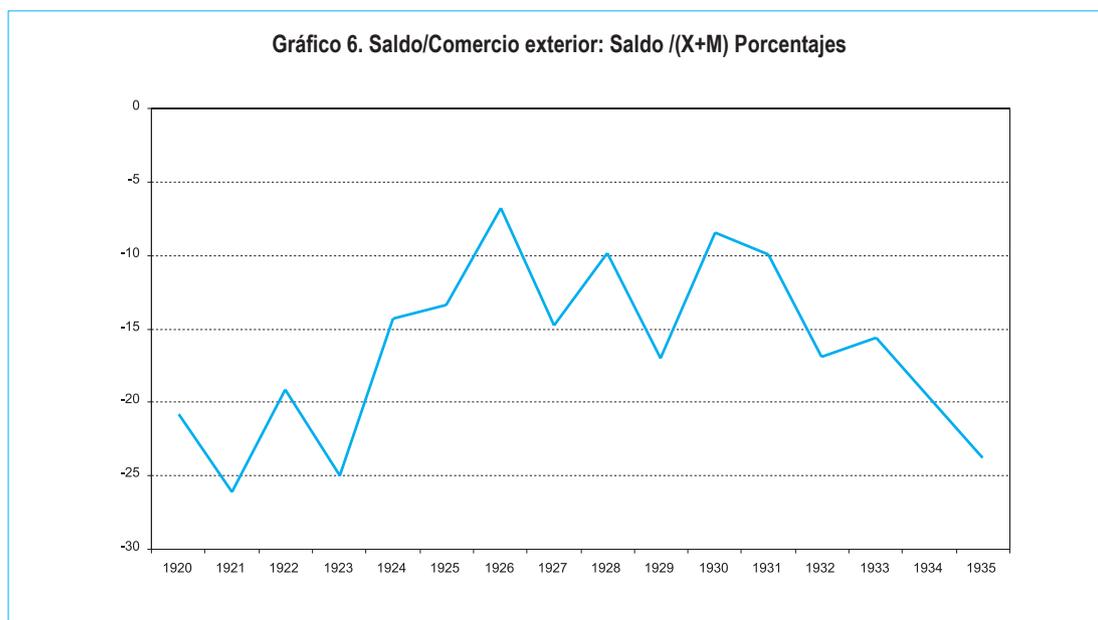
años 1920, la economía española estuviera menos abierta al exterior que la media europea, la caída del comercio exterior, aun siendo considerable, fue menos importante en España, siendo los descensos mayores en 1931 y en 1933-1935. Con todo, las repercusiones de la crisis internacional sobre la economía española fueron más que notables; cualquiera que fuera inicialmente, el grado de apertura, entre 1930 y 1935, disminuyó en un 46%; descenso, que no deja de ser notable, aunque muy inferior al de otros países.

En el Gráfico 5 se representa una estimación de la protección aparente (medida por el porcentaje que la recaudación de aduanas suponía en el valor de las importaciones). La protección aparente había crecido entre 1920 y 1926, alcanzando un máximo del 24,3%; luego disminuyó hasta un mínimo en 1930 (17,5%). La protección aparente volvió a crecer desde



1931, hasta alcanzar el 24,5% en 1935, habiendo ocurrido el aumento de la protección, fundamentalmente, en el año de 1933. La economía española, por lo tanto, se protegió desde 1933 con subidas arancelarias. No obstante, la Segunda República apenas recurrió a las restricciones cuantitativas del comercio, que era la nueva vía proteccionista ensayada por los gobiernos mundiales para hacer frente a la crisis de 1929<sup>11</sup>.

En el Gráfico 6 se recoge el porcentaje que el saldo de la balanza comercial suponía dentro del total del comercio exterior. En el período de entreguerras, el saldo comercial fue siempre negativo en España. El déficit comercial aumentó entre 1926 y 1929 (cuando supuso el 17% del comercio exterior). Este déficit comercial de la década de 1920 fue compensado con la partida de servicios (fletes), las remesas de emigrantes y, sobre todo, por las importaciones de capital. Tras una reducción del déficit exterior en 1930 (8,5%), el déficit de la balanza comercial con el exterior volvió a crecer desde 1931, hasta situarse en el 23,8% en 1935. Esto quiere decir que, desde 1931, las importaciones crecieron más rápidamente que las exportaciones, debido a España sufrió las consecuencias de las políticas de «empobrecer al vecino» practicadas intensamente por sus socios comerciales. El problema radicó en que durante la Segunda República, ese déficit comercial no pudo ser compensado con fletes ni con importaciones de capital; probablemente, se saldó con la exportación de divisas (entre las cuales se encontraron las fugas de capitales provocadas por la crisis política iniciada con la caída de Primo de Rivera)<sup>12</sup>.



<sup>11</sup> Los datos proceden de Tena (2005).

<sup>12</sup> Véase Comín (1988).



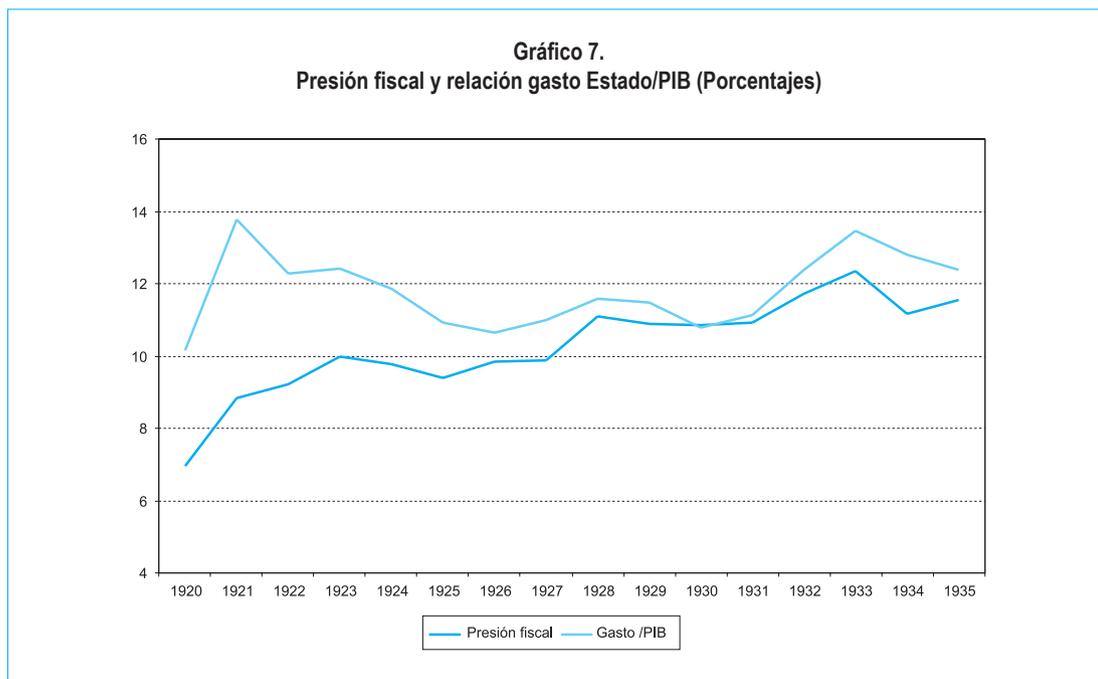
## 5. Una política fiscal teóricamente ortodoxa

La liquidación de los Presupuestos Generales del Estado muestra que, tras el equilibrio de 1930, durante la Segunda República los presupuestos se cerraron con déficit. Después del pequeño superávit conseguido gracias a lo que se ha denominado «error Argüelles», ministro de Hacienda en 1930, los gastos públicos volvieron a crecer desde el Presupuesto de 1931 y se intensificaron desde el de 1932<sup>13</sup>. Es importante señalar el aumento del gasto público durante la Segunda República no se dirigió hacia los mismos sectores a los que se había destinado durante la dictadura de Primo de Rivera, antes de 1930, pues hubo un cambio de objetivos en la política presupuestaria y, consecuentemente, en la estructura del gasto público. En efecto, la coyuntura depresiva de los años 1930 era muy diferente a la fase de crecimiento económico de la década de 1920. Consecuentemente, los ministros de Hacienda ajustaron los objetivos presupuestarios a esta nueva coyuntura. Por otro lado, los gastos públicos durante la dictadura habían ido dirigidos a satisfacer las demandas de la Federación de Industrias Nacionales, sin considerar si las inversiones públicas eran necesarias para el país. Lógicamente, la Segunda República reconsideró aquella política, reorientando el gasto público hacia inversiones más necesarias, que eran, fundamentalmente, la lucha contra el paro obrero, las obras de regadío y el fomento de la educación. También cambiaron los objetivos políticos de la Segunda República con respecto a la dictadura previa, pues los programas económicos de los republicanos no coincidían, lógicamente, con los del dictador Primo de Rivera. Estos cambios en la estructura del gasto sólo afectaron a los «sectores económicos» beneficiados por el gasto, pero no al volumen de gasto público, con respecto al PIB que fue parecido en ambos períodos.

Como le pasó a Calvo Sotelo, a pesar de sus declaraciones de respetar la ortodoxia presupuestaria, los ministros de Hacienda de la Segunda República no quisieron (en el primer bienio) o no pudieron (en 1935) equilibrar el Presupuesto del Estado. Entre 1931 y 1934, los ministros de Hacienda incrementaron el gasto público para combatir el desempleo y mejorar las infraestructuras y la educación del país. Sólo en 1935, hubo una intención clara de reducir el déficit presupuestario, por parte de Chapaprieta, que además de ser ministro de Hacienda era también presidente del Consejo de Ministros.

En el Gráfico 7 se advierte que la relación gasto del Estado/ PIB creció entre 1926 y 1928, pero ya se estabilizó en 1929, el último año de la dictadura. La política expansiva la desaceleró el propio ministro de Hacienda de la dictadura Calvo Sotelo, ya en 1929. Este ministro paró la política expansionista cuando elaboró el presupuesto para 1930, cerrando el Presupuesto extraordinario que había aprobado en 1926 para diez años. El resultado fue que, en 1930, la relación gasto del estado/PIB disminuyó al 10,8% (casi el mismo porcentaje que en 1926). De esta política restrictiva se responsabilizó el ministro de la «dictablanda», Argüelles. Pero, en contra de lo que se sostiene, esta política fiscal restrictiva no fue continuada durante la Segunda República. Las democracias suelen ampliar el gasto del Estado y el déficit presupuestario

<sup>13</sup> Para las opiniones de los diferentes economistas sobre el papel de la política fiscal, véase Comín (1988).



frente a las dictaduras. En efecto, con la Segunda República cambió la política presupuestaria para ser, de nuevo, expansiva. El gasto del Estado aumentó rápidamente hasta 1933, en un 25% con respecto a 1930. Es decir, que en el primer bienio republicano, los gobiernos de la coalición republicano socialista hicieron un importante esfuerzo a través del gasto público para contener la depresión económica y luchar contra el «paro involuntario», como decían entonces. Por tanto, desde 1932 la relación gasto público/PIB alcanzó cotas desconocidas hasta entonces en España. Con el cambio de Gobierno a finales de 1933, cuando llegó el turno a las derechas republicanas, la política presupuestaria del Gobierno radical cedista cambió de nuevo el rumbo, de manera que, en 1934 y 1935, el porcentaje del gasto público en el PIB disminuyó al 12,4% (el mismo nivel que en 1932). Esto supuso una orientación restrictiva en la política presupuestaria durante el segundo bienio republicano, lo cual demuestra que el período republicano no fue homogéneo en la política económica. Pero, aún así, el gasto público en 1934 y 1935 seguía suponiendo un mayor porcentaje con relación al PIB que durante la dictadura de Primo de Rivera. Es decir, que los economistas contemporáneos criticaban a los ministros de Hacienda republicanos sin razón alguna, desde el punto de vista presupuestario<sup>14</sup>.

La presión fiscal también aumentó entre 1931 y 1933, gracias a la reforma tributaria de Jaume Carner de 1932; aquí es donde se manifiesta la ortodoxia financiera de este ministro, puesto que si hubiera tenido ideología keynesiana, la presión fiscal hubiera debido reducirse también para combatir la crisis<sup>15</sup>. En cualquier caso, ningún país contó con ministros que aceptaran la doctrina keynesiana. La excepción fue el caso de Suecia, donde la escuela sueca

<sup>14</sup> Para la política de gasto público, véase Comín (1988).

<sup>15</sup> Para las reformas tributarias de la Segunda República, véase Comín (1988).



sostenía algo parecido a Keynes. Con todo, el efecto conjunto del presupuesto del Estado fue expansivo entre 1931 y 1934, pues partiendo de una situación de equilibrio presupuestario en 1930, se derivó hacia un déficit presupuestario que suponía el 1,6% del PIB en 1934. Éste era un porcentaje relativamente alto para los cánones de la época, por lo que puede hablarse de un cierto «estímulo fiscal»; aunque fue claramente insuficiente. No obstante, además, gran parte del déficit presupuestario era coyuntural, porque la recesión lastró el crecimiento de los ingresos. En realidad, el déficit público había sido mayor entre 1920 y 1925; pero en la primera mitad de los años 1920, el déficit presupuestario surgió, fundamentalmente, por la guerra de Marruecos; de manera que, a medida que el conflicto armado en África se iba resolviendo, el déficit presupuestario fue cayendo en la segunda mitad de los años 1920; sólo el fuerte gasto en obras públicas realizado en 1927 logró frenar este descenso del déficit. Volviendo a la Segunda República, el déficit se corrigió en 1935, cuando cayó al 0,8% del PIB, gracias a la política de economías realizada por Chapaprieta. Las derechas del segundo bienio trataron de recuperar más seriamente el equilibrio presupuestario. Pero el cambio de coyuntura les ayudó a ello, ya que en estos años situación en la que la crisis coyuntural se había superado aparentemente. Los gobiernos de derechas de la Segunda República también redujeron el gasto, recortando los créditos para las reformas estructurales que ellos mismo paralizaron. Asimismo, los gobiernos radical cedista postergaron la realización de un presupuesto de obras públicas para resolver deficiencias estructurales y favorecer el crecimiento económico, porque no lo consideraban una prioridad.

En cualquier caso, el tamaño de las cifras presupuestarias durante la Segunda República era pequeño para que estas variaciones en la política presupuestaria hubieran tenido repercusiones relevantes sobre la producción y el empleo de la economía española. Al fin y al cabo, el gasto del Estado nunca superó el 13,5% del PIB, ni el déficit del presupuesto del Estado superó el 1,6% del PIB. Por otro lado, la dimensión del déficit público en relación a los gastos del Estado tampoco llegó a los niveles preocupantes para las arcas públicas, como había tenido en otros períodos históricos (1920-1923). Consecuentemente, tampoco hubo necesidad de emitir grandes volúmenes de deuda pública, cuyos ingresos llegaron a suponer en torno al 12% de los ingresos totales entre 1932 y 1934. De manera que, entre 1931 y 1934, la dirección de la política presupuestaria (particularmente la del gasto y la del déficit) fue la adecuada para combatir la crisis, pero la magnitud del impulso fiscal no fue tan grande como tener efectos significativos. Esto fue algo común a los países europeos (Francia o Inglaterra), donde se realizaron planes de obras públicas para aliviar el paro, siempre que no pusieran en serio peligro las finanzas del Estado. En suma, tuvieron que influir, por lo tanto, otros factores distintos del presupuesto en la recuperación de la economía española desde 1934.

En la política presupuestaria no sólo es importante el nivel del gasto público y de la presión fiscal sino también la estructura de los mismos. Las transformaciones más llamativas de los años 1920 fueron: primero, la reducción de los gastos del Ministerio de África desde 1925, por el fin de la Guerra de Marruecos; segundo, el descenso de los gastos del Ministerio de Hacienda desde ese mismo año, que también puede estar relacionado con el fin de la

contienda; tercero, el aumento de los gastos de Fomento desde 1927; y, cuarto, el aumento de los gastos del Ministerio de Gobernación desde 1927. Por su parte, durante la Segunda República, los cambios más interesantes fueron: primero, el aumento de los gastos del Ministerio de Fomento del 18,8 al 29,1% entre 1930 y 1935; segundo, la disminución de los gastos del Ministerio de Guerra del 11,8 al 8,6%, y el descenso de los gastos del Ministerio de Marina de 7,4 al 3,4% entre esos años; y, tercero, el aumento de los gastos en Clases pasivas del 4 al 6,8% entre 1930 y 1935, por la reforma militar de Azaña. El aumento de los gastos económicos es una prueba de modernización de la estructura presupuestaria, y muestra que los gobiernos de la Segunda República se preocuparon por buscar soluciones a los problemas económicos, aumentando los gastos en obras públicas y educación. Esto queda confirmado por la mayor especialización de la estructura ministerial, pues se crearon nuevos ministerios especializados de tipo económico, que recibieron nuevas dotaciones presupuestarias.

Frente a lo señalado por algunos economistas, lo que cayó durante la Segunda República no fue la inversión pública sino la inversión privada, de manera que la relación entre éstas creció intensamente, mostrando el comportamiento anticíclico de la inversión pública<sup>16</sup>. Los efectos de la inversión pública se vieron en el crecimiento de la red total de carreteras entre 1931 y 1935 (un 21,9%) fue mayor que el ocurrido entre 1925 y 1931 (un 15,7%); las inversiones en carreteras durante la República fueron superiores a las realizadas durante la dictadura de Primo de Rivera. Durante la Segunda República se continuó la tendencia inversora en las carreteras vecinales de la dictadura y se incrementó (en 1934) la inversión en las carreteras del Estado, paralizándose, por el contrario, las inversiones en las carreteras provinciales<sup>17</sup>.

Es cierto que la inestabilidad del entorno político deterioró las expectativas empresariales y redujo la inversión privada. Este es un factor primordial de la crisis. Pero las expectativas empresariales ya venían empeorando desde 1928, cuando comenzó la inestabilidad política de la dictadura y desde 1930, cuando la propia monarquía empezó a tambalearse tras desprenderse de la cobertura dictatorial. La inversión total de la economía española creció intensamente durante los años 1920 hasta alcanzar un máximo en 1929. En 1930, la formación bruta de capital fijo cayó ligeramente, desplomándose al año siguiente, en 1931 y 1932. Por lo tanto, la inversión total se derrumbó en los dos primeros años de la República, tras la desaceleración sufrida en 1930. No obstante, la inversión se recuperó ya en 1933 y luego en 1935.

---

<sup>16</sup> Comín (1988).

<sup>17</sup> Según los datos de Gómez Mendoza y San Román (2005).



## 6. La política monetaria y la ausencia de crisis bancarias generalizadas

La política monetaria era la única disponible para solventar la crisis, en el período de entreguerras. En una primera fase, antes del abandono del patrón oro por Inglaterra en 1931, la ortodoxia financiera dictó una política monetaria restrictiva para mantener la paridad y evitar la salida de divisas. Esto es lo que se hizo en España desde 1928, cuando Primo de Rivera se empeñó en mantener la cotización de la peseta, mediante el control de cambios. No obstante, tras las crisis bancarias y la agravación de la depresión, la política monetaria de los países que abandonaron el patrón oro comenzó a ser expansiva, con devaluaciones y reducciones del tipo de interés. Esto favoreció la recuperación en estos países. Otros, como Francia, siguieron en el patrón oro y, consiguientemente, siguieron practicando políticas monetarias deflacionistas, frenando la recuperación. España, aunque nunca perteneció al patrón oro, siguió la estela de Francia, renunciando a la devaluación como un arma para combatir la crisis. Por otro lado, salvo en el caso del Banco de Cataluña<sup>18</sup>, no hubo quiebras bancarias en España, lo que también contribuyó que la recesión no se convirtiese en gran depresión, en contra de lo sucedido en otros países.

En 1930 se subió el tipo de pignoración de la deuda y el de los descuentos comerciales, y que en 1931 (en julio en ambos años) se aumentó sólo el tipo de descuento comercial del Banco de España (es decir, se aflojó la política monetaria restrictiva, pues los bancos descontaban con la pignoración). Este aumento del tipo de interés se debió, fundamentalmente, a los intentos de los gobiernos españoles, monárquicos, de mantener la cotización de la peseta, aunque España no pertenecía al patrón oro, se actuó como si fuera miembro del club del oro. Es decir, la política del Ministerio de Hacienda y del Banco de España fue restrictiva en 1930 y lo siguió siendo en 1931, en lo que respecta al descuento comercial. Por lo tanto, algo de responsabilidad tuvo que tener el Banco de España (una entidad privada entonces) en el origen de la crisis de los años 1930. La política de tipos de interés practicada por el Banco de España fue la adecuada a partir de 1932; la reacción ante la crisis fue, por tanto, un poco tardía. Los tipos practicados para el descuento comercial por el Banco de España se redujeron en medio punto en 1932 desde el máximo de 1931 (6,5%), tras un intenso crecimiento desde el 5% en 1927 (para mantener la cotización de la peseta y evitar la pérdida de reservas exteriores). En 1933, se mantuvo el tipo de descuento en el 6%, pero en 1934 y 1935 volvió a reducirse el tipo de descuento en medio punto cada año, hasta el 5% en 1935. Asimismo, los tipos aplicados a la pignoración de la deuda por la banca privada se mantuvieron por el Banco de España en el 5% hasta que se redujeron en medio punto en 1934 y en otro medio en 1935 (esto implicaba que el gobierno trataba de fomentar el crecimiento de la base monetaria). Parece pues que la política monetaria fue utilizada siguiendo la ortodoxia monetaria de la época, en el segundo bienio republicano, lo que puede explicar parte de la recuperación económica desde 1934.

<sup>18</sup> En realidad, el único banco con problemas fue el Banco de Cataluña, por su fuerte posicionamiento en divisas extranjeras y por la abundante cartera de acciones industriales.

En los países del patrón oro, la devaluación fue una medida consciente y tardía para evitar la agravación de la crisis. El abandono del patrón oro por el Reino Unido en 1931 dejó flotar la libra, y provocó una apreciación de la peseta con respecto a la libra esterlina, justamente cuando se abandonó la intervención en el mercado de cambios por parte del Gobierno español, para mantener la peseta. Por el contrario, la decisión del Gobierno francés de permanecer en el patrón oro implicó que la peseta siguiera depreciándose frente al franco francés, también en 1932. Aunque en 1933, la peseta se apreció ligeramente con respecto al franco francés, durante la crisis de los 1930 la peseta mantuvo su valor con respecto al franco francés (que era la moneda más fuerte). Los gobiernos españoles siguieron la estela francesa en la cuestión de los cambios y, por lo tanto, no participaron de la generalizada política de devaluaciones competitivas destinadas a combatir la crisis en el interior de los distintos países. Sin duda alguna, la fortaleza de la peseta entre 1931 y 1935 perjudicó a las exportaciones españolas y favoreció las importaciones, lo que no contribuyó a la recuperación de la economía española.

Quizá la razón haya que buscarla en la escasa internacionalización de sus actividades, las pocas entradas de capital financiero en la segunda mitad de los años 1920, dada la no pertenencia de España al patrón oro, y en el reducido peso que las inversiones industriales tenían en sus carteras. Sólo quebró un banco de relieve: el Banco de Cataluña. Sin embargo, esta ausencia de crisis bancarias fue fundamental para que le «recesión» española no se convirtiera en «gran depresión». La ausencia de crisis bancarias se explican, por un lado, porque la posición contable de los bancos españoles era buena, dada la ortodoxia de la gestión bancaria de sus directivos y su aversión al riesgo. En efecto, el coeficiente de liquidez de la banca privada era suficientemente alto en los años 1930, pues el encaje suponía casi 1/5 de las cuentas corrientes bancarias en los bancos.

## 7. Conclusiones

La desfavorable coyuntura económica internacional desde 1929 agravó los desequilibrios estructurales que venía arrastrando la economía española desde la Primera Guerra Mundial. A la hora de resolver sus problemas, los políticos republicanos recurrieron a los instrumentos convencionales de su tiempo. No hicieron política que no se practicaran en otras democracias europeas del momento. En general, los conocimientos de los ministros de Hacienda de la República eran aceptables (Indalecio Prieto); muy buenos, en algunos casos (Jaume Carner, Joaquín Chapaprieta). En todo caso, tenían excelentes asesores. Así que no cometieron errores garrafales en la política coyuntural, en el marco de la teoría económica y de los instrumentos de la política económica disponibles en su tiempo, y dentro de las medidas tomadas en otros países. Desde una perspectiva actual se les podría criticar que no hubiesen dejado depreciarse la peseta desde 1928 (podían hacerlo pues España no pertenecía al patrón oro) y que hubiesen mantenido los tipos de interés, para defenderse de la crisis. Pero los gobiernos españoles practicaron una política de control de cambios ya iniciada Primo de Rivera (no se olvide que



entonces se quería entrar en el patrón oro, y de hecho, Japón lo hizo nada menos que en 1931) y la siguieron los gobiernos de la transición y el gobierno provisional de la República. Pero esto es lo que los empresarios esperaban que hicieran los gobiernos de entonces. A Indalecio Prieto no le reprocharon los empresarios esta política, sino el intento de controlar al Banco de España, que era una sociedad privada.

Esta política monetaria es la que estaban haciendo todos los países hasta la salida de Gran Bretaña del patrón oro en 1931 y de los Estados Unidos en 1933. Por lo tanto, sólo desde estos años puede decirse que los gobiernos españoles se equivocaron más que los países de que devaluaron. No obstante, España siguió el ejemplo de Francia. Entonces nadie tenía claro cuál de las dos políticas sería más eficaz para combatir la crisis. España no devaluó, pero sí que rebajó los tipos de interés, que era lo correcto. Desde 1933, se emprendió también una política proteccionista, con aumentos de aranceles sobre todo, pero muy floja en comparación a otros países. Desde la óptica de entonces, esto fue un error, pero los estudios posteriores han mostrado que el proteccionismo y las devaluaciones fueron contraproducentes.

Las propuestas, dentro de la economía convencional, eran muy dispares como muestran los cambios de orientación en la misma. Tan importantes, o más, que las cuestiones teóricas, fue la falta de instrumentos de la política económica. El problema pudo proceder, más bien, de la heterogeneidad de los gobiernos de coalición en toda la Segunda República. Los condicionantes políticos fueron importantes, pues no era fácil llegar a un acuerdo sobre la mejor política a practicar. Puede decirse que cada ministro iba por su lado, siendo difícil coordinar la labor de «gobierno». Por no hablar de la inestabilidad y rotación de los gobiernos, mayor en segundo bienio republicano, que trajo consigo el continuo tejer y destejer de las reformas por los sucesivos gobiernos, que anulaba sus efectos. No obstante, la inestabilidad política no es un rasgo diferenciador de la Segunda República.



## Referencias bibliográficas

- Comín, F. (1988): *Hacienda y economía en la España contemporánea, 1800-1936*. Vol. II: «La Hacienda transicional (1875-1935)». Madrid, Instituto de Estudios Fiscales; pp. 784-844.
- Comín, F. (2002): «El período de entreguerras»; en Comín, F.; Hernández, M. y Llopis, E., eds.: *Historia Económica de España. Siglos X-XX*. Barcelona, Crítica; pp. 285-329.
- Gómez Mendoza, A. y San Román, E. C. (2005): «Transportes y comunicaciones»; en Carreras, A. y Tafunell, X., coords.: *Estadísticas históricas de España: siglo XIX-XX*. Bilbao, Fundación BBVA; vol. II, pp. 509-572.
- Prados de la Escosura, L. (2003): *El progreso económico de España (1850-2000)*. Bilbao, Fundación BBVA.
- Tena, A. (2003): «Sector exterior»; en Carreras, A. y Tafunell, X., coords.: *Estadísticas históricas de España: siglo XIX-XX*. Bilbao, Fundación BBVA; vol. II, pp. 573-641.



MEDITERRANEO ECONÓMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario





# CRISIS EN LOS MERCADOS DE DEUDA Y CRÉDITO (2007-2010)

Francisco de Oña Navarro \*

## Resumen

La crisis que aún vivimos comenzó en los mercados de deuda y crédito en los que ha tenido una especial intensidad y a los cuales ha afectado de manera muy singular, aflorando la erosión que se estaba produciendo en la calidad de muchos de los activos e instrumentos financieros oculta por el optimismo que generaba el continuo crecimiento económico. Sin embargo, su desarrollo ha desbordado el ámbito de los mercados financieros para convertirse en un factor de desaceleración de la actividad económica global cuyo alcance final aún está por determinar. A medida que han ido avanzando los meses se ha constatado que se había relajado la disciplina de mercado y los requisitos prudenciales más estrictos y existía una manifiesta incapacidad para examinar y analizar los riesgos. Todo ello ha hecho que se deterioren algunos de los principios y valores sobre los que se sustentaba el sistema financiero, hasta llegar a ponerlos en cuestión.

## Abstract

*The crisis we are still experiencing began in the debt and credit markets where it has been particularly intense and which have been affected in a very specific way, bringing to the surface the erosion that had been occurring in the quality of many assets and financial instruments, concealed by the optimism generated by ongoing economic growth. However, its development has spilled beyond the financial markets to become a factor in the slowing down of global economic activity, the scope of which is yet to be determined. As the months go by, it has been noted that market discipline was relaxed along with the strictest prudential requirements, and there was a patent inability to examine and analyse risks. All of this led to the deterioration of certain principles and values in which the financial system was grounded, to the point that they have now been called into question.*

## 1. Introducción

Estamos atravesando la situación más compleja de las últimas décadas, producto de una crisis de proporciones globales, que está originando unas turbulencias nunca vistas y una incertidumbre inédita acerca de la solvencia del sistema económico y financiero y, peor aún, sobre la capacidad de pervivencia de este sistema, tal y como se ha ido forjando desde mediados del pasado siglo.

A pesar de este negro panorama, en la actualidad parece existir un cierto alivio porque se dispone de un análisis aparentemente sólido acerca de las causas y los efectos de esta crisis y, sobre todo, un creciente consenso o, al menos, una aproximación hacia él, en torno a las medidas y cambios necesarios para volver a una cierta normalidad y a un cierto grado de seguridad para el actual sistema financiero y empresarial. Eso sí, después de importantes y sustanciales ajustes y reformas que pueden cambiar en los próximos años, especialmente en el caso de España, la fisonomía de muchas de nuestras instituciones y empresas, en particular, las del sector bancario.

\* Bolsas y Mercados Españoles (Grupo BME).

Nadie pensaba que se iba a llegar donde ahora nos encontramos. El origen financiero de la crisis ha actuado como catalizador de un entorno de desconfianza y falta de liquidez que se ha ido extendiendo de una manera larvada y finalmente de forma explosiva hasta instalarse en la práctica totalidad de las instancias económicas y financieras.

A consecuencia de ello se han originado numerosos quebrantos patrimoniales que han hecho sucumbir a algunas de las hasta ahora más reputadas firmas bancarias mundiales y resentirse de forma convulsa a otras.

Los gobiernos de los países líderes, incluido el nuestro, se han visto sorprendidos por la dramática evolución de los mercados hacia el colapso y han debido poner en marcha numerosas iniciativas, unilaterales unas, y coordinadas con otros países, otras para impedir que dejasen de funcionar los circuitos de los sistemas de pago y financiación de las empresas y las economías.

En el momento presente, la crisis ha adquirido y se ha consolidado con unos perfiles globales, tanto desde la perspectiva geográfica como de los distintos ámbitos de la economía, afectando al sistema financiero, la economía real y a la práctica totalidad de las empresas y sectores, en definitiva al conjunto de los ciudadanos.

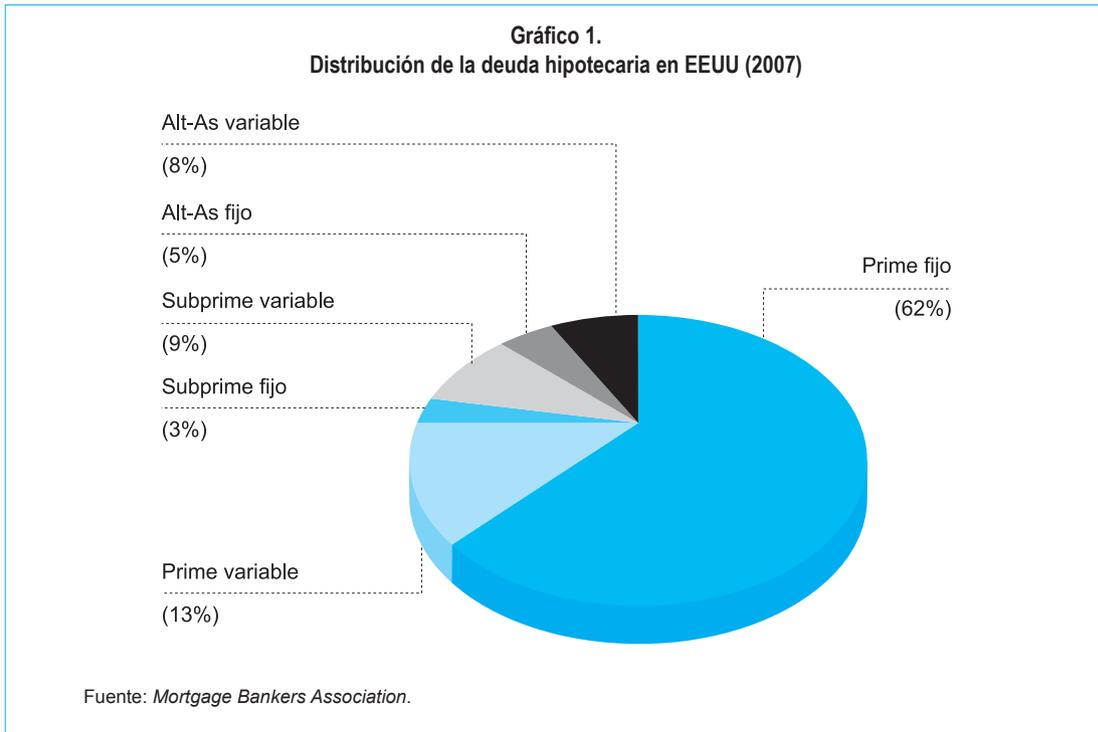
## 2. Orígenes de la crisis

96

La mayoría sitúa en 2008 el comienzo de la crisis, fecha en la que aparece de forma expresa ante la opinión pública. A medida que avanzaba ese año el deterioro de la actividad financiera se extendió a la economía real en su conjunto, dando lugar a un frenazo y una contracción de la actividad económica general, de tal modo que la mayoría de los países entraron en un escenario de recesión en el final de ese ejercicio. Sin embargo, los que trabajamos en los mercados de renta fija sabemos que el arranque fue anterior.

Ya en marzo de 2007, *New Century Financial*, segundo mayor originador de hipotecas subprime americano, anuncia que deja de proporcionar créditos debido a los problemas de liquidez que encuentra para financiarse. En tan sólo cinco días las acciones de esta compañía hipotecaria *subprime* son excluidas de cotización de la bolsa de Nueva York (NYSE). El 2 de abril se declara en quiebra.

No habían pasado ni tres meses cuando llega un nuevo sobresalto: el 14 de junio dos *hedge funds* promovidos por *Bearn Stearns* que invierten en hipotecas subprime se desploman. Durante las siguientes semanas, *Standard & Poor's* y *Moody's* se apresuran a rebajar la calificación de diversas operaciones que tienen como respaldo CDO y RMBS, por su exposición *subprime*.



A finales de julio, el día 31, la crisis se extiende a Europa: KfW anuncia que asumirá todas las obligaciones derivadas de la exposición de IKB en *Rhineland Funding*. En esas fechas, van cayendo como piezas de dominó nuevas entidades relacionadas con el mercado hipotecario americano: en agosto, entre otros, anuncia su quiebra *American Home Mortgage*, décimo banco hipotecario en EEUU; y *Contrywide* anuncia que la situación de los mercados de crédito tendrá un impacto directo en sus resultados; al tiempo que *Sentinel Management Group* solicita a la SEC la paralización de la liquidez en varios de sus fondos.

La situación se agrava y lleva a *BNP Paribas* a congelar la liquidez de tres de sus fondos ligados con el sector *subprime*, ante la imposibilidad de obtener una valoración adecuada de los activos incluidos en ellos. También en ese mes HBOS anuncia que utilizará las líneas de liquidez de su programa de *ABCP Gramplan*. Por aquel momento, *Gramplan* era el programa de *ABCP* de mayor tamaño existente en el mundo con más de 36.000 millones de dólares de saldo vivo.

*Commercial Bank of China* y *Bank of China* declaran que tienen más de 8.000 millones de dólares comprometidos en activos relacionados con el mercado *subprime*. La crisis estalla también en Asia.

Los primeros signos fuera de este específico segmento se dejan sentir ya en ese mes en las bolsas, con importantes recortes. La situación que se está creando obliga del 11 al 19 de agosto a una acción concertada de la FED, BCE, BCJ y Banco Central de Canadá para inyectar liquidez en el mercado.

Así llega el mes de septiembre de 2007, en el que la opinión pública europea recibe el primero aldabonazo: *Nothern Rock*, el banco hipotecario británico, sufre una fuerte retirada de depósitos. El Banco de Inglaterra anuncia su rescate por 45.000 millones de dólares.

A partir de esa fecha se generalizan los *write-offs* y resultados negativos en la presentación de cuentas de los principales bancos norteamericanos, *Citigroup*, *Morgan Stanley*, *Merrill Lynch*, etc.; y los europeos *UBS*, *Barclays PLC*, *Fortis*, se ven afectados por la crisis. El punto álgido es la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, en el que no quiso intervenir el Gobierno de EEUU; a partir de este hecho, los acontecimientos son de sobra conocidos por lo que evito reiterarlos.

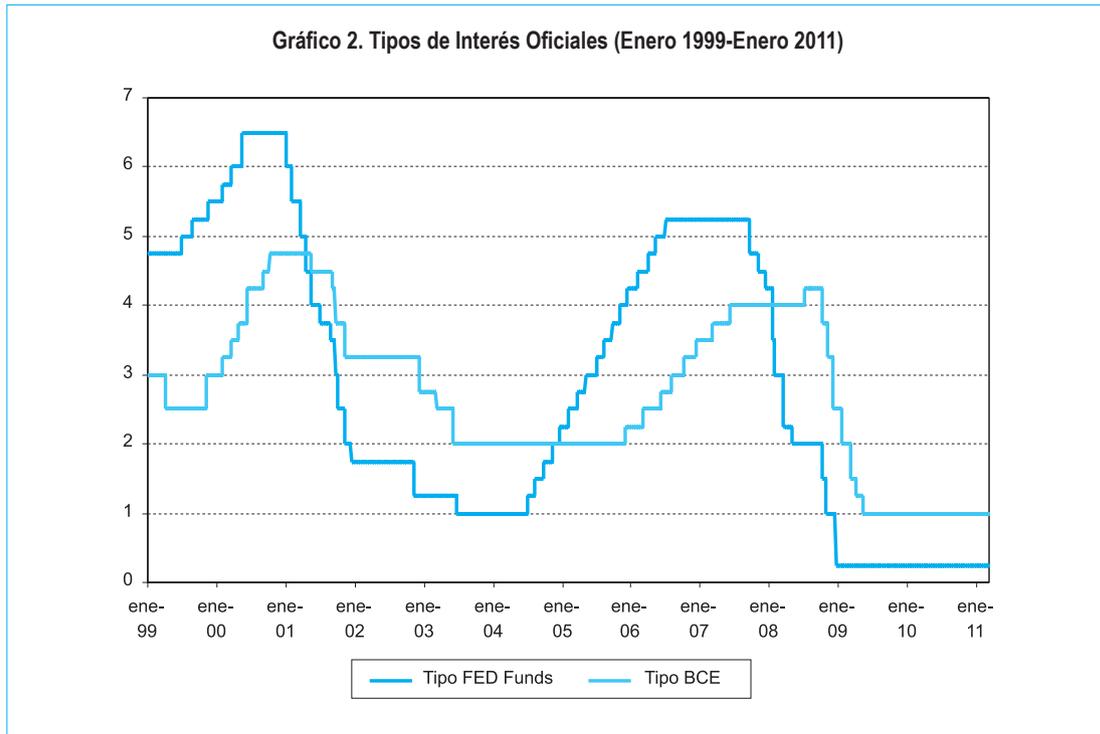
### 3. La titulización traslada la crisis a la generalidad del sector financiero

La generalidad de los mercados financieros ha sufrido los efectos de esta crisis, pero los mercados de crédito y deuda corporativa lo hacen de forma especialísima por el origen de la crisis, identificada hasta la saciedad en el tratamiento y titulización de los créditos *subprime* en Estados Unidos, como acabamos de apuntar, que luego se disemina globalmente y da origen a nuevos capítulos de suma y sigue.

Los créditos *subprime* constituyen una modalidad crediticia típica del sector financiero estadounidense e incorporan un alto nivel de riesgo de insolvencia. La concesión de estos créditos experimenta un fuerte crecimiento al inicio del nuevo siglo. Se concedían a un colectivo de la población norteamericana con calificaciones de riesgo de insolvencia altas, con ratios superiores al 75% de deuda respecto a ingresos y una cantidad elevada en relación con el valor de tasación de la vivienda que estaba siendo adquirida (en porcentajes por encima del 90% de *loan to value*).

Todo ello fue posible gracias a la política de bajos tipos de interés, puesta en marcha por el Gobierno norteamericano tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, mediante la cual se buscaba mantener una alta inyección de dinero en la economía, destinada en última instancia a promover un mayor crecimiento económico. De hecho, el sector inmobiliario se convierte en un componente importante de la recuperación económica gracias a la reducción del coste de financiación.

Esto hizo posible el señuelo de conceder hipotecas con tipos de interés muy bajos o nulos para los primeros años, que pasaban a ser variables durante el resto de la vida del préstamo. Como se podía predecir, se trata de un esquema que genera un importante riesgo de tipos de interés; de hecho, gran parte de los deudores fueron incapaces de hacer frente a la subida de cuotas en la fase alcista de tipos de interés.



Como prueba de ello, a principios de 2007 la situación se volvió crítica y comenzaron a encadenarse en serie incumplimientos masivos en los préstamos *subprime*. Estos *defaults* hundieron el valor de los créditos hipotecarios que se encontraban en el activo de los bancos. Como medida de protección algunas instituciones financieras que participaban en el sector cerraron sus divisiones de préstamos *subprime* de alto riesgo y restringieron la oferta de créditos de refinanciación, situación que hizo que la crisis se multiplicase.

En sus inicios, la mayoría pensaba que en caso de producirse una quiebra del sistema ésta derivaría en una crisis del sector inmobiliario y por extensión del hipotecario, y sus efectos se limitarían a los participantes en este segmento de la economía, no llegando a afectar de manera importante al crecimiento del conjunto de la economía americana y menos aún globalmente. No fue así, sin embargo.

¿Cómo llegaron estos instrumentos financieros a manos de otras instituciones no vinculadas al sector hipotecario americano? ¿Cómo pudo llegar el problema surgido a raíz de las hipotecas *subprime* a poner en cuestión algunos de los pilares básicos sobre los que tradicionalmente se ha asentado la teoría las de finanzas?

Las sociedades/vehículos remotos de inversión estructurada, *structured investment vehicles* (SIV), actuaron como redistribuidores de las emisiones de valores respaldados por los préstamos hipotecarios *subprime* difundiendo los riesgos hacia nuevos tipos de inversores.

Adicionalmente, estos vehículos devolvieron parte del riesgo de insolvencia a los cedentes a través de las líneas de liquidez que tenían firmadas con las entidades financieras promotoras.

Con la transformación de las carteras de créditos hipotecarios en títulos, las entidades financieras americanas sacaban de sus balances el riesgo y lo transferían a vehículos, que a su vez, emitían bonos que se colocaban en los mercados financieros internacionales.

Con esta transformación los inversores de cualquier parte del mundo tenían acceso y exposición a activos respaldados por hipotecas *subprime* americanas, que –por otra parte– contaban con calificaciones crediticias máximas.

El proceso se autoalimentaba y crecía exponencialmente. Los originadores redistribuyeron el riesgo a terceros obteniendo la liquidez necesaria para conceder de nuevo préstamos a nuevos solicitantes.

De esta manera, una crisis puramente doméstica de EEUU se había trasladado a entidades financieras de otros países.

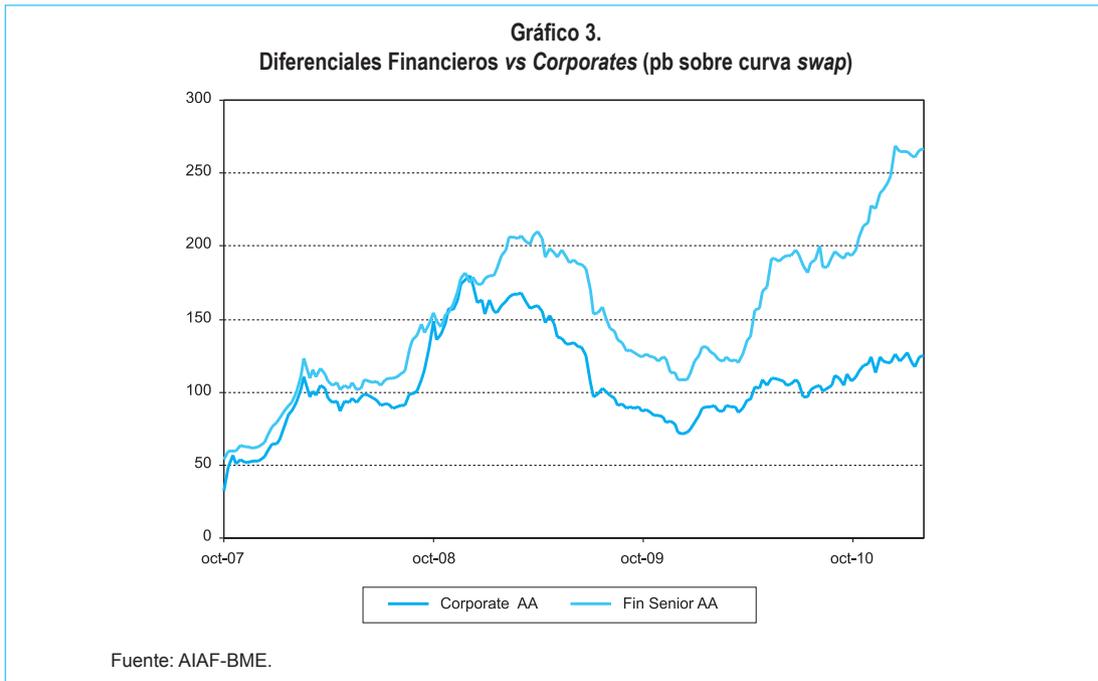
#### 4. Efectos en los mercados de crédito

Como se ha comentado, aunque la generalidad de los mercados financieros han sufrido las consecuencias de la crisis, esta han sido particularmente intensa en los mercados de deuda y crédito, con efectos tan perniciosos como la contracción del mercado primario con grandes dificultades para los emisores de valores y, concretamente, de activos respaldados por hipotecas, así como la ampliación de los diferenciales de crédito.

A ello se suma otro factor que ha acompañado el desarrollo de esta crisis, especialmente en su primera parte, de consecuencias nocivas para el funcionamiento de los mercados, como es la dificultad de valoración de los activos. Como consecuencia de todo ello la financiación se encareció y, más aún, se instaló la falta de confianza entre todas las instituciones financieras, que finalmente se trasladó a una corrosiva crisis de liquidez.

La falta de liquidez ha afectado a instituciones financieras que se encuentran al margen del fenómeno *subprime*, produciéndose efectos mucho mayores y más perjudiciales en la economía financiera y, por extensión, en la economía real.

En el caso concreto de los mercados crediticios, las primas de riesgo de los activos financieros han ido elevándose a lo largo de la crisis, sea cual sea el instrumento de deuda elegido y con independencia de la calificación crediticia del emisor.



Como consecuencia de todo ello, se han endurecido y sofisticado los criterios de análisis crediticio del riesgo valorándose, especialmente factores como el sector al que pertenece, el plazo de los títulos o los covenants incluidos en las emisiones.

Es de esperar que este endurecimiento a la hora del análisis se mantenga en los próximos años y los inversores dediquen una mayor atención al perfil financiero y empresarial del emisor y a aquellas características en su actividad que lo diferencien del resto.

El mercado primario de deuda corporativa ha acusado todo este proceso con una brutal caída en los volúmenes emitidos en los mercados de capitales en 2009 y 2010 por parte de quienes acudían regularmente a financiarse en ellos. Este descenso ha sido particularmente más intenso en Europa, ya que en EEUU las empresas se amoldaron a las nuevas circunstancias de mercado desde un principio, y a pesar de que los *spreads* se han multiplicado por tres y cuatro veces en ese país, las compañías han seguido emitiendo papel y los inversores, incorporando en sus carteras activos de renta fija.

## 5. La intervención de los Estados y organismos institucionales. Medidas anticrisis

La situación caótica existente en el año 2008 ha llevado a los Estados, bancos centrales e instituciones internacionales (FMI, Banco Mundial...) a adoptar medidas unilaterales y sincronizadas para hacer frente a la crisis.

Inicialmente la elección fue la de salvaguardar el sistema financiero, para lo cual se adoptaron todo tipo de medidas de apoyo que han ido desde la nacionalización «transitoria» de bancos, la garantía estatal de los depósitos bancarios y las facilidades para la obtención de liquidez ofrecidas por los bancos centrales.

A su vez, la consideración inicial de «crisis temporal» promovió todo tipo de ayudas para el mantenimiento de la actividad económica ante la falta de apoyo crediticio por el sistema bancario.

De forma esquemática, entre 2008 y 2010 todos los Estados adoptaron fórmulas que podríamos llamar *keynesianas*, basadas en la consideración de que el apoyo al sistema bancario era crucial, por la función de engranaje que supone para la economía en su conjunto, y en la sustitución por parte de los Estados del apoyo crediticio bancario a empresas y sectores básicos de la actividad económica.

Para llevar a cabo tales políticas sólo existen dos medidas: incrementar los déficits públicos y la creación de dinero. Las ingentes cantidades de recursos que han supuesto estas intervenciones han hecho que se utilicen ambas medidas. Es cierto que en el caso americano la política monetaria expansiva ha sido la predominante, mientras que en Europa esta posibilidad queda reducida a la actuación del Banco Central Europeo, por lo que la única alternativa de los países integrantes de la zona euro ha sido la de incrementar sus déficits públicos.

Las paradojas de la historia nos muestran retrospectivamente cómo los servicios de análisis de las grandes entidades bancarias que han tenido que ser intervenidas con dinero público, por mor de su ineficacia y falta de control de sus riesgos, junto con el reducido número de agencias de calificación de créditos, que trabajaban fuera de toda supervisión y cuya «impericia» en las calificaciones previas a la crisis es causa reconocida como «fundamental» en el desarrollo de la misma, plantean «obviamente» que las deudas soberanas tienen un problema como consecuencia de sus altos déficits públicos.

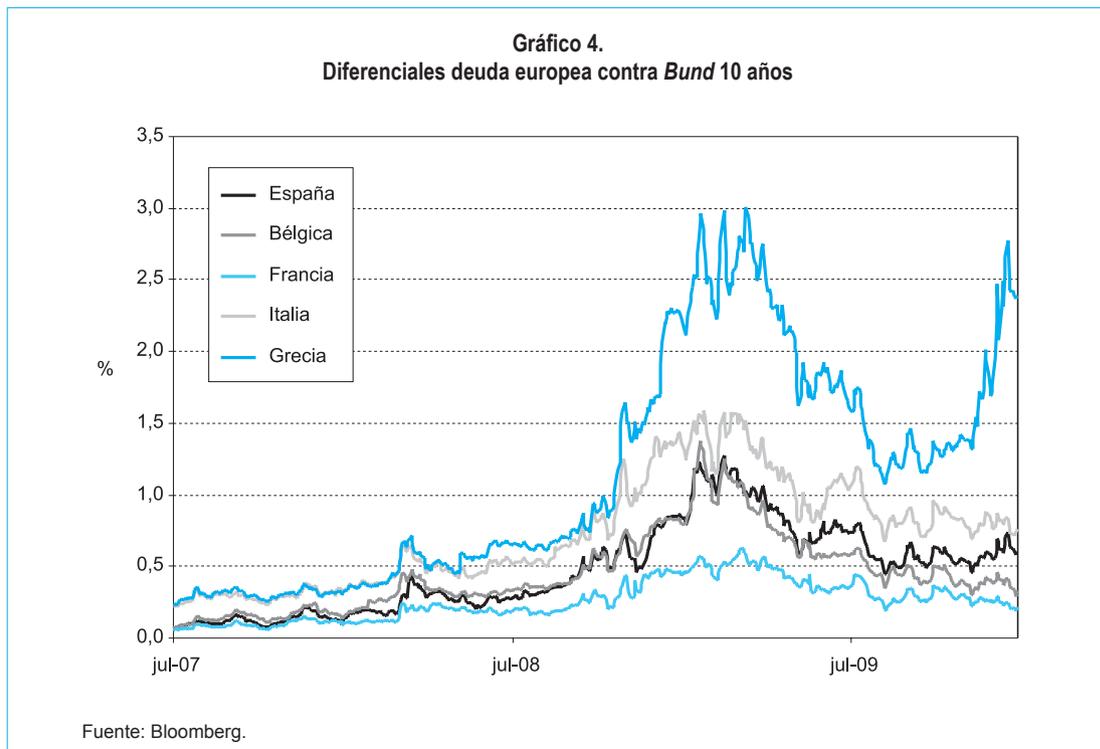
Curiosamente los análisis de estos «expertos» quedan circunscritos a los países del «euro» y no son extendidos a la economía americana a la que eximen, con benevolencia, su fuerte expansión de dinero y su alto déficit público bajo el supuesto de que ese es un problema de la economía global. Tampoco Reino Unido se ve sometido a su escrutinio, donde seguro que en el caso de aplicar las mismas reflexiones sobre sus cuentas públicas se derivarían críticas más severas.

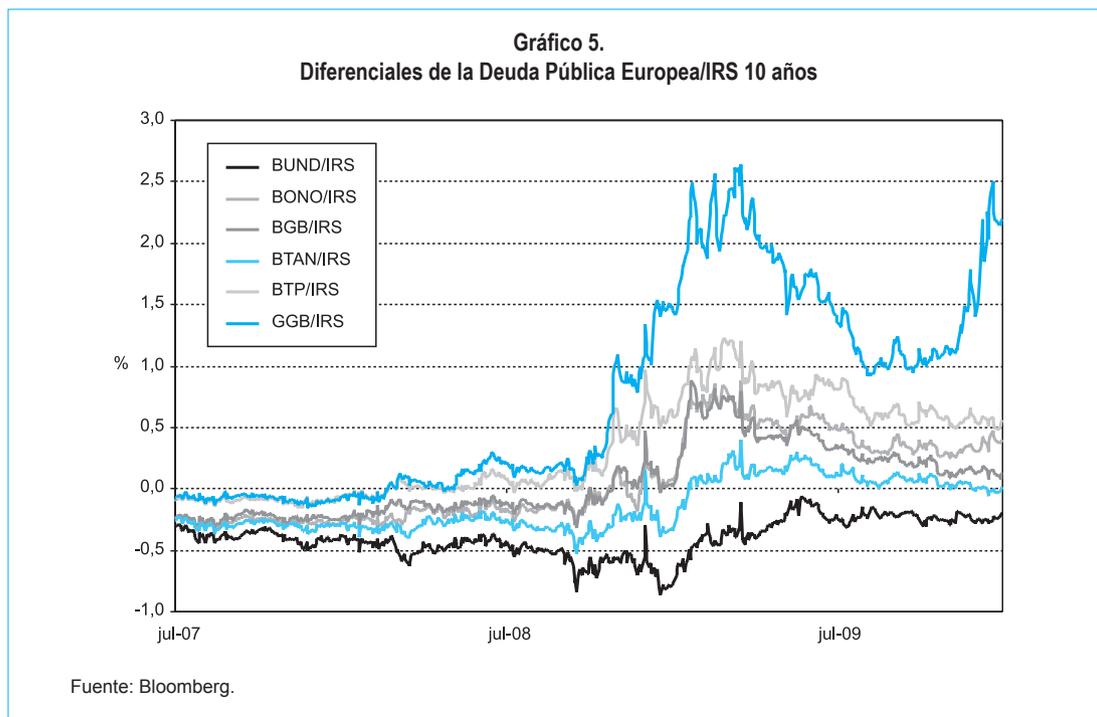
## 6. La crisis llega a la deuda soberana europea

Sobre estas bases, lo que fue en un primer momento un problema del mercado hipotecario americano se ha convertido en un problema de las deudas soberanas de los países llamados «periféricos» de la zona euro.

Así, aunque en los primeros compases de la crisis se produjera el típico movimiento de huida hacia la calidad, en este caso, desde la renta fija privada hacia la deuda pública, las cosas han variado sustancialmente a lo largo del año 2010 con su última oleada; la de la deuda soberana que, comenzando por Grecia, país que ha requerido el rescate de la Unión Europea y siguiendo por Irlanda, que ha seguido un proceso similar, ha puesto en entredicho la solvencia de las cuentas públicas de estos países.

La deuda soberana de países como Portugal, Bélgica, España e Italia se ha visto sacudida por esta marea de desconfianza que ha llevado a los inversores internacionales a un retraimiento respecto a la inversión en estos activos, a los que se les ha exigido además unas primas, en mi opinión, excesivas.





Existen razones de peso para que los inversores hayan actuado de este modo, llevados de una elemental prudencia respecto del nivel de la deuda pública de unos países que acumulan déficits excesivos que pueden poner en cuestión la devolución de la deuda. Es cierto, pero también han concurrido factores de otra índole que han dañado la naturaleza de estos activos, más allá de su propia debilidad. Especialmente el modo de proceder y de pronunciarse de determinadas instancias e instituciones, entre ellas las agencias de *rating* que en otras ocasiones no han demostrado el mismo celo ni se les ha prestado el mismo eco a su opinión, a lo que hay que sumar la ferocidad de determinados ataques especulativos que han desestabilizado aún más la situación.

La suma de estos factores es lo que ha venido denominándose como «la presión de los mercados». En el caso de España dichas presiones obligaron a su Gobierno a la altura del pasado mes de mayo, a adoptar toda una serie de medidas de ajuste y cambiar su discurso hacia un programa de reformas estructurales.

Bienvenidas sean las reformas acometidas o en curso de acometerse en nuestro país, pero conviene hacer un alto y analizar si la posición de la deuda pública española y de las cuentas públicas es tan dramática como algunos quieren hacer ver.

Es justo decir que la demanda de nuestra deuda pública, en términos generales, ha sido satisfactoria en el último año, cuando las presiones han sido más agudas. Incluso recientemente, como se puede comprobar con los datos de las últimas subastas y también en el caso específico de la primera emisión de bonos de titulización del déficit eléctrico avalado por el Estado, que se realizó en enero de 2011.



En cuanto a la magnitud del endeudamiento, según la notificación publicada por Eurostat el 22 de octubre de 2010, al finalizar el año 2009, 11 Estados de la UE superaban el límite de endeudamiento del 60% del PIB, entre ellos Alemania (73,4%), Francia (78,1%), Reino Unido (68,2%), Bélgica (96,2%) e Italia (116,0%). Por su parte, España (53,2%) no lo había alcanzado, y aunque lo superara en 2011 no dejará de mantener la notable diferencia con esos otros países, periféricos o no, sobre cuya solvencia «el mercado» no tiene dudas.

No obstante, estas dificultades han sido reconocidas por el propio Tesoro Público, si bien en un tono que no se ajusta a la auténtica intensidad de las mismas, en el documento en el que explica su estrategia de emisión para 2011, donde se afirma que:

«El año que termina se ha caracterizado por las dificultades que han sufrido algunos Estados miembros de la Zona Euro a la hora de obtener financiación en los mercados de capitales, provocando serias alteraciones en el mercado europeo de Deuda Pública. España no ha sido ajena a la crisis de deuda: han aumentado sus costes de financiación, fundamentalmente en términos relativos, a la par que ha visto rebajada su calificación de riesgo soberano. A pesar de todo ello, el Tesoro Público ha logrado completar su programa de financiación manteniendo sus compromisos con el mercado y la confianza de sus inversores».

En todo caso, el Tesoro Público asegura que la necesidad de endeudamiento para 2011 «será un 24% menor que en 2010, situándose en 47.214 millones de euros. La necesidad de emisión bruta será un 7% inferior a la de 2010».

Pese a tales declaraciones, parece claro que las dudas e incertidumbres persistan y es previsible que permanezcan durante todo el ejercicio 2011, con la posibilidad de ampliación en otros países del área euro, como Bélgica e Italia.

La respuesta siempre tardía y confusa, cuando no inane, de los órganos de Gobierno de la Unión Europea supone un ingrediente adicional para esta situación de inestabilidad sobrevenida y sólo la actuación del Banco Central Europeo, mediante compra de Deuda y mantenimiento de la dotación de liquidez, supone un apoyo frente a la fuerte apuesta de la citada «presión de los mercados».

## 7. Las medidas anticrisis en España

El Gobierno español, en línea con la mayoría de los países, ha puesto en marcha diversas medidas, para impulsar la economía y facilitar la actividad de las entidades bancarias en los mercados de capitales; si bien se sigue discutiendo acerca de la celeridad o no con la que se actuó, la eficacia de las mismas y el efecto que están teniendo tanto sobre el déficit público como en el crecimiento de la actividad económica.

Independientemente de medidas como la creación de un fondo para financiar actividades de los ayuntamientos, con 8.000 millones de euros (Real Decreto-ley 9/2008, de 28 de noviembre), y la asignación adicional de 5.000 millones a través del ICO (Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre), así como de las reformas de carácter laboral o que afectan al sistema de pensiones, nos centraremos aquí en las que han tenido un marcado acento financiero y en concreto sobre los mercados de capitales.

Las medidas a las que me refiero fueron fundamentalmente las siguientes:

- La constitución del **Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF)** (Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre), dotado con un máximo de 50.000 millones, con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.
- La concesión de **avales** (Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre) desde el año 2008, hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros, para la emisión de activos de entidades bancarias.
- La constitución del **Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB)**, (Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio), dotado con 9.000 millones de euros y con capacidad de apalancamiento hasta 90.000 millones, destinado al saneamiento de las entidades financieras.

Tabla 1. Valores de renta fija del FAAF

Tipo de operaciones en la subasta	Simultáneas a 2 años	Compraventas a vencimiento
Tipo de activos aceptados	Cédulas Hipotecarias, Bonos de Titulización respaldados por Cédulas Hipotecarias, Bonos de Titulización de Activos y Bonos de Titulización Hipotecaria	Cédulas Hipotecarias y Bonos de Titulización de Activos respaldados por Cédulas Hipotecarias
Fechas de emisión de los activos aceptados	Posterior al 1 de agosto de 2007	Bonos de Titulización de Activos respaldados por Cédulas Hipotecarias; entre el 15 de octubre y el 29 de diciembre de 2008
		Cédulas Hipotecarias; 29 de diciembre de 2008
Vencimiento de los activos aceptados	-	29 de diciembre de 2011
Cupón/amortización.	Fijo o variable/ -	4% fijo anual/a la par
Rating mínimo	AA	AAA
Admisión a cotización en un Mercado Regulado de los activos aceptados	Obligatoria. En caso de no estar admitidos en la fecha de la subasta, el emisor debe comprometerse a obtener la admisión en el plazo máximo de tres meses desde la fecha de adjudicación.	

Fuente FROB.

**Tabla 2. Resultado de las subastas celebradas por el FAAF**

	Primera subasta 20/11/2008	Segunda subasta 11/12/2008	Tercera subasta		Cuarta subasta	
			20/01/2009		30/01/2009	
			Tramo competitivo	Tramo no competitivo	Tramo competitivo	Tramo no competitivo
Importe solicitado (mlls €)	4.562	9.479	4.399	3.373	7.127	4.865
Importe adjudicado (mlls €)	2.115	7.224	3.024	976	4.732	1.270
Número de ofertas	70	96	117	44	100	36
Número de entidades solicitantes	28	37	49	44	40	36
Número de ofertas adjudicadas	51	62	88	42	60	36
Número de entidades adjudicatarias	23	31	45	42	32	36
Tipo marginal	3,15%	3,75%	2,45%		3,33%	
Tipo medio ponderado	3,34%	3,93%	2,70%		3,49%	
Prorrato al marginal			68,83%		96,34%	

Fuente: FAAF.

**Tabla 3. Emisiones avaladas por el Tesoro Español**

Programa	Número de emisiones avaladas	Número de entidades beneficiarias	Total nominal de emisiones avaladas (€)*
2008/2009	127	40	42.009.927.752,00
2009/2010	52	27	17.496.150.000,00

\* Incluye el contravalor en euros de las operaciones avaladas denominadas en divisas distintas del euro, al tipo de cambio oficial del euro respecto a las divisas en cuestión correspondiente a dos días hábiles antes del día del desembolso de las emisiones avaladas.

Fuente: DGT y PF.

107

**Tabla 4. Emisiones del FROB**

Características principales		Primera emisión		Segunda emisión	
Garantía	Explicita, incondicional e irrevocable del Reino de España	Fecha desembolso	19/11/2009	Fecha desembolso:	03/02/2011
Consumo Recursos Propios	0%	Volumen	3.000 mlls de €	Volumen	3.000 mlls de €
Haircut BCE	emisiones hasta 5 años = 4,5%	Cupón	3%	Cupón	4,50%
	emisiones entre 5 y 7 años = 5,5%	Vencimiento	19/11/2014	Vencimiento	03/02/2014
Negociación	Mercado de la Deuda Pública del Banco de España	Spread	MS + 25	Spread	MS + 220

A pesar de los extendidos comentarios sobre el efecto de estas medidas en las cuentas públicas, hay que constatar que todas ellas son remuneradas y han supuesto, y supondrán en el futuro, ingresos para el Tesoro Público.

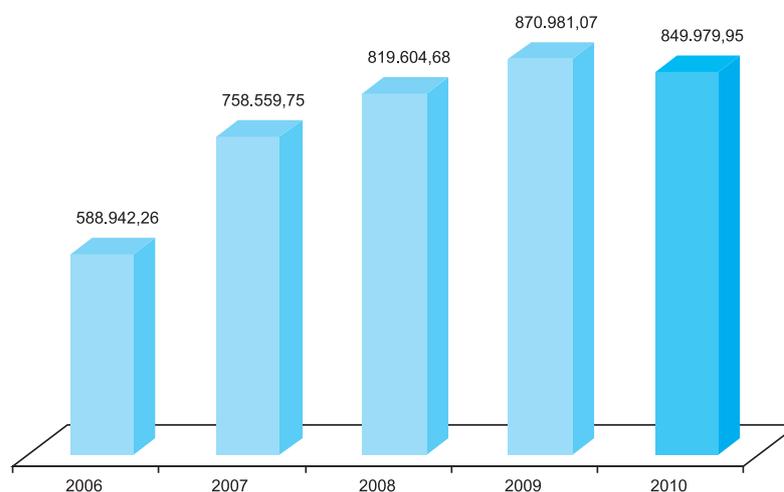
Por otra parte, y en lo que se refiere al mercado español de deuda corporativa, puede decirse que, aunque con fuertes descensos en los volúmenes de emisión, ha contribuido en cierta medida a evitar posibles colapsos en el funcionamiento del *funding* de las entidades bancarias españolas, tanto por la utilización de colaterales para el descuento en el Banco Central Europeo (BCE), como por la vehiculación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) y de las emisiones avaladas por el Tesoro.

**Tabla 5. Volumen admitido a cotización AIAF MRF**

Año	Pagarés	Bonos y obligs.	Cédulas	Bonos de titulización	Particip. preferentes	Total
2006	332.328	45.884	69.765	59.648	629	508.254
2007	440.215	30.544	63.576	106.220	507	641.061
2008	314.602	10.088	50.390	101.617	246	476.943
2009	191.498	61.914	52.652	68.960	13.553	388.576
2010	99.784	24.769	52.921	45.871	100	223.445

Fuente AIAF-BME.

**Gráfico 6.  
Saldo en circulación AIAF MRF**



Fuente AIAF-BME.



## 8. Perspectivas en los mercados de renta fija

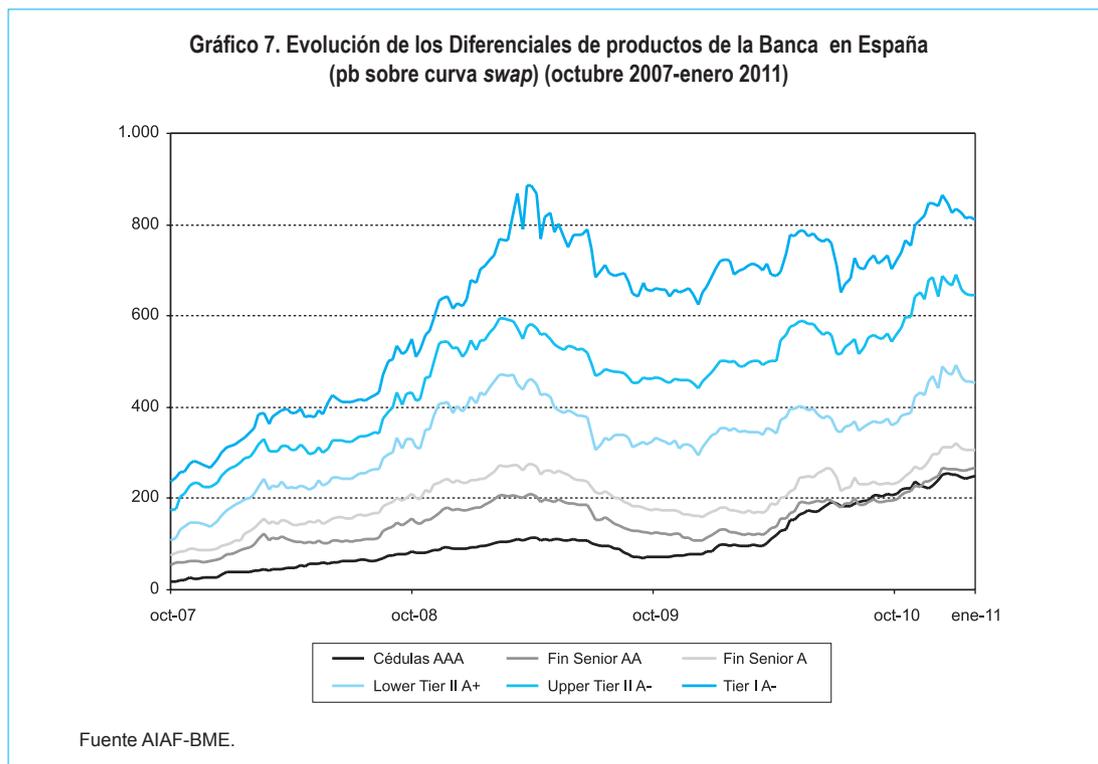
Resulta muy aventurado cualquier intento de previsión acerca de lo que puede ocurrir en el terreno de los mercados de crédito y de deuda en un futuro próximo. Subsisten demasiadas incertidumbres para que pueda acometerse esta tarea con ciertas garantías de acierto. A las incertidumbres y a los efectos de la crisis reciente se suman, además en la actualidad, las convulsiones en toda la franja del Norte de África que han añadido en muy poco tiempo, desde el flanco geopolítico, nuevas incógnitas y mayores dosis de imprevisibilidad.

Por otra parte, la actual crisis ha hecho aflorar un sinnúmero de defectos estructurales del actual sistema financiero, y multitud de prácticas y comportamientos poco ortodoxos cuando no inaceptables, que siguen generando disfunciones cuyo impacto resulta ahora difícil de calibrar. La envergadura y la extensión de los fallos en el sistema, desde los propios reguladores hasta los gestores de las instituciones financieras han sido graves. Los riesgos asumidos sin excesivo control, la falta de una adecuada política de valoración de estos riesgos y el afán por ir cada vez un paso más adelante en la carrera por la innovación y la excelencia financiera han llevado a muchas instituciones a una situación larvada de insolvencia.

Muchos de los que han creado estas situaciones han sido durante estos años pasados bien recompensados, en ocasiones con retribuciones millonarias. La osadía de algunos ha sido premiada y ensalzada durante años sin entrar a analizar el impacto que esta huida hacia adelante podía tener en los balances de las instituciones financieras y su impacto en la marcha de la economía en su conjunto.

Este modo de proceder ha tenido consecuencias nefastas. La peor de todas ellas, la pérdida de confianza generalizada en el sistema financiero. Las fabulosas sumas que han requerido muchos bancos e instituciones financieras para sanear sus balances han puesto en alerta a los gobiernos y a los ciudadanos.

La desconfianza también se ha instalado entre los propios bancos y las entidades financieras. Desde el comienzo de la crisis se ha hecho sumamente difícil encontrar crédito. Los bancos no se prestan entre sí y los mercados de emisión permanecen prácticamente cerrados salvo en momentos concretos en los que se abren algunas ventanas de oportunidad que permiten realizar emisiones puntuales, siempre lastradas por unas importantes primas de riesgo. Y, últimamente, como hemos visto, la desconfianza ha carcomido la capacidad de los Estados para endeudarse.



La actual situación es insostenible en el tiempo. Los meses pasan y la crisis permanece, especialmente en los mercados de renta fija. Son muchos los que anticipan un año 2011 y 2012 pleno de tensiones por los abundantes vencimientos que se producirán en la deuda de todos los bancos a escala mundial.

Pero además, las empresas necesitan que regrese el crédito. En estos años de crisis la falta de crédito que ha sufrido la actividad empresarial se ha traducido en un duro ajuste del empleo y en la supervivencia misma de muchas de ellas. Sin embargo, si se quiere lograr una salida real de la crisis resulta indispensable que la actividad empresarial se recupere, que crezca el producto y se revitalice la demanda. Y para ello, es necesario disponer de crédito.

## 9. A modo de conclusión

La crisis que aún vivimos comenzó en los mercados de deuda y crédito en los que ha tenido una especial intensidad y a los cuales ha afectado de manera muy singular, aflorando la erosión que se estaba produciendo en la calidad de muchos de los activos e instrumentos financieros oculta por el optimismo que generaba el continuo crecimiento económico.

Sin embargo, su desarrollo ha desbordado el ámbito de los mercados financieros para convertirse en un factor de desaceleración de la actividad económica global cuyo alcance final aún está por determinar.



A medida que han ido avanzando los meses se ha constatado que se había relajado la disciplina de mercado y los requisitos prudenciales más estrictos y existía una manifiesta incapacidad para examinar y analizar los riesgos. Todo ello ha hecho que se deterioren algunos de los principios y valores sobre los que se sustentaba el sistema financiero, hasta llegar a ponerlos en cuestión.

La rápida difusión de esta tormenta financiera se ha producido mediante la correa de transmisión que ha supuesto la caída en términos globales de un índice, por otra parte difícil de medir, cual es el de la «confianza de los agentes económicos».

La falta de transparencia ha constituido el problema fundamental que se ha manifestado en los mercados de renta fija, y una de las claves del colapso del mercado, contribuyendo a la extensión de la crisis de confianza y generando buena parte de las causas de la crisis de liquidez y financiación. La necesidad de dotar a los mercados de renta fija de mayor transparencia deberá ser el referente de las medidas futuras.

Si algo ha enseñado esta crisis a efectos de la transparencia de mercado es que los activos precisamente con más riesgo puro –que son las acciones– han mantenido una claridad en sus precios y consecuentemente en su liquidez, independientemente de las fuertes caídas de precios, mientras que en los mercados de renta fija se ha mantenido una oscuridad sólo visible con las linternas de los especialistas de este mercado.

Los mercados de financiación a través de la emisión de valores constituyen el principal y más innovador mercado de activos financieros a nivel mundial, siendo permanentemente generadores de estructuras financieras complejas. El modelo vigente es plenamente descentralizado, internalizado y, a efectos de la contratación, realizado fuera de mercados regulados (OTC).

Estas singularidades de los mercados de renta fija implican un modelo diferente al implantado para la renta variable, sin embargo, ello no supone que los criterios de transparencia no puedan serles plenamente exigibles.

En la Comunidad Europea la pieza legislativa más importante a estos efectos es la Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros, MiFID, que establece como principio general la transparencia de los mercados. Debe aprovecharse este nuevo escenario normativo europeo para desarrollar las medidas tendentes a incrementar la transparencia, recuperar la confianza y combatir la crisis de liquidez.

Dicha Directiva –a los efectos que aquí nos interesan– establece como principio general la transparencia de los mercados. No obstante, si bien lo hace de modo claro y decidido en el mercado de renta variable –probablemente por considerar que es donde se materializa en mayor medida la inversión minorista–, se muestra indecisa sobre la extensión de dicha transparencia a los mercados de renta fija y ello en contradicción con muchos de los principios básicos que la propia Directiva defiende.

En este sentido, sorprende la falta de determinación por parte de autoridades económicas europeas y de supervisores a la hora de la aplicación de los criterios básicos de pre y post transparencia en la renta fija, que a su vez son los que pueden garantizar el requisito de «mejor ejecución», principio exigible en la propia Directiva.

Además, resulta necesario en el contexto de los mercados la mejora en la divulgación de la información, el incremento de la liquidez, el rigor y la disciplina de mercado, el establecimiento de estrictos requisitos prudenciales, el control preciso de los riesgos, la adecuada valoración de los activos y la capacidad para formar precios, la seguridad y la mayor responsabilidad de los agentes del mercado.

Por otra parte, se puede decir que los mercados organizados se han mostrado capaces de gestionar correctamente estas situaciones de enorme volatilidad en evidente contraste con cualquier otra alternativa. Esto permite pensar que serán una de los pilares básicos de la nueva arquitectura financiera tras la salida de la crisis y que los mercados regulados pueden configurarse como instituciones centrales y nucleares (*Informe Mackinsey*) frente a los mercados OTC. Como de hecho vienen reclamando la práctica totalidad de las instituciones supranacionales, que abogan por un mayor control de las actividad OTC como medio para aumentar la confianza en el sistema financiero y reducir el riesgo sistémico futuro.

A su vez, resulta evidente que los sistemas de *clearing* y las cámaras de contrapartida y, en general, los mecanismos de control de riesgo y salvaguarda del buen fin de las operaciones en los mercados saldrán fuertemente reforzados.

En todo caso, la financiación a través de la emisión de valores continuará siendo una tarea compleja que implica por parte del emisor un mayor esfuerzo de promoción, mayor transparencia en sus estados financieros y mayor capacidad de convencer a los inversores. Por todo ello, durante un período largo los emisores deberán asumir unos mayores costes financieros en la medida en que los *spreads* que exigen los inversores seguirán siendo notablemente más altos que los devengados con anterioridad a la crisis.

En definitiva, tiempos duros en los mercados de capitales. El camino a recorrer tiene sólo una directriz: lograr la confianza de los agentes económicos. El trabajo está repartido entre las empresas financieras e industriales, los reguladores y supervisores de los mercados, los propios mercados y sobre todo, las autoridades económicas nacionales y supranacionales cuya decisión y cohesión en el impulso de las medidas a tomar resulta imprescindible para avanzar en este largo recorrido.



# LA CRISIS Y EL FUTURO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA

José Antonio Trujillo \*

## Resumen

Se puede afirmar que el mercado de capitales se cerró al término de 2007, y ya nada ha vuelto a ser igual. Actualmente, con los mercados todavía lejos de normalizarse, las entidades de crédito españolas se resienten de una dificultad de acceso a la financiación que complica su a todas luces necesario ajuste, al tiempo que pone en cuestión el futuro de alguna de ellas. La presente situación de restricción y encarecimiento de la financiación tiene componentes coyunturales pero también de cambio de reglas de juego. Se están produciendo cambios en la regulación que dificultan y encarecen el apalancamiento de las entidades, y cuyas consecuencias a medio plazo deberían ser la reducción y concentración del sistema crediticio. Ésta es la dirección del cambio en los sistemas crediticios de los países de la UE y, obviamente, por su desproporcionada dimensión, es la del caso español, donde quizás ahora sólo estemos asistiendo a la primera fase de un cambio más profundo. Con mayor o menor intensidad, existen problemas de financiación para la mayoría de las entidades de crédito, pero centrándonos en el caso español, hay una división relativamente nítida entre dos grandes grupos de entidades cuya frontera quizás también sea la que delimita la viabilidad a largo plazo de unas y otras, al menos con el modelo de negocio que ha imperado hasta ahora en la práctica totalidad de nuestras entidades.

## Abstract

*It could be said that the capitals market closed at the end of 2007 and nothing has been the same since. Currently, with the markets still a long way from returning to normal, Spanish credit entities are suffering the effects of difficulties accessing finance which complicates their by all accounts necessary adjustment, whilst at the same time calling the future of some of them into question. The present situation of finance restriction and rising costs has some situational components but also involves changes being made to the rules of the game. Changes are taking place in regulation which impede and increase the costs of leverage for entities, the consequences of which in the medium term should be the reduction and concentration of the credit system. This is the direction of change occurring in credit systems within EU countries and, obviously, owing to its disproportionate size, it also applies to Spain where perhaps only now we are witnessing the first stage in a deeper change. To a greater or lesser extent, most credit entities are having to cope with finance problems, but focusing on the Spanish case, there is a relatively clear division between two major groups of entities, marked out by a frontier that perhaps also defines their long-term viability, at least with the business model which has so far prevailed in practically all our entities.*

## 1. Introducción

En el cuarto trimestre de 2007 comenzó a manifestarse la crisis en el mercado de capitales europeo. Empezaron a ser evidentes los primeros síntomas de saturación y la demanda de productos de titulización y bonos garantizados (*covered bonds*) comenzó a retirarse. La oferta redujo plazos y aceptó diferenciales significativamente mayores, aunque ahora aquellos aumentos parecen insignificantes. Se puede afirmar que al término de 2007 el mercado se cierra y ya nada ha vuelto a ser igual<sup>1</sup>.

Actualmente, con los mercados todavía lejos de normalizarse, las entidades de crédito españolas se resienten de una dificultad de acceso a la financiación que complica su a todas luces necesario ajuste, al tiempo que pone en cuestión el futuro de alguna de ellas. La presente

\* Presidente de Intermoney Titulización.

<sup>1</sup> En España la última emisión de las denominadas «multi-cédulas» colocada en mercado es de noviembre de 2007. No se ha vuelto a colorar ninguna emisión de este tipo desde entonces. Las cédulas hipotecarias de emisores individuales no volvieron a emitirse, y sólo intermitentemente con volúmenes y plazos reducidos hasta que el BCE inauguró su programa de compras de bonos garantizados (*covered bonds*) en junio de 2009.

situación de restricción y encarecimiento de la financiación tiene componentes coyunturales pero también de cambio de reglas de juego. Se están produciendo cambios en la regulación que dificultan y encarecen el apalancamiento de las entidades y cuyas consecuencias a medio plazo deberían ser la reducción y concentración del sistema crediticio. Ésta es la dirección del cambio en los sistemas crediticios de los países de la UE y, obviamente, por su desproporcionada dimensión, es la del caso español, dónde quizás ahora sólo estemos asistiendo a la primera fase de un cambio más profundo. Con mayor o menor intensidad, existen problemas de financiación para la mayoría de las entidades de crédito, pero centrándonos en el caso español, hay una división relativamente nítida entre dos grandes grupos de entidades, cuya frontera quizás también sea la que delimita la viabilidad a largo plazo de unas y otras, al menos con el modelo de negocio que ha imperado hasta ahora en la práctica totalidad de nuestras entidades. Hay un reducido grupo de entidades que, aún en condiciones relativamente difíciles, pueden acceder al mercado cuando éste ofrece ventanas de oportunidad; sin embargo, hay otro numeroso para el que el mercado está cerrado.

Durante décadas, y especialmente en la que culmina en el estallido de la crisis, el conjunto de entidades de crédito españolas ha ido convergiendo hacia la homogeneidad, no sólo en operativa sino también en estructura de financiación y capacidad de acceso a los mercados. Valga como ejemplo de esto último que la diferencia de coste de financiación en mercado entre los grandes bancos y las entidades más pequeñas, utilizando cédulas hipotecarias e instrumentos de titulización de activos, llegó a reducirse a unos exiguos puntos básicos, incluso para financiaciones a muy largo plazo. La generalizada facilidad de crédito y las mínimas diferencias de coste explican el crecimiento vertiginoso de muchas entidades que, como posteriormente se demostró, no estaban preparadas para ello. En el caso español, esta situación propició el deterioro de los controles de riesgo y las políticas de expansión fuera de las zonas naturales de las entidades y de sus perfiles habituales de negocio y clientela.

La desmesurada expansión del crédito, financiada por todas las entidades en el mercado de capitales, impone ahora unas obligaciones de refinanciación muy severas y en un horizonte cercano. Éstas han de hacerse en un mercado mucho más estrecho y mucho más caro. Ahora todas las entidades están obligadas a modificar su estructura de financiación y muchas de ellas su tipo de negocio, pues si algo se puede vislumbrar es que para muchas de ellas la continuación del pasado es inviable.

En los próximos 4 años las entidades de crédito españolas tienen que refinanciar deuda por un importe aproximado de 287.000 millones de euros. Adicionalmente, en ese mismo periodo se producirán amortizaciones de operaciones de titulización por un importe cercano a otros 50.000 millones. Éstas, sin embargo, por sí mismas no causan un problema de liquidez a las entidades, pues no se trata de pasivos propios sino de los correspondientes fondos de titulización y, en consecuencia, los recursos para la amortización de los bonos proceden de la amortización de los propios activos<sup>2</sup>. No obstante, aunque la amortización de las titulizacio-

<sup>2</sup> Estas cifras son estimaciones de *Bond Holder Communication Group and Acupay* en enero de 2011.



nes no cause un problema de liquidez a las entidades, las eventuales nuevas titulizaciones que se quieran promover, producto en su caso de la originación de nuevos activos, sólo se podrán colocar en el mercado a coste mucho más elevado, si es que este mercado, ahora prácticamente cerrado, se volviera a abrir. En definitiva, la titulización no va a ser una vía que permita una fácil refinanciación de los nuevos créditos, ni tampoco de los vencimientos de pasivos que se avecinan. Más adelante nos referimos con detalle a los problemas que afronta el mercado de titulización.

La posibilidad de aumentar los depósitos de la clientela va a ser muy limitada, dado el contexto de feroz competencia por un volumen total de escaso crecimiento. La apelación al mercado con deuda sin respaldo (deuda *senior*) en volúmenes significativos sólo estará al alcance de muy pocas entidades. En consecuencia, tendrán que seguir dependiendo de la financiación con instrumentos respaldados por activos, sean de naturaleza garantizada (títulos hipotecarios) o de titulización, sea ésta de préstamos hipotecarios o personales. Por el momento, las entidades siguen solucionando sus tensiones de liquidez mediante la facilidad de descuento de Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, a medida que el BCE vaya dificultando el acceso al descuento, como es altamente probable, y dado el difícil retorno del mercado de titulización, las entidades dependerán aún más del mercado de títulos hipotecarios (cédulas y bonos). En este contexto de dificultades de refinanciación, la creciente presión de las exigencias de capital obligará a muchas entidades a adelgazar su balance, como una vía de escape. La cuestión será entonces si la menor dimensión es económicamente viable sin un cambio de la estructura del negocio.

## 2. Necesidades de capital

115

La crisis, que empezó siendo de liquidez, como consecuencia del derrumbe de los mercados mayoristas de deuda, se va transformando con el paso del tiempo en crisis de solvencia como consecuencia del deterioro de los activos generados con financiación apalancada en el periodo de expansión descontrolada. Esto hace que algunas entidades españolas, al margen de las citadas necesidades de refinanciación de sus posiciones en el mercado de deuda, deban afrontar el problema adicional de aumentar capital. En particular, cumplir con las obligaciones establecidas en el Real Decreto Ley de 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero. En un plazo de pocos meses, algunas entidades estarán obligadas a apelar al mercado para capitalizarse o recibir aportaciones del FROB mediante alguno de los instrumentos previstos. La captación de capital, siempre difícil en sí misma y especialmente ahora por la situación del mercado y el deterioro de imagen que arrastra una parte de las entidades españolas, se agrava si ha de hacerse con apremio, especialmente en el caso de entidades inmersas en procesos administrativos de agrupación o fusión.

El importe global de las necesidades adicionales de capital de las entidades de crédito españolas para cumplir con lo establecido en el citado RDL es de aproximadamente 20.000 millones de euros, según el Banco de España, aunque las agencias de calificación y otros analistas multiplican difieren de esa cifra significativamente al alza. Este adelanto de la entrada en vigor de lo establecido en *Basilea III* y con más importe, puede acabar siendo el definitivo empujón hacia la concentración de entidades. En cualquier caso, la rapidez con la que se están desarrollando los acontecimientos en el escenario financiero nacional e internacional en las fechas en las que se redactan estas líneas (invierno de 2010/11), dejará obsoletos estos comentarios antes de que puedan llegar a los lectores.

### 3. La titulización como mecanismo de financiación

La expansión crediticia que ha dado lugar a la actual crisis fue posible gracias a la financiación mediante instrumentos respaldados por activos. Este tipo de financiación adopta dos formas: *asset backed securities* y *covered bonds*, en la terminología del mercado internacional. En nuestra terminología y ordenamiento jurídico: titulización y cédulas<sup>3</sup>.

La diferencia fundamental entre estos instrumentos -titulización y cédulas- reside en que los primeros no son un pasivo de las entidades, sino del vehículo que los emite, y que sus pagos proceden del flujo generado por los activos de respaldo. Por el contrario, los segundos sí son pasivos de las entidades, aunque con la garantía adicional de toda la cartera de hipotecas o de la de préstamos al sector público, según el caso. En definitiva, las cédulas son deuda de la entidad que adquiere carácter privilegiado por el respaldo de una cartera de activos, mientras que los bonos de titulización, en puridad, equivalen a una transferencia de los propios activos.

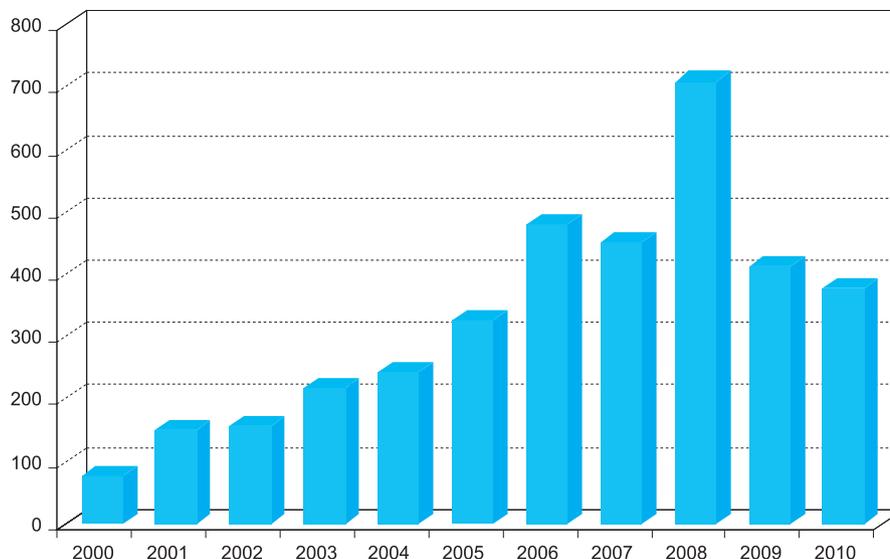
En el Gráfico 1 se muestra cómo se desarrolló la emisión de instrumentos de titulización en Europa en la última década. Alcanzó su máximo en 2008, tras una ligera caída en 2007<sup>4</sup>. En ocho años multiplicó por 10 los importes emitidos. La caída en 2007, si el dato es correcto, se podría explicar por el primer impacto de la crisis que cerró los mercados de titulización. El incremento de 2008, con el mercado ya cerrado, se puede explicar por el aplazamiento de operaciones de 2007, paralizadas quizás pensando que los problemas eran transitorios, y por la decisión de las entidades de crédito de acumular activos para descuento en BCE, reteniendo los bonos de sus propias operaciones de titulización, cuando los problemas tomaron visos de ser permanentes. En todo caso, las cifras son engañosas pues la práctica totalidad de lo emitido en Europa y la totalidad de lo emitido en España desde el cuarto trimestre de 2007 ha sido retenido por las propias entidades cedentes de los activos y está siendo descontado

<sup>3</sup> Cédulas hipotecarias y territoriales y también bonos hipotecarios, pero de estos todavía no se ha realizado ninguna emisión.

<sup>4</sup> Esta información procede del *ESF Securitisation Data Report* (febrero 2011) de AFME, y no concuerda con la que publican otros citando como fuente a *JP Morgan*, que son algo superiores en 2007 y 2008. La información sobre titulización es asombrosamente dispar. Aquí se ha utilizado la de AFME por considerar que se trata de la organización más próxima al sector de la titulización.



Gráfico 1.  
Emisiones de titulización en Europa



Fuente: AFME.

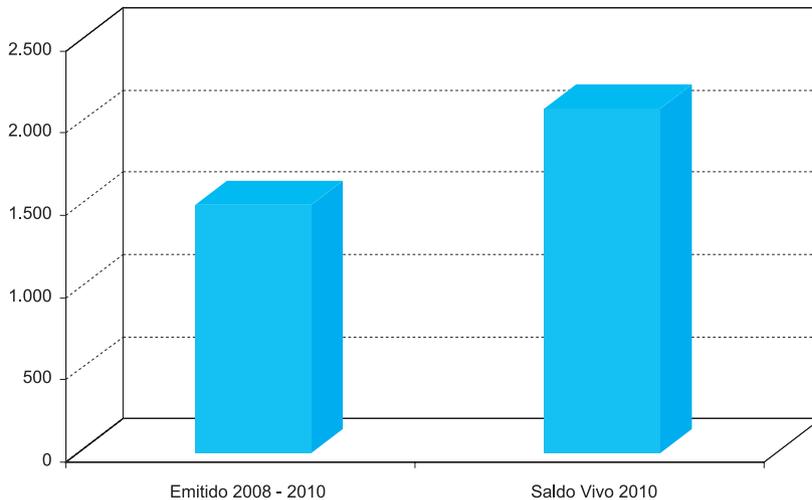
en BCE o permanece en situación de disponibilidad para serlo<sup>5</sup>. En 2010 se ha abierto algo el mercado en Europa y se han realizado operaciones de titulización de activos de entidades no bancarias, básicamente leasing de vehículos, y alguna operación de activos hipotecarios, pero con formato que se aproxima al de un *covered bond*<sup>6</sup>. En cualquier caso, los importes emitidos pueden considerarse todavía muy escasos en comparación al tamaño previo del mercado y, además, una parte importante de lo colocado lo ha sido en operaciones privadas al margen del mercado.

Han transcurrido ya tres años y medio desde el cierre de los mercados de titulización. A pesar de ello, desde 2008 se ha emitido en Europa tanto como en los 4 años anteriores (1.500 MM aproximadamente). Como hemos mencionado, la mayoría de lo emitido desde el cuarto trimestre de 2007 está retenido para descuento en BCE y, en consecuencia, dado el continuo flujo de amortización de las emisiones anteriores, cada vez hay menos papel colocado entre los inversores. Según AFME puede haber un importe en torno a 1.000 MM financiado en mercado, el resto está retenido. Hemos vuelto a volúmenes de antes del comienzo de la burbuja de crédito: lo colocado (financiado) en 2010 es aproximadamente igual al importe total emitido en 2000.

<sup>5</sup> Según datos de AFME, en 2010 las entidades retuvieron el 77% de lo emitido. En España se retuvo el 100%.

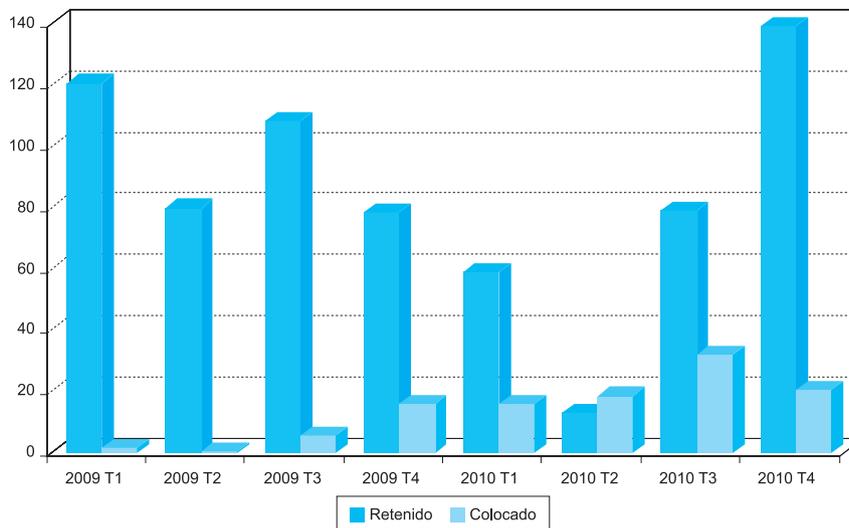
<sup>6</sup> Operaciones en las que el tramo *triple A* que sirve como fuente principal de captación de liquidez; es en principio un *pass-through* pero incorpora un *call* a corto plazo cuyo ejercicio (a decisión del emisor) lo transforma de hecho en un *bullet*. En caso de no ser ejercido el *call* el bono funciona como *pass-through*. El resto de tramos se retiene.

**Gráfico 2.**  
Titulización en Europa. Importe emitido y saldo vivo



Fuente: AFME.

**Gráfico 3.**  
Titulización en Europa. Importes retenidos y colocados



Fuente: AFME.



Los datos muestran que el volumen de titulización de activos está en retroceso y predominan las emisiones retenidas para descuento en BCE. No obstante, seguramente continuará siendo un instrumento de gran importancia, aunque, al menos como se ha llevado a cabo en el pasado, no volverá a tener el protagonismo adquirido en la década previa al estallido de la crisis. Para los más optimistas, las recientes emisiones en UK y Holanda son el signo inequívoco de que el mercado se normalizará, aunque a otros niveles de coste y con cambios de formato. Otros consideran que la titulización, al menos para las entidades de crédito y en el formato actual, va a pasar a ser relativamente marginal, excluidas las operaciones retenidas para descuento en BCE<sup>7</sup>.

#### 4. La titulización un producto en retroceso

El desarrollo de la titulización se ha apoyado en dos pilares: por un lado, ser instrumento para la optimización del nivel de capital regulatorio facilitando la cesión de riesgo; por otro, ser fuente económicamente muy eficiente de financiación. El vertiginoso desarrollo de la titulización en EEUU fue resultado de la explotación de estas dos posibilidades hasta sus últimas consecuencias, siendo el exponente extremo de ello el modelo «originar para distribuir». En éste, las entidades son prestamistas de manera muy transitoria, si acaso llegan a serlo, pues casi de manera inmediata a la concesión de los préstamos éstos son cedidos sin retención alguna de riesgo a un vehículo de titulización. En dicho modelo de negocio, muy extendido en USA, el apalancamiento es explosivo y los intereses de originadores e inversores no están alineados. La realidad es que el modelo contiene el germen para producir lo que finalmente tuvo lugar en EEUU: la gran estafa en origen de las *subprime* y la posterior de sus sucesivos re-empaquetamientos vía titulización (CDO). Quizás una consecuencia inevitable si abunda la liquidez mientras brillan por su ausencia la transparencia en la información, la supervisión de los organismos competentes y el rigor en el análisis de inversores y agencias de calificación<sup>8</sup>. En Europa, ni el modelo «originar para distribuir», ni la generación deliberada de préstamos *subprime*, ni tampoco la pirámide de re-empaquetamientos tuvieron la importancia de EEUU. En nuestro caso, el castigo a los productos de titulización, al menos en primera instancia, no ha sido tanto el resultado de la mala calidad de los activos como del colapso repentino del mercado y de la desconfianza, en buena parte importada, en el propio producto. Prueba de ello es la enorme diferencia en las estadísticas de fallidos de productos de titulización entre los originados en Europa y en EEUU, como se exhibe en la tabla que sigue. Con esto no se pretende negar la existencia también en Europa, y especialmente en España, entre otros países, de un deterioro generalizado de los activos (especialmente los inmobiliarios), sino resaltar la existencia de unas prácticas de concesión de préstamos y titulización muy distintas.

<sup>7</sup> El BCE ofrece una visión menos pesimista en un informe sobre la titulización de febrero de 2011: *Recent Developments in Securitisation ECB*.

<sup>8</sup> Un interesante artículo sobre esta cuestión es Arthur E. Wilmarth (2009): «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis»; en *Connecticut Law Review* (41, 4).

**Tabla 1. Tasas de fallido acumuladas en Europa y EEUU entre mediados de 2007 y final de 2009**

Producto/ calificación	ABS	CDO	CMBS	RMBS	Covered bonds	Total Europa	Total EEUU
AAA	0,00	1,62	0,00	0,00	0,00	0,30	2,49
AA	0,00	0,97	0,00	0,00	-	0,59	11,71
A	0,00	2,43	0,00	0,04	-	0,79	14,70
BBB	0,49	1,36	0,51	0,03	-	0,69	17,10
BB	2,45	0,29	4,37	1,01	-	1,52	26,49
B	0,00	0,00	49,69	0,58	-	1,11	28,86
Todas	0,13	1,51	0,06	0,03	0,00	0,39	4,29

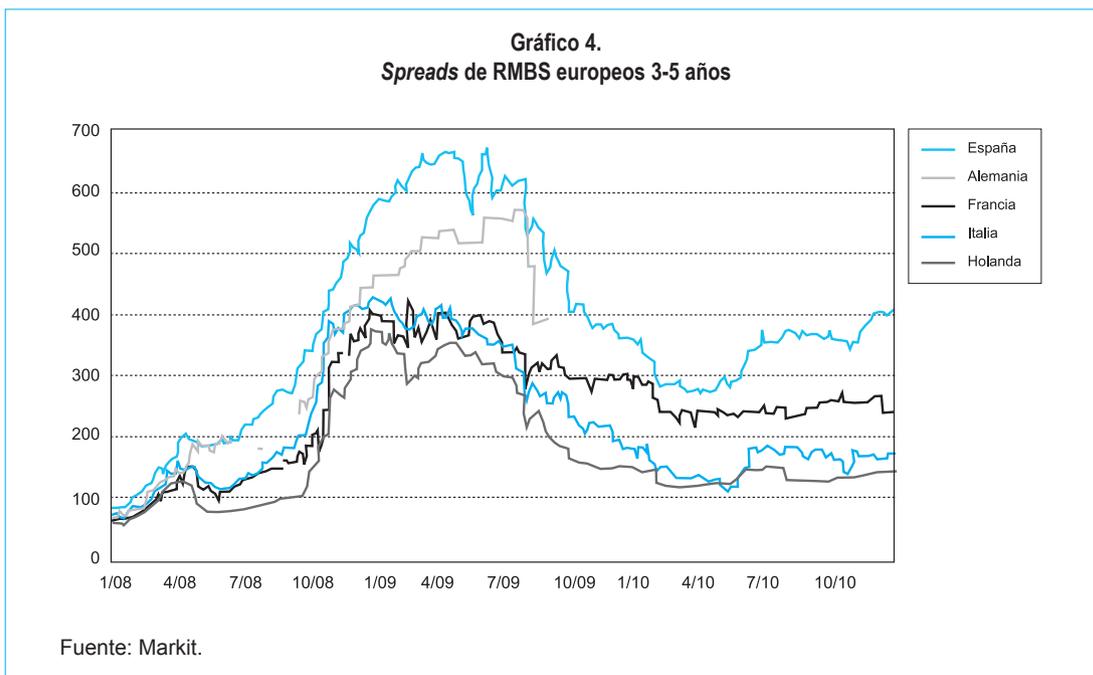
Fuente: Standard &amp; Poor's.

Según S&P, para las emisiones en Europa calificadas por esta agencia y para el período 2007/3T-2009 que incluye una buena parte de la crisis, las tasas de fallido son prácticamente nulas en todos los productos calificados grado de inversión, excluidos los denominados CDO<sup>9</sup>. Dada la naturaleza de los productos de titulización, la repercusión del deterioro de los activos en un eventual impago de los bonos se produce con retraso. En consecuencia, los datos a final de 2010 han de ser superiores y, seguramente hay que esperar que las tasas de fallido actualmente observadas aumenten. Sin embargo no es esperable que lo hagan mucho. Por lo que se refiere a España, no ha fallado hasta la fecha ningún bono ni de titulización y, a pesar de ello, la titulización ha sufrido un especial castigo, el mercado está cerrado y no se vislumbra su apertura<sup>10</sup>.

La evolución de los *spreads* (ver Gráfico 4) del que puede ser considerado el producto estrella de la titulización –bonos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS)–, es un exponente del castigo a este mercado. Para el segmento más atractivo (3-5 años) se constata su incremento desde el entorno de los 30 puntos básicos al de los 400 (casi 700 para España), pero no se aprecia adecuadamente que el mercado se cerró de manera repentina en 2008 y que la liquidez se desvaneció. Esta situación, sin duda reflejo de la desconfianza de inversores, agencias de calificación y reguladores, ha estado alimentada por una percepción de opacidad, información incompleta, complejidad e iliquidez. Sin embargo, si nos atuviéramos al cumplimiento de los compromisos de pago de las emisiones, la desconfianza no estaría justificada. Las emisiones están pagando y se espera que lo sigan haciendo, a pesar de lo que pudiera interpretarse de las rebajas generalizadas de calificación llevada a cabo por las agencias, resultado en su mayor parte de cambios metodológicos y de criterio. Esto en realidad es prueba de que el elemento fundamental para los inversores no es tanto el riesgo de crédito de estos productos sino el de mercado que ha tenido efectos devastadores por el colapso de la liquidez.

<sup>9</sup> Los datos correspondientes a mediados de 2010 son peores, pero sin cambios significativos, una vez más excluido el capítulo de CDO de ABS. La diferencia de tasas de fallido entre Europa y EEUU, para el conjunto de productos estructurados y todos los niveles de calificación es de 0,65% a 6,15%.

<sup>10</sup> Es altamente probable que fallen algunas series subordinadas de los fondos de titulización constituidos en España con anterioridad a 2008 que probablemente estén retenidas por los cedentes. Tampoco es descartable que falle parcialmente algún tramo *mezzanine*, pero es altamente improbable el fallido de algún tramo de los originalmente calificados como AAA. Si esto último ocurre será con una importancia marginal.



No obstante, existen otras causas que explican la actual situación del mercado de titulización y sus difíciles perspectivas. Las principales son las siguientes:

- **Imposibilidad de reducir capital.** La cesión de riesgo mediante la titulización de activos y, en consecuencia, la posibilidad de reducir capital regulatorio se ha tornado imposible. Incluso antes del estallido de la crisis, al menos en España, ya era muy difícil la desconsolidación de los fondos de titulización fuera de los balances bancarios. El Banco de España, antes incluso de que fuera práctica común la retención de las emisiones por los cedentes, puso ya reservas a aceptarlos como representativos de obligaciones efectivas de terceros (los fondos de titulización). Esto sobre la base de que no se daba una auténtica cesión de riesgo, bien por estar retenido éste por alguna vía indirecta (bonos subordinados suscritos por el cedente, préstamos subordinados para dotar fondos de reserva, *swaps* con contenido de mejora de crédito, etc.); o bien por el mantenimiento de posiciones de control sobre el devenir de los activos y de los propios fondos de titulización. En consecuencia, el BdE obligaba a mantener en balance los préstamos cedidos a los efectos de consumo de capital. Por otro lado, la nueva regulación hace ahora impracticable la reducción de capital regulatorio por la vía de la cesión de activos a fondos de titulización. De hecho, las medidas destinadas a favorecer el alineamiento de los intereses de cedentes e inversores por la vía de exigir la retención de un porcentaje de las emisiones, entra en contradicción con uno de los dos fundamentos de la titulización y motivo de su expansión<sup>11</sup>. En consecuencia, la titulización queda con una única razón de existir: ser instrumento de financiación, pero en ese terreno ha de competir de manera directa con los *covered bonds* y lo hace en desventaja.

<sup>11</sup> Directiva de requisitos de capital de la EU, CRE Artículo 122a que obliga al cedente a retener un 5% de las emisiones de titulización.

- **La calificación encarece la titulización.** Téngase en cuenta que la titulización ha sido y es un producto de nivel de calificación triple A, especialmente mientras persista dicho nivel como exigencia para descuento en BCE. En este contexto, el endurecimiento de los criterios y cambios de metodología de las agencias de calificación (AdC) causa especial daño<sup>12</sup>. Las AdC han endurecido los criterios aplicados a las operaciones de titulización, entre otros especialmente los de contrapartida, provocando un aumento del coste de titular a la mayoría de las entidades. Su particular respuesta al caso Lehman, un salto a la quiebra desde una situación de muy alta calificación sin pasos intermedios, ha sido el aumento de las exigencias de protección en relación con los riesgos de contrapartida. Es decir, los derivados de la intervención de terceros que actúan como depositarios de recursos de los fondos de titulización, de los que actúan de contrapartida de *swaps*, de los proveedores de líneas de liquidez y de los garantes en general. Es sabido que la forma de actuar y la metodología de las AdC produce efectos procíclicos y que tienden a sobre-reaccionar, pero la desmedida modificación de criterios producida por el caso *Lehman* no deja de sorprender. La observación de un fallido, en realidad de carácter aislado, cuya ocurrencia entra dentro de lo estadísticamente esperado, incluso para el nivel triple A, ha pasado a formar parte de los escenarios de estrés para la calificación triple A justificando exigencias que dan lugar a la exclusión de la mayoría de las entidades (por su nivel de calificación) como candidatas a contrapartida en fondos de titulización que emitan bonos triple A. Algo muy grave para la titulización, pues incrementa los costes de aquellas entidades que están obligadas a buscar contrapartidas por no tener ellas nivel de calificación suficiente ni siquiera para mantener la tesorería de los fondos de titulización<sup>13</sup>. Hemos pasado de una situación en la que los costes de una operación de titulización eran prácticamente iguales para todas las entidades, a otra en la que la mayoría de las entidades no son aptas como contrapartida y, por tanto, sus costes de titulización se disparan. Téngase en cuenta que la opción de emitir a niveles de calificación inferiores a triple A no existe. Para otros niveles ni hay inversores ni hay posibilidad de descuento en BCE.
- **Los procesos de calificación se complican.** En general las AdC han incrementado sus exigencias de información para el otorgamiento de la calificación y su posterior seguimiento. Por su parte, los reguladores complican aún más el proceso. La modificación en la *Rule 17g-5* de la SEC, cuya finalidad es mitigar los conflictos de interés de las AdC y evitar el *rating shopping* que pretende ser aplicada también en Europa, aunque de momento su entrada en vigor está suspendida, es una dificultad añadida a la titulización. Esta norma persigue aumentar la transparencia en la industria de las calificaciones y obliga a los emisores que soliciten una calificación a disponer de una página web de libre acceso para todas las AdC reconocidas por el regulador. En

<sup>12</sup> A medida que se asciende en la escala de calificación la protección exigida por las agencias se acelera.

<sup>13</sup> Como ejemplo de la nueva metodología de las AdC sobre este asunto se puede consultar: Standard & Poor's (2010): *Counterparty and Supporting Obligations Methodology and Assumptions*. Global Credit Portal.



dicha web se deberá publicar toda la información que haya sido suministrada a la agencia que fue seleccionada para otorgar la calificación. Se deberá incluir toda la información suministrada, incluidas las conversaciones telefónicas. Esta norma que no cabe analizar aquí, es un monumento a la burocracia y un magnífico ejemplo de mala regulación. Las AdC manifiestan que es altamente improbable que alguna de ellas consulte la información referente a una calificación no solicitada, pues ello les genera responsabilidades y obligaciones muy costosas. El único resultado esperado es el encarecimiento y ralentización de los procesos de calificación<sup>14</sup>.

- **Se requiere cada vez más información.** La información sobre la cartera de activos de las operaciones de titulización, exigible tanto por la normativa contable como por los Entes Supervisores y por el BCE, es cada vez más exigente. Antes de 18 meses entrará en vigor la norma de BCE que exige divulgación de información préstamo a préstamo y del modelo de flujos utilizado en las operaciones RMBS. Todas estas iniciativas persiguen mayor control y transparencia, pero son quizás excesivas, especialmente en las operaciones muy granulares, e injustificablemente más exigentes que las aplicables a los *covered bonds*. Una explicación de este sesgo puede ser el peso de Alemania en las decisiones del BCE, pues sus entidades de crédito se financian con *covered bonds* y prácticamente no utilizan la titulización<sup>15</sup>.
- Al margen de la generalizada prevención de los inversores a invertir en instrumentos de titulización, como consecuencia del repentino desplome de sus precios, también penalizan la complejidad de las estructuras *pass-through* típicas de estos instrumentos, en comparación con la sencillez de los *covered bonds*.
- **Ha desaparecido una fuente de demanda de bonos de titulización**, quizás de manera definitiva. Los SIV (*special investment vehicles*) y *conduits*, pilar fundamental del apalancamiento de la banca de inversión para el arbitraje de plazos y mercados, mediante la transformación de todo tipo de ABS en papel comercial, ya no son viables sin comprometer capital. Según algunas fuentes, su volumen en 2007 pudo llegar a ser el 60% del saldo vivo de titulizaciones emitidas. Estos vehículos eran los principales demandantes de ABS y principales emisores de ABCP, cuyo volumen de emisión en Europa en 2007 alcanzó 450 MM. El volumen en 2010 no llegó un tercio de esa cifra.
- El ratio de cobertura de liquidez de *Basilea III* penaliza los ABS excluyéndolos como activos aptos para dicho coeficiente. Es decir, la propia normativa niega la posibilidad de que dichos activos puedan ser líquidos y, en consecuencia, potencialmente

<sup>14</sup> *General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934*. Rule 240 17g-5. Securities and Exchange Commission. Washington DC.

<sup>15</sup> La menor exigencia de información sobre la cartera de respaldo de los *covered bonds* frente a los RMBS, por ejemplo, no deja de ser una incoherencia. En ambos casos se trata de instrumentos que sólo alcanzan pleno valor regulatorio (y por tanto de mercado) si son triple A. En consecuencia, el análisis de su riesgo (su calificación) se debería centrar casi exclusivamente en el de la cartera, pasando el riesgo (la calificación) de la entidad emisora a segundo plano. La razón es que para que un bono (titulización o *covered bond*) sea calificado triple A debe ser capaz de soportar un escenario en el que la entidad emisora quiebra, por tanto al final lo único relevante será la cartera.

vendibles en situaciones de estrés sin grandes pérdidas. Es difícil que los inversores puedan considerarlos de otra manera si este es el tratamiento que reciben de los Reguladores. Los *covered bonds* sí son considerados aptos.

- El ratio de financiación estable neta de *Basilea III (net stable funding ratio)* pondera los ABS al 100% (totalmente ilíquidos) para el cálculo de la financiación necesaria, penalizándolos frente a los *covered bonds* que entran con un 20% de ponderación (líquidos)<sup>16</sup>.
- Se ha restringido la capacidad de los fondos de inversión de adquirir titulizaciones, en particular la de los fondos monetarios. Esto supone la pérdida de una fuente de demanda importante.
- El BCE otorga la mayor penalización, en términos de *haircut*, a los instrumentos de titulización, un 16%; por encima incluso de los bonos corporativos. A los primeros se les exige un nivel triple A otorgado por dos agencias y a los segundos ni siquiera se les requiere dicho nivel. Además, como se ha mencionado previamente, en breve plazo la elegibilidad para descuento de los bonos de titulización exigirá poner a disposición de los inversores información exhaustiva de la cartera en formato préstamo a préstamo, junto con el modelo de generación de flujos que define la estructura del vehículo. Esto no será exigible para los *covered bonds*. Asimismo, quedan excluidos del descuento los CDO de titulizaciones, independientemente de su naturaleza y complejidad.

## 5. El futuro pasa por los *covered bonds*

Aunque no haya cesión efectiva de riesgo y en consecuencia no sea posible reducir capital regulatorio, la titulización no convierte a la entidad cedente en obligada al pago de los bonos emitidos por el fondo de titulización. En principio es exclusivamente la cartera de activos la que responde de las obligaciones, si no hay otros elementos de mejora que la entidad hubiera podido constituir a favor del fondo de titulización. Sin embargo, en la práctica, la absorción de la primera pérdida (vía margen libre del fondo de titulización) y la retención de tramos subordinados o incluso de tramos senior, convierte al cedente en primer interesado en el buen fin de la operación. La cuestión es, en consecuencia, por qué no evitar las complejidades de la titulización para ambas partes (cedentes e inversores) y emitir directamente deuda senior con el respaldo de una cartera de activos. En definitiva, por qué no emitir *covered bonds* (CB) en vez de titular.

---

<sup>16</sup> El ratio NSFR es el cociente entre financiación estable disponible y financiación estable necesaria, siendo esta última una valoración ponderada de los distintos activos; desde 0% de la tesorería a 100% de los activos considerados ilíquidos. No está claro si la transformación de préstamos en bonos retenidos, vía titulización, permitiría mejorar el ratio por disminución del denominador, al reducir la ponderación del activo. En este caso el riesgo es el mismo pero la liquidez es mayor.

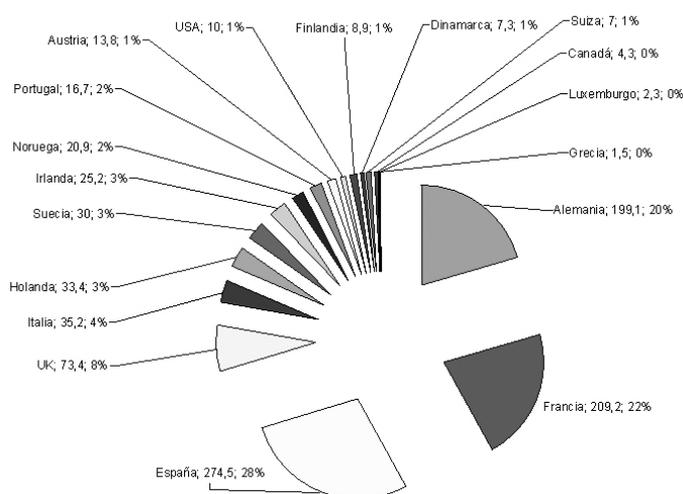


Los CB se han ido extendiendo por todas las jurisdicciones aunque siguen siendo principalmente un producto europeo y, especialmente, alemán (*pfandbriefe*), español (*cédula*), francés (*obligacion foncière*) y recientemente británico (*covered bond*). Los importes y el reparto recogidos en el gráfico adjunto muestran su importancia pero sólo hacen referencia a los CB denominados *Jumbo*, es decir a emisiones de importe superior a 1 MM de euros a las que antes de la crisis se presuponía una potencial liquidez. En el caso de los *pfandbriefe*, los de importe *Jumbo* sólo representan el 25%, del total, pues la mayoría la integran emisiones consideradas ilíquidas, por ser de menor importe, y los *registered pfandbriefe* que por no cotizar en mercado permiten sortear el *mark to market*. En España, aunque no en similar proporción, especialmente desde el estallido de la crisis, también proliferan las emisiones de tamaño medio y las cédulas hipotecarias singulares, es decir, no cotizadas y colocadas privadamente.

Un CB es una deuda *senior* con una cartera de activos pignorada. En la mayoría de los países existe legislación específica para este producto que se pretende fuente de financiación de activos hipotecarios y de préstamos al sector público. No obstante, nada impediría extender la legislación a otro tipo de activos ni, como ya se hace en algunos países, estructurar operaciones utilizando técnicas de titulización para afectar una cartera de activos a una emisión senior de deuda (*structured covered bonds*).

Como era previsible los CB han aguantado mejor la crisis, aunque en un primer momento su mercado también colapsó, desapareciendo la liquidez. Actualmente el saldo vivo se mantiene a niveles de 2008. El apoyo del BCE con su programa de compras inaugurado

**Gráfico 5.**  
**Saldo vivo de jumbo covered bonds 2010. Importe en MM de euros y porcentaje del mercado**



Fuente: UNICREDITO.

en julio de 2009 permitió que el mercado resurgiera ofreciendo ventanas de oportunidad de emisión a muchas entidades. Las entidades españolas han utilizado dichas oportunidades de emisión, pero todavía existen numerosas entidades para las que el mercado está cerrado. En particular sigue cerrado a todas aquellas que utilizaban el formato de multi-cédula. La imagen de esta modalidad de emisión que alcanzó volúmenes espectaculares ha quedado tan dañada que posiblemente no se vuelvan a realizar emisiones para ser colocadas en mercado. Por otra parte, el proceso de agrupamiento y transformación del sector de cajas de ahorro, quizás tampoco requiera de este tipo de estrategia de emisión en el futuro.

Como se ha comentado más arriba los CB son un producto mejor tratado que la titulación, tanto por los reguladores como por los bancos centrales. En comparación con los bonos de titulación: sus características financieras son más sencillas (*bullet* frente a *pass-through*), son instrumentos más homogéneos y también más fáciles de valorar. Esto los hace comparativamente más atractivos para los inversores y prueba de ello es que las emisiones de titulación que empiezan a aparecer en el mercado cada vez se parecen más a un CB.

## 6. Cédulas versus bonos hipotecarios

Las cédulas hipotecarias han sido sin duda el producto estrella de la financiación de las entidades de crédito españolas. Las ya citadas multi-cédulas, simple agrupación de cédulas individuales en un fondo de titulación para ganar volumen y nivel de calificación, permitieron generalizar el acceso privilegiado al mercado a prácticamente todas entidades, independientemente de su tamaño y calidad crediticia.

La cédula es un producto único en el mercado internacional. Comparte las características fundamentales de los *covered bonds*—deuda privilegiada por asignación de una cartera de respaldo (*cover pool*)— pero con una particularidad que en su origen tuvo un impacto favorable pero que ha terminado por tornarse en contra. Nos referimos al alcance de la cartera de respaldo. En el caso de los *covered bonds*, legislados con pequeñas diferencias en el resto del mundo, la cartera de respaldo, que puede ser protección de varias emisiones simultáneamente, es siempre un conjunto de activos identificado, aislado (*ring-fenced*) y jurídicamente separado (pignorado exclusivamente a favor de los titulares en caso de quiebra). Sin embargo, en el caso de las cédulas hipotecarias, la cartera de respaldo es la totalidad de los préstamos y créditos con garantía hipotecaria de la entidad en cada momento, independientemente de cualquier otra consideración que los pueda distinguir. Por tanto, todas las cédulas de una entidad tienen igual derecho de prelación (tienen idéntico riesgo de crédito) y la garantía se modifica de manera continua por la propia actividad de la entidad. Con la única limitación de mantener un determinado nivel de colateral (125%) y de una determinada clase (cartera elegible), la entidad puede libremente vender cartera, titularla, pignorarla o emitir nuevas cédulas y bonos hipotecarios, modificando así el tamaño y la calidad de la garantía de las cédulas existentes. Cuando las entidades españolas empezaron a emitir



cédulas para el mercado de manera masiva, lo niveles de colateralización llegaron a estar en el entorno del 1.000%, lo que las convirtió en un instrumento muy atractivo desde el punto de vista de su riesgo de crédito. Las sucesivas emisiones y titulizaciones han reducido los niveles de colateral, pero en la inmensa mayoría de los casos, incluso en la actualidad, se sitúan por encima del 200%. El problema es que el mercado y las AdC, especialmente en un momento como el actual en el que los activos inmobiliarios están bajo sospecha, consideran que esos niveles no son excesivos y en algunos casos se consideran insuficientes. La razón: la dificultad de identificar y valorar un colateral que, en el caso de las cédulas, se modifica por decisión exclusiva del emisor (dentro de límites). Además, la imagen del colateral, percibida a través de parámetros sintéticos de calidad crediticia, es siempre peor que la de las carteras que respaldan cualquier otro *covered bond*. La explicación de esta circunstancia que causa un serio problema de imagen y sólo se corrige con un requerimiento a todas luces excesivo de sobre-colateralización, es que las carteras de los *covered bonds* están limitadas a una selección cerrada de préstamos elegibles, mientras que el caso de las Cédulas incorpora toda la cartera. En consecuencia su calidad media siempre es peor y las estimaciones de pérdida mayores.

Sin embargo nuestra Ley Hipotecaria regula otro instrumento –los bonos hipotecarios– que no presentan este problema. Son de hecho el equivalente del *covered bond* utilizado en el resto de países. Su respaldo es una cartera de hipotecas «elegibles», según el criterio establecido en la Ley Hipotecaria, separada y aislada. Si todavía no se han realizado emisiones es porque antes de la última modificación de la Ley Hipotecaria, que entró en vigor en diciembre de 2009, la constitución del colateral de una emisión de bonos hipotecarios exigía la anotación del hecho en el Registro de la Propiedad de manera individualizada para cada uno de los préstamos. Esto hacía económicamente inviable la emisión. Superada esta restricción, el momento difícil del mercado, la cautela de las entidades para emitir un producto nuevo y la inercia, parecen pesar más que el ahorro de colateral comprometido que resultaría de la sustitución de cédulas por bonos hipotecarios. Las entidades más necesitadas miran a las grandes en espera de que estas abran el mercado, pero la realidad es que éstas están menos interesadas, pues en la valoración del riesgo de los *covered bonds* actualmente pesa desproporcionadamente más el riesgo país, después el riesgo emisor y finalmente el riesgo del colateral. Tan es así que el mercado ha visto emisiones de deuda senior mejor tratadas que *covered bonds* de esa misma entidad, lo cual es una aberración. En cualquier caso la homogeneidad de los Bonos Hipotecarios con el resto de *covered bonds* acabará por imponer la racionalidad y las entidades utilizarán este instrumento como vía principal de financiación en mercado, especialmente cuando se imponga la norma de exhibir información a nivel préstamo, lo cual aplicado a las cédulas producirá grandes dificultades a las entidades. Con respecto al uso de colateral, nótese que la colateralización media de los *pfandbriefe* era de 129% (sobrecolateral del 29%) a diciembre de 2010 (era 18% en diciembre de 2007). Por tanto y teniendo en cuenta que las tasas de morosidad de las carteras de préstamos elegibles de las entidades españolas no son peores que las de la banca alemana, es de esperar que el colateral exigible por las AdC para bonos hipotecarios se sitúe eventualmente en un orden de nivel similar al de los *pfandbriefe*. En consecuencia, la sensibilidad por el uso del colateral incentivará a las entidades españolas a emitir bonos hipotecarios.

## 7. Conclusiones

Una parte de nuestras entidades de crédito tiene que aumentar capital en plazo muy breve. Prácticamente todas las entidades tienen que afrontar un calendario de refinanciación de deuda muy severo, en importe y plazo, estando el mercado cerrado para la mayoría. Las que tienen acceso al mercado lo han de hacer a unos costes mucho más altos que en el pasado y mayores que los de sus competidores europeos, incluso de peor calidad. Todas las entidades compiten por una cuota de los depósitos cuyo crecimiento global no puede ser muy vigoroso en los próximos años.

La titulización que fue herramienta fundamental de refinanciación no es una alternativa a corto plazo, sino como instrumento de descuento en BCE. En cualquier caso, aunque los signos de apertura del mercado europeo se confirmen, la dimensión del mercado de titulización no volverá a ser la previa, las operaciones tendrán mayores costes y pagarán diferenciales que en este momento las entidades no son capaces de pasar a sus clientes de activo. Además, tendrán que simplificarse las operaciones, aproximándose a las características de los *covered bonds*, perdiendo parte de su atractivo (para la entidad cedente) de *pass-through* y plazo largo. Posiblemente queden limitadas a activos que no sean susceptibles de respaldar *cédulas o bonos hipotecarios*.

Las entidades, para optimizar el uso de colateral, deberían sustituir la emisión de cédulas por la de bonos hipotecarios, Si estas emisiones se hacen con estándares de excelencia, utilizando carteras representativas de la calidad de la cartera total elegible, a medio plazo los Bonos pueden llegar a ser mejor valorados que las Cédulas por los inversores, entre otras razones porque se ajustan al estándar europeo de *covered bond*.



## FUTURO DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

José Antonio Álvarez \*

### Resumen

El futuro de la financiación bancaria en España va a estar muy ligado al resultado final de la reforma regulatoria internacional que está en marcha. De ella tiene que salir un sistema financiero más transparente, mejor supervisado, capaz de recuperar la confianza de los inversores a través de productos fáciles de analizar y valorar. No obstante, es importante potenciar y explotar las fortalezas que nuestro modelo de banca nos aporta al respecto. Contar con una amplia base de financiación, diversificada por productos, plazos y geográficamente va a continuar siendo la clave del éxito en la gestión de la liquidez y en la financiación de nuestro negocio. Lo que es evidente es que de esta crisis debemos salir fortalecidos, con la capacidad de desarrollar una base amplia de financiación, con una mejor infraestructura de mercado y con mejores prácticas y regulación que permitan a las entidades financiarse a precios razonables y continuar financiando a la economía real de la manera más eficiente posible.

### Abstract

*The future of banking finance in Spain will be very closely linked to the end result of the international regulatory reforms currently being undertaken. It should give rise to a more transparent, better supervised financial system, capable of regaining investor trust through products that are easy to analyse and assess. However, it is important to promote and exploit the strengths of our banking model in this regard. A broad finance base, diversified in terms of products, terms and geography, will continue to be the key to success in the management of liquidity and in the finance of our business. What is clear is that we must emerge from this crisis stronger, with the capacity to develop a broad base for finance, with better market infrastructure and better practices and regulation that allow financial entities to secure finance at reasonable prices and continue to finance the real economy as efficiently as possible.*

## 1. Introducción: La crisis internacional y el renovado protagonismo de la gestión de la liquidez

La actual crisis ha tenido una fuerte repercusión en la financiación de las entidades bancarias. Tras un largo periodo en el que las entidades habían tenido acceso a una amplia gama de productos financieros y de plazos para financiar sus balances, la crisis ha supuesto una prueba de estrés sin precedentes en lo que se refiere a la gestión de liquidez. Desde el verano de 2007, las condiciones en las que las entidades acceden al mercado se han visto fuertemente alteradas en oleadas recurrentes de tensión financiera, de manera que todas las fuentes de financiación se han visto afectadas en mayor o menor medida.

Por un lado, la confianza en los bancos como deudores se erosionó notablemente. Por otro, inversores que tradicionalmente juegan un papel importante en la provisión de liquidez al sistema (fondos de inversión, *hedgefunds*) han tenido que lidiar con sus propios problemas.

En este entorno, la liquidez se ha convertido en un bien escaso, lo que ha requerido de la intervención de bancos centrales y gobiernos, que han provisto liquidez de manera extraordinaria y han garantizado depósitos y emisiones de mercado para apoyar la gestión de las entidades financieras.

\* Grupo Santander.

Existe consenso en señalar que la crisis financiera en la que estamos inmersos desde el verano de 2007 tiene entre sus causantes factores macroeconómicos, factores financieros, factores de gestión y factores de regulación y supervisión:

a) Desde el punto de vista macroeconómico, el periodo anterior a la crisis estuvo caracterizado por el fácil acceso a la liquidez durante un largo periodo de tiempo. Las ganancias de credibilidad de los bancos centrales de los países desarrollados, que permitieron políticas monetarias laxas sin presiones en los precios, lo que se dio a llamar la «Gran Moderación» ocultaban fuertes desequilibrios en las balanzas de pagos provocados en gran parte por el fuerte desarrollo de una serie de países productores y ahorradores que financiaban a los países desarrollados. Se permitió a éstos últimos, financiarse en unas condiciones extraordinariamente beneficiosas, lo que supuso un fuerte incentivo para el endeudamiento del sector privado.

b) A esto hay que sumar factores de innovación financiera que amplificaron aún más estos efectos. El desarrollo del modelo de originar paras distribuir, que creció de manera exponencial bajo la creencia de que la capacidad de diversificar de manera eficiente el riesgo de crédito, fue complicándose cada vez en mayor medida con dos efectos perversos. Por un lado, las entidades originadoras al distribuir el riesgo no tenían incentivos a monitorizarlo y, por otro lado, los inversores terminaron invirtiendo en productos cuyo riesgo real no analizaron de manera adecuada y, por tanto, no exigieron las primas de riesgo correspondientes al mismo.

El desarrollo de este tipo de productos creó un sistema financiero paralelo que se financiaba a través de los bancos originadores, pero que al no estar en el sector bancario no entraba dentro del ámbito de la supervisión.

Tanto los efectos macroeconómicos como los financieros apoyaron una fuerte expansión de los precios de los activos reales. Asimismo, el bajo nivel de los tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo animó la concesión de crédito hipotecario a tipo de interés variable, a plazos muy largos y con una relación préstamo valor que en ocasiones superaba el valor del colateral, dando entrada a familias que en una situación normal no hubieran tenido acceso a la vivienda. Esto llevó a que con el cambio de sesgo de la política monetaria de Estados Unidos, se comenzara a observar un fuerte repunte de la morosidad hipotecaria sobre la que descansaban los productos estructurados.

No obstante, la crisis *subprime* supuso tan sólo la punta del *iceberg*. La interacción entre el sistema financiero y la economía generaron una fuerte espiral bajista que llevó a las economías desarrolladas a registrar su menor crecimiento desde la crisis de los años 30.

c) La crisis destapó deficiencias en la gestión de las entidades, en la regulación, en la supervisión y en la coordinación entre países que amplificaron la incertidumbre, brindando así la oportunidad de fortalecer la estabilidad financiera de cara a futuro.



Si bien es verdad que en la crisis actual se observan importantes similitudes con las crisis bancarias anteriores<sup>1</sup>, también es cierto que ha tenido dos características singulares que tienen que ver con la estructura de financiación bancaria. La primera es el grado de globalización de la economía y las interconexiones entre economías y sistemas financieros que ha obligado a llevar a cabo acciones concertadas internacionalmente. La segunda, es el mayor peso de los inversores institucionales en detrimento de los depositantes como fuente de financiación bancaria. Las crisis clásicas estaban protagonizadas por fugas de depósitos que provocaban una crisis de liquidez en las entidades financieras. En esta ocasión, a excepción de lo ocurrido en *Northern Rock*, se ha conseguido mantener la confianza de los depositantes en el sistema y han sido los inversores institucionales los que han protagonizado la sequía de liquidez.

Es un hecho que la crisis actual ha renovado el protagonismo de la gestión de la liquidez de las entidades financieras. Sin embargo, esto no quiere decir que antes de la crisis las entidades no prestaran especial interés a esta parte esencial de la gestión bancaria.

Como pone de manifiesto una encuesta realizada por el Banco Central Europeo antes de la crisis, 60 de 84 entidades consultadas cuantificaban la tolerancia al riesgo de liquidez y el 85% contaban con planes de contingencia. No obstante, la crisis ha mostrado carencias en la forma en que la mayoría de las entidades realizaban las pruebas de estrés de liquidez así como deficiencias en la implementación de los planes de contingencia.

De hecho, la crisis actual está suponiendo el ejercicio de estrés de liquidez más importante de la historia reciente, lo que debe servir al sector para mejorar las prácticas en la gestión del riesgo de liquidez. Numerosos grupos de trabajo se han implementado con este propósito. Es destacable la publicación de los *Principios para una correcta gestión y supervisión del riesgo de liquidez*, editado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

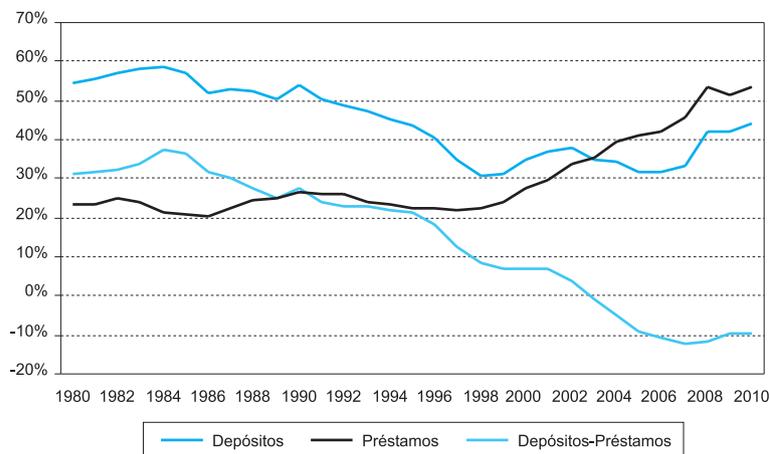
## 2. La financiación bancaria en España: De una financiación basada en depósitos a la «financiación hipotecaria»

En España, el sistema bancario, debido a su modelo de negocio de carácter minorista, se ha financiado tradicionalmente a través de depósitos. Éste ha sido el producto de ahorro más común de los hogares españoles. Así, en 1984 el 59% de los activos financieros en el balance de las familias estaba representado por depósitos. Además, tradicionalmente, los hogares habían adquirido deudas en menor cuantía que los activos financieros que poseían, por lo que tradicionalmente había sido un sector que financiaba al sector productivo.

---

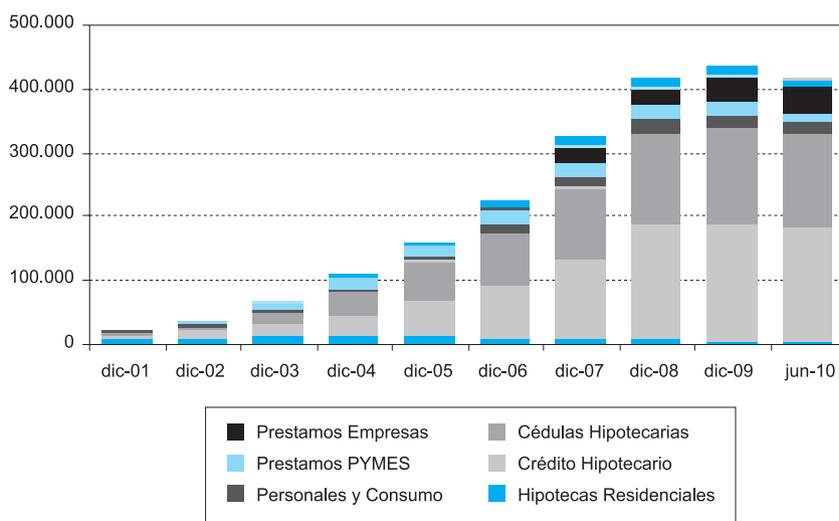
<sup>1</sup> Reinhart y Rogoff (2009).

**Gráfico 1.**  
**Depósitos y préstamos de las familias (1980-2010). En porcentaje sobre los activos financieros**



Fuente: Banco de España.

**Gráfico 2.**  
**Saldo vivo de titulización. En millones de euros**



Fuente: AHE.

No obstante, durante las últimas dos décadas, se dieron dos efectos que terminaron con la capacidad de las familias de financiar al resto de la economía a través del sector bancario. Por un lado, se produjo un proceso de desintermediación del ahorro, con el desarrollo de productos de ahorro más sofisticados como fondos de inversión, fondos de pensiones o seguros, que redujeron a la mitad el peso de los depósitos en su patrimonio financiero. Por otro, se produjo una fuerte expansión del endeudamiento de las familias, principalmente con la finalidad de adquirir vivienda.



De hecho, desde 2004 las familias llegaron a ser demandantes netas de financiación por primera vez desde que se tienen datos, alcanzando unas necesidades de financiación equivalentes al 2,5% del PIB en 2007.

No obstante, esto no supuso un trastorno importante para las entidades financieras, ya que paralelamente a la expansión del mercado hipotecario, se fue desarrollando la financiación colateralizada, a través de emisión de cédulas hipotecarias y fondos de titulización.

Durante la última década, tanto la emisión de cédulas como de fondos de titulización de activos registró un crecimiento exponencial, pasando de tener un saldo vivo de 19 mil millones en 2001 a 525 mil en septiembre de 2010. Representando la cédulas un 64% y los fondos de titulización un 36%. En este sentido, es destacable el desarrollo de los fondos de titulización de cédulas (cédulas multicedentes), que en 2010 representaban el 48% del total de cédulas emitidas y que permitió el acceso a estos mercados incluso de las entidades de menor tamaño.

El desarrollo de estos productos amplió de manera notable la base de financiación de las entidades financieras. Así, a finales de 2006, un 70% de los tenedores de titulaciones españolas eran inversores extranjeros. Además, con el desarrollo de este mercado, las entidades españolas consiguieron tener una estructura de vencimientos muy diversificada en el tiempo, lo que les dotó de mayor resistencia para afrontar los envites de la crisis.

### 3. Impacto de la crisis de liquidez, de la crisis económica y de la crisis de la deuda

133

Las distintas fases de la crisis han impactado de forma diferente pero cada vez más intensa en el sistema financiero español. La banca española no se vio afectada directamente por los primeros envites de la crisis debido, principalmente, a que su exposición a los productos que protagonizaron la primera etapa de la crisis era prácticamente nula y a la solidez y capacidad de absorber choques externos que el sistema de provisiones anticíclicas, algo genuinamente español, otorgaba a nuestras entidades financieras.

No obstante, en seguida se observó una pérdida de confianza indiscriminada de los inversores internacionales en los productos financieros estructurados. Algo que penalizó especialmente a la emisión y cotización de cédulas multicedentes y de fondos de titulización.

Además, la pérdida de confianza entre las propias entidades financieras desembocó en importantes disfuncionalidades en el mercado interbancario. No sólo por dudas en la capacidad de pago de las entidades de contrapartida, sino también por el atesoramiento de la liquidez ante la incertidumbre del funcionamiento del mercado en el futuro.

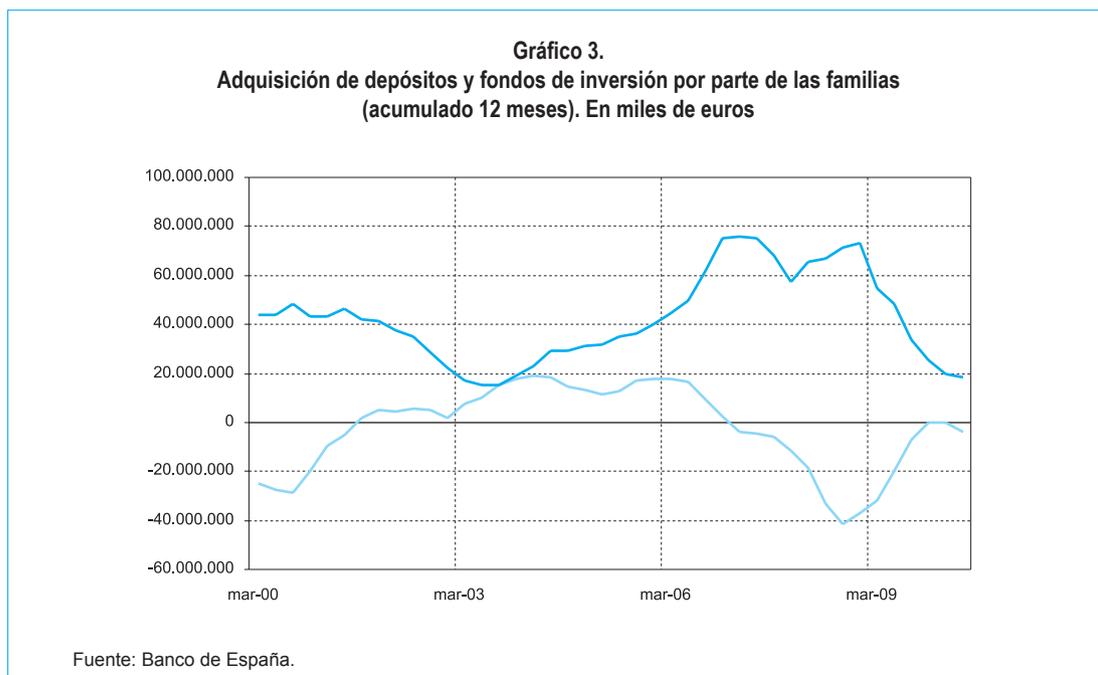
Este proceso llegó a su punto álgido tras la quiebra de *Lehman Brothers*, lo que obligó a los bancos centrales a llevar acciones concertadas para otorgar liquidez en divisas y en moneda local de manera ilimitada.

La respuesta fue contundente e inmediata para evitar que las necesidades de liquidez se transformaran en problemas de solvencia. Ninguna entidad con activos sanos y disponibles debía caer por problemas de liquidez.

En esta crisis, a diferencia de episodios anteriores, los depositantes han sido los que menos reticencias han tenido a mantener su confianza en el sistema financiero. Tras la quiebra de *Northern Rock* y tras la actuación aislada del Gobierno de Irlanda asegurando las imposiciones depositadas en entidades irlandesas, las autoridades europeas decidieron ampliar de manera conjunta la protección de los fondos de garantía de depósitos desde 20 mil euros hasta 100 mil como norma general.

Esto fue una primera señal de la política que ha imperado internacionalmente en la gestión de la crisis de no dejar caer entidades y asumir el coste de sus rescates desde el sector público. No obstante, desde el punto de vista de la estabilidad de los depósitos bancarios fue muy efectiva.

En España, además, la mayor solidez de sus instituciones financieras y el hecho de que éstas sean las principales gestoras de fondos, permitió un reenfoque comercial que dio como resultado un fuerte trasvase desde los fondos de inversión a los depósitos en el primer año de la crisis financiera.





No obstante la captación de depósitos no era suficiente para cubrir las necesidades de las entidades. Así, en los momentos más duros de la crisis las autoridades tuvieron que poner a disposición de las entidades herramientas que les permitieran acceder a unos mercados que no admitían prácticamente ningún tipo de riesgo de crédito.

En España, el Gobierno creó en primer lugar el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF), que adquiriría activos financieros de primera calidad de las entidades por el método de la subasta competitiva a las entidades que así lo requiriesen. En total, el Gobierno realizó cuatro subastas entre noviembre de 2008 y enero de 2009 en las que se distribuyeron 19 mil millones de euros entre 54 entidades.

No obstante, la herramienta más utilizada, al igual que en el resto de la UEM, ha sido la emisión de títulos con aval del Estado. Desde febrero de 2009 hasta diciembre de 2010, este tipo de instrumento ha permitido a entidades sin acceso directo al mercado a financiación de largo plazo (tres y cinco años).

También jugó un papel relevante el programa de compras de títulos hipotecarios del BCE, que dio un notable impulso al mercado de cédulas hipotecarias. Algo a lo que también contribuyó, en parte las mejoras introducidas en el reglamento del mercado hipotecario flexibilizando los activos elegibles y mejorando la transparencia de estos productos, que son los que mayor aceptación han continuado teniendo en los mercados mayoristas a lo largo de la crisis.

La mayor solidez del sistema financiero español, su modelo de negocio con ingresos más recurrentes y mayores medios para captar depósitos ha hecho que el recurso a este tipo de productos haya sido inferior (5,5% del PIB frente al 8,6% de media de la UEM<sup>2</sup>). Algo a lo que también ha contribuido el hecho de que las principales entidades financieras del país no hayan requerido de ayudas para acudir al mercado a lo largo de la crisis.

Las principales entidades por tamaño han tenido una mayor facilidad para acceder al mercado. En las primeras etapas de la crisis los mercados discriminaron muy poco entre entidades. Sin embargo, y a medida que se ha ido conociendo más información, se ha producido una considerable diferenciación en los precios con los que las distintas entidades han podido acudir al mercado.

Uno de las diferencias del sistema financiero español es que se enfrenta a una crisis mucho más clásica que la del sistema financiero internacional. La crisis económica ha sido más profunda en una economía como la española, que acumulaba una serie de desequilibrios desarrollados tras quince años de crecimiento elevado.

---

<sup>2</sup> Véase Banco de España (2010a).

Así, la crisis bancaria española se puede considerar más clásica. Los principales problemas con los que debe lidiar el sector en España son un fuerte deterioro de la calidad de la cartera crediticia y una caída de carácter permanente en el tamaño del negocio del sector.

Tras el fuerte aumento del negocio bancario durante la última década, muy relacionado con la fuerte expansión del mercado inmobiliario, el mapa bancario requería de un ajuste de tamaño. Sobre todo en el segmento de las cajas de ahorro, que habían sido las más expansivas durante los últimos años. Para impulsar el proceso de consolidación, el gobierno puso en marcha, en junio de 2009, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Con la monitorización estrecha del Banco de España, el FROB actúa a través de dos tipos de proceso. Por un lado, puede apoyar la integración entre entidades y por otro, puede intervenir aquéllas que no sean viables.

Bajo el marco del FROB<sup>3</sup>, 40 entidades se han visto envueltas en 13 procesos de integración, reconfigurando de manera notable el actual mapa bancario (de 45 cajas de ahorro a 17). Las integraciones se están realizando vía fusión o vía «Sistema Institucional de Protección» (SIP) con ayudas de capital muy reducidas en comparación con lo observado en las principales economías desarrolladas. Dichas ayudas, que deben ser devueltas al Estado, están además condicionadas a la realización de planes de reestructuración y de mejora de eficiencia.

Pero además, otro problema con el que el segmento de las cajas debía lidiar es con su limitada capacidad para captar capital de primera calidad, algo que en el entorno regulatorio actual va a ser imprescindible. Este hecho impulsó la aprobación de la Ley de Cajas, un cambio estructural de gran calado para el sistema financiero español, cuyos principales objetivos son: a) dotar a las cajas de la capacidad para emitir instrumentos de capital de primera calidad (con derecho a voto); b) mejorar el gobierno corporativo a través de una mayor limitación de la representación del sector público en su gestión; c) una profesionalización del consejo y d) flexibilizar la estructura societaria de las cajas de ahorro.

**Tabla 1.**  
Ayudas y capital adicional requerido por las cajas de ahorros españolas. En millones de euros

FROB	10.583
FGD	3.775
Pruebas de estrés	1.835
Total	16.193
% PIB	1,5%

<sup>3</sup> Véase Banco de España (2010c).



Así, en el verano de 2010 se dio un fuerte impulso al proceso de consolidación del sector. No obstante, esto coincidió con un fuerte endurecimiento de las condiciones de acceso al mercado marcado por la crisis europea de deuda soberana. El plan de rescate de la economía griega, las dudas sobre la capacidad de las economías periféricas de hacer frente al desequilibrio fiscal acumulado y, una vez más, la falta de transparencia sobre la exposición de cada entidad financiera a la deuda de los diferentes países generó de nuevo importantes tensiones en los mercados.

Las entidades financieras de las economías periféricas se vieron especialmente castigadas, lo que llevó a las entidades españolas a aumentar de manera exponencial su apelación de liquidez al BCE. La cantidad otorgada a las entidades españolas llegó a representar el 29% del total de la liquidez concedida a las entidades europeas. Muy por encima de lo que correspondería en función de su peso en el Eurosistema (12%).

Desde dicho máximo, las entidades bancarias españolas han mostrado un proceso de fuerte reducción de su apelación al BCE, para situarse con datos estimados de noviembre en niveles próximos al 12%.

A este proceso contribuyó de manera notable el impulso de las autoridades españolas a la publicación de las pruebas de resistencia del sector bancario, con la idea de ofrecer más información al mercado y mostrar la resistencia de las entidades financieras a un escenario de riesgo posible pero improbable por lo severo.

El 23 de julio de 2010 se publicaron los resultados, con diferente detalle e intensidad, siendo el sistema financiero español el que dio la información más detallada, el que incluyó un mayor porcentaje de su sistema financiero (95% de los activos) y el que estresó en mayor grado los supuestos sobre los que descansaba el ejercicio<sup>4</sup>. Así, los resultados publicados en los que de las siete entidades que no superaron la prueba cinco eran españolas no deben ser mal interpretados. Si España hubiera presentado el mismo porcentaje de entidades que el resto de países de la UEM, ninguna entidad habría fallado la prueba, por lo no se pueden comparar los resultados agregados. Además, las necesidades de capital adicional de las entidades españolas (1,8 millardos de euros) por un lado son completamente asumibles y por otro afectan tan sólo al 6% de los activos del sistema.

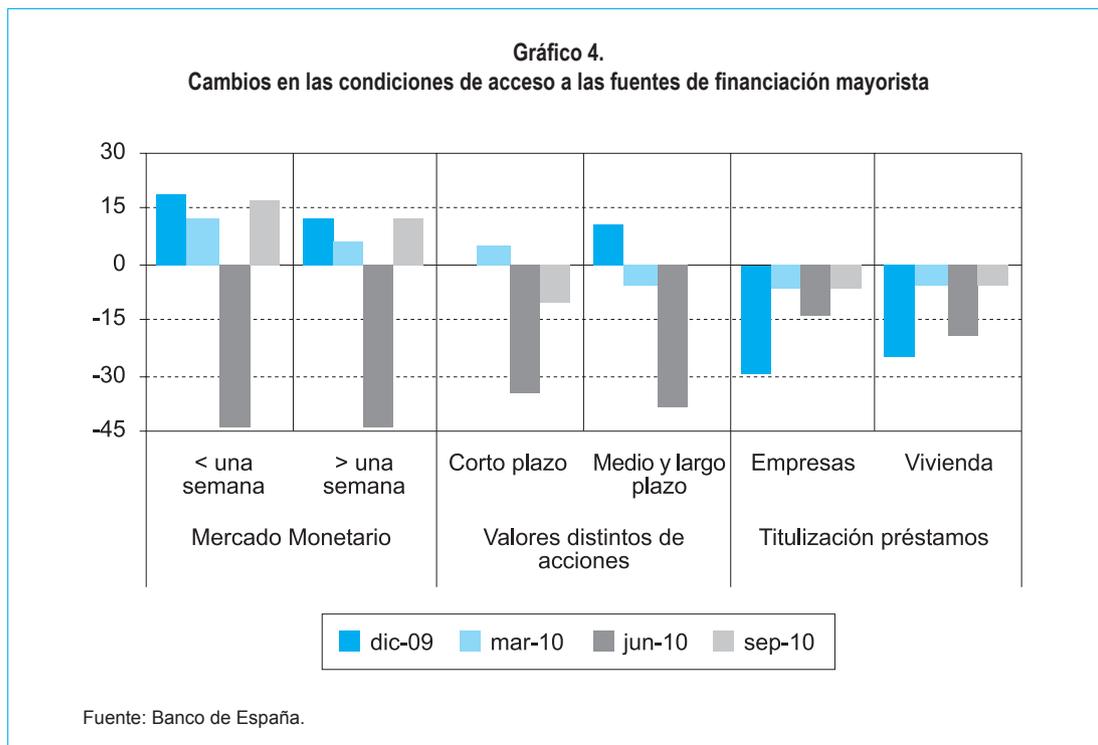
Además, la publicación de los tests de estrés permitió la reapertura de los mercados mayoristas a un elevado segmento de entidades españolas, lo que se reflejó en la caída de la apelación al BCE. Esto demuestra las bondades de la transparencia, y lo importante que es proveer de información relevante y oportuna al mercado. De hecho, si se compara la evolución de la apelación al BCE entre los sistemas financieros de los periféricos, se observa que donde más ha caído ha sido en España.

<sup>4</sup> Véase [http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/test\\_cebs/resultados\\_cebs.html](http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/test_cebs/resultados_cebs.html) (Banco de España).

También se observó una apertura gradual de los mercados. Las entidades han percibido mejoras en la financiación, especialmente a través del mercado monetario, como se pone de manifiesto en la última encuesta de préstamos bancarios. Los mercados comenzaron a discriminar en mayor medida entre entidades, lo que ha llevado a que se produzca una mayor discriminación en las rentabilidades exigidas a las diferentes entidades, algo importante y que no había ocurrido durante las primeras fases de la crisis.

Además, durante este último trimestre se ha abierto otro canal de financiación para las entidades financieras españolas. Así, se ha observado un creciente acceso, desde agosto, a las cámaras de compensación británicas y alemanas. Especialmente tras incluir estas la deuda española como colateral elegible.

La fuerte volatilidad continúa y la crisis de la deuda continúa presionando la evolución de los mercados mayoristas. En este sentido, es importante que el sistema financiero acelere su proceso de consolidación y, también, que se continúe avanzando en la implantación de reformas económicas que muestren el compromiso con el objetivo de reducción del déficit por un lado y con el impulso del crecimiento económico por otro.





La capacidad de acudir al mercado está estrechamente relacionada con la evolución de la deuda soberana. Incluso, y eso es algo que necesita de un mayor análisis y reflexión, para las entidades cuyo negocio en España representa menos de una cuarta parte de la generación de beneficios. Por ello, la financiación bancaria en el corto plazo va a estar muy condicionada por la confianza de los mercado en nuestra economía y en los avances de consolidación del sistema financiero.

Además de gestionar la situación actual del mercado, las entidades españolas van a tener que ir adaptándose gradualmente a los nuevos requerimientos regulatorios.

## 4. Respuesta regulatoria

A parte de las medidas temporales introducidas por cada gobierno para afrontar la crisis, la comunidad internacional ha respondido acordando unas líneas comunes para la reforma del sistema financiero de cara a incrementar la estabilidad financiera, dotando al sistema financiero de herramientas para prevenir crisis tan duras como la actual y para resolver de manera más eficiente las crisis futuras. Es decir, las prioridades deben ser fortalecer el balance de las entidades, mejorar en la supervisión macro y microprudencial y desarrollar herramientas de resolución de crisis.

De estas tareas, en la que más se ha avanzado es en la primera, a través de una revisión de los *acuerdos de Basilea* que han derivado en un nuevo marco regulatorio internacional de los requerimientos de capital que ya se conoce como *Basilea III*. La nueva norma redefine lo que se considera capital y aumenta los requerimientos de capital de primera calidad de cara a fortalecer la solvencia de las entidades. No obstante, la mayor novedad de las normas de Basilea será la introducción de dos ratios de obligado cumplimiento que van a afectar a la gestión de la liquidez de las entidades de crédito.

Así se ha acordado la introducción de estándares internacionales de liquidez mínima «para dotar a los bancos de mayor flexibilidad frente a posibles distorsiones a corto plazo en el acceso a la financiación y para paliar desajustes de liquidez estructurales a largo plazo en sus balances». Esto se va a instrumentar a través de dos nuevos ratios:

- **El coeficiente de cobertura de liquidez**, que exigirá que los bancos mantengan suficientes activos líquidos de alta calidad para soportar un escenario de financiación estresado, de manera que las entidades cuenten con un colchón que le otorgue una autonomía de 30 días en caso de presentarse dicho escenario.
- **Y el coeficiente de financiación estable neta**, que es un indicador estructural a largo plazo que busca asegurar una estructura equilibrada del balance, en la que las necesidades de financiación estables estén fondeadas por pasivos estables.

Estos ratios tratan de limitar el riesgo de liquidez de las entidades y del sistema, aportando instrumentos para la supervisión de la gestión de la liquidez, una de las carencias que ha mostrado la crisis. No obstante, como ha reconocido el propio Comité es muy importante que se lleve a cabo una afinada definición y calibración de los mismos y un minucioso estudio de impacto. Por ello, es una buena noticia que el Comité de Basilea haya establecido un plazo muy amplio de implantación. Según el calendario actual el coeficiente de cobertura empezará a monitorizarse en el 2015 y será obligatorio a partir de 2018.

La primera propuesta publicada a finales de 2009, mostró las fuertes implicaciones que la regulación de la liquidez puede tener sobre los modelos bancarios, pudiendo alterar de manera definitiva la forma en que las entidades financieras conceden financiación al sector privado. Tal y como estaban definidos, distorsionaban la capacidad de los bancos de transformar plazos, una de sus principales funciones. Además, penalizaba especialmente al crédito minorista, afectando directamente a las empresas más dependientes de la financiación bancaria y, debido a su definición excesivamente estrecha de activos líquidos concentraba la demanda en determinados títulos afectando su rentabilidad, su disponibilidad y creando una dependencia «sistémica» en una serie reducida de productos financieros, con las implicaciones que ello puede tener para la estabilidad financiera.

Como pone de relieve un reciente informe publicado por el FMI<sup>5</sup>, existen importantes diferencias entre el grado de cumplimiento actual de los ratios propuestos. Mientras que la mayoría de las principales entidades financieras cumple el coeficiente de cobertura de liquidez y los que no lo cumplen tienen un déficit manejable, se observan importantes diferencias en el grado de cumplimiento del coeficiente de financiación estable neta, dándose además importantes diferencias geográficas. Así, las entidades europeas son las que van a tener que llevar a cabo un esfuerzo mayor para cumplirlo.

Para ello, las entidades tendrán que o bien que cambiar su base de financiación a través de una mayor emisión de largo plazo o un aumento de la base de depósitos, o bien reducir sus activos. El problema es que, a pesar de lo dilatado en el tiempo, todas las entidades van a tener que moverse en el mismo sentido lo que probablemente acabe teniendo un impacto en el coste de financiación.

Al contrario que en el caso del capital, éste es un área sin explorar desde el punto de vista regulatorio. Por lo que es imprescindible medir las implicaciones de las medidas y hacerlo de manera conjunta con el resto de medidas que se están introduciendo. Un ejemplo claro de las contradicciones regulatorias que están emergiendo se da en EEUU, donde la nueva regulación de la SEC sobre los fondos del mercado monetario ha llevado a estas entidades a reducir de manera notable el plazo medio de su inversión de liquidez<sup>6</sup>. Por otro lado, a las

<sup>5</sup> Ótker-Robe *et al.* (2010).

<sup>6</sup> Para más información, véase JP Morgan (2010).



entidades financieras se le exige captar financiación a plazos mucho más largos, lo que al final se traduce claramente en una limitación a la intermediación de fondos y a un desaprovechamiento de recursos que afectará al potencial de crecimiento económico.

En este sentido, a pesar de que es complicado dado el elevado número de jugadores (supervisores de bancos, de fondos, etc.), sería deseable que la reforma financiera tuviera una visión más global. Algo que reduciría los riesgos de interferencias entre normas en los diferentes segmentos del sistema financiero.

Por otro lado, es también importante tener en cuenta el impacto de otras medidas que se está planteando introducir como el capital contingente y las cláusulas de *bail-in*. La crisis ha mostrado la poca capacidad de absorber pérdidas de los productos híbridos, de manera que los rescates públicos se han realizado a costa del dinero de los contribuyentes y sin coste alguno para los tenedores de deuda de las entidades rescatadas ante el temor a generar un problema sistémico de mayor magnitud.

No obstante, esto es algo que no puede volver a pasar. Además de poner las herramientas para poder resolver entidades de manera ordenada, hay que generar mecanismos para que las pérdidas recaigan de manera clara sobre los acreedores de esas entidades, especialmente los accionistas y los tenedores de deuda más subordinada. En este sentido se está trabajando en dos direcciones. Por un lado, en los instrumentos de capital se está afinando la definición de detonantes que conviertan capital de segunda categoría en capital de primera calidad desde el punto de vista de la absorción de pérdidas. Por otro lado, se está debatiendo introducir cláusulas *bail-in* por las cuales los tenedores de deuda de una entidad deban asumir quitas o reestructuraciones ante una situación de no viabilidad de la misma.

Es importante, de cara a la efectividad de estas normas, que este tipo de cláusulas estén definidas contractualmente y que tengan unos detonantes definidos y lo más objetivos que sea posible, de cara a facilitar la asignación de un precio a ese riesgo y que los inversores conozcan exactamente la casuística a la que se puede enfrentar a la hora de adquirir deuda bancaria. Al fin y al cabo, el diseño de estos productos debe resultar en instrumentos suficientemente atractivos para los inversores.

Estas medidas van a impactar tanto en el coste de financiación bancario como en el coste del crédito al sector privado y, en definitiva, en el crecimiento económico, por lo que es clave asegurar su efectividad. Como pone de manifiesto un estudio publicado recientemente por el BIS, cada punto porcentual de capital adicional se trasladaría al coste del crédito en 15 puntos básicos, mientras que la introducción del ratio de financiación estable neta se trasladará en un aumento promedio alrededor de 12 puntos básicos al coste del crédito.

## 5. Titulización

Es muy importante, de cara a la normalización de la financiación bancaria, la restauración del mercado de titulización. Desde 2007, el volumen emitido ha caído drásticamente. Por ejemplo, en 2009, de los 414 millardos de euros emitidos por el sector, tan sólo un 6% han sido colocaciones de mercado.

A pesar de los excesos cometidos en Estados Unidos con los productos estructurados, que han «demonizado» la marca titulización, el uso de estos vehículos en Europa fue mucho menos «sofisticado». En concreto, el mercado de la titulización en España no se ha desarrollado siguiendo el modelo originar para distribuir<sup>7</sup>. En España: a) no hay diferencia entre el originador y el administrador del préstamo; b) las entidades en la gran mayoría de las ocasiones han retenido el tramo que recoge las primeras pérdidas y por norma del Banco de España; y c) han mantenido los préstamos en balance, lo que ha mantenido intactos los incentivos por llevar a cabo una correcta gestión del riesgo de crédito.

La crisis *subprime* no debe llevar al olvido los múltiples beneficios que genera la titulización cuando se estructura de manera adecuada. Desde el punto de vista del emisor, permite acceder a financiación de largo plazo, reduciendo el riesgo de transformación de plazos a coste reducido. Además, permite el acceso a otro tipo de inversores (fondos de pensiones, seguros), ampliando la base de financiación. Desde el punto de vista del inversor también se trata de productos que vienen a complementar y diversificar las carteras de los principales inversores de largo plazo.

142

El fuerte desarrollo de la titulización en España durante la última década ha creado una infraestructura y ha proporcionado una experiencia que no debe ser desaprovechada. Por eso, es imprescindible que se impulsen iniciativas que permitan devolver la confianza de los inversores hacia este tipo de productos financieros.

En este sentido, hay que avanzar hacia una estandarización de las estructuras de titulización y hay que aumentar la transparencia y la información a la hora de comercializarlos. Es imprescindible dotar a los inversores de las herramientas adecuadas para poder valorar correctamente los riesgos subyacentes.

Por ello, hay que dar la bienvenida a propuestas como la liderada por la industria de crear una marca de calidad y de garantía a la que accedan sólo los productos con estándares comunes de mercado sobre calidad, transparencia, liquidez, etc. Son los llamados PCS o *prime collateralised securities*.

Relanzar el mercado de titulizaciones en Europa tiene beneficios claros para emisores, inversores y para la economía real, al facilitar la concesión de crédito a largo plazo.

---

<sup>7</sup> Catarineu y Pérez (2008).



## 6. El futuro cercano

Nos mantenemos en un entorno de elevada incertidumbre que no ayuda a la normalización de los mercados de financiación bancaria. La apertura de la financiación mayorista a partir del mes de julio, muestra lo importante que es continuar mejorando la confianza en la economía y en las entidades financieras españolas. Tanto la oleada de integraciones a través del FROB, como la publicación de los escenarios de estrés y la reforma legislativa de las cajas de ahorro, han devuelto algo de credibilidad de los mercados en la capacidad de las entidades financieras de afrontar el reto que genera el entorno económico en los próximos ejercicios.

No obstante, es muy importante seguir avanzando de manera decidida en los procesos de consolidación en marcha. Las entidades deberán continuar reduciendo progresivamente su dependencia de las medidas extraordinarias tanto del BCE como del gobierno y para ello es un requisito necesario continuar generando confianza.

Asimismo, es imprescindible que, durante este proceso, se respeten las reglas del juego. Como ya ha comentado el Banco de España en alguno de sus últimos informes, es importante que se respeten las reglas de la competencia. Y que las entidades que están recibiendo ayudas no compitan de manera desleal en el mercado causando un perjuicio para las entidades que han sido mejor gestionadas y no han requerido de ayudas.

Durante los próximos trimestres, las entidades van a mantener su foco comercial en los depósitos, si bien es importante que esto no termine erosionando de manera dramática el margen de intereses de las entidades. A pesar de que el bajo crecimiento de la renta disponible de las familias va a suponer un límite en el crecimiento de las imposiciones, es de esperar que, unas tasas de ahorro elevadas, en un entorno de alta aversión al riesgo, favorezcan la canalización de ese ahorro hacia los depósitos.

Además, en un entorno de desapalancamiento del sector privado y, por consiguiente, de menor demanda de crédito, es previsible que se produzca un descenso del gap de financiación bancaria.

A pesar de que el calendario de vencimientos es amplio. Las entidades van a continuar teniendo que refinanciarse en los mercados mayoristas, para lo que se va a requerir como ya se ha comentado de un entorno con menos incertidumbres que en el que nos hemos movido en los últimos meses. En este sentido, un periodo clave va a ser el primer semestre de 2012 donde existe una importante concentración de vencimientos de deuda avalada, lo que va a requerir que las entidades que más ayuda han necesitado estén en condiciones de renovar los vencimientos.

## 7. El futuro de la financiación

El futuro de la financiación bancaria en España va a estar muy ligado al resultado final de la reforma regulatoria internacional que está en marcha. De ella tiene que salir un sistema financiero más transparente, mejor supervisado, capaz de recuperar la confianza de los inversores a través de productos fáciles de analizar y valorar.

No obstante, es importante potenciar y explotar las fortalezas que nuestro modelo de banca nos aporta al respecto. Contar con una amplia base de financiación, diversificada por productos, plazos y geográficamente va a continuar siendo la clave del éxito en la gestión de la liquidez y en la financiación de nuestro negocio.

Los depósitos van a continuar jugando un papel muy importante en los balances de los bancos comerciales, especialmente de los que tienen un carácter predominantemente minorista como los españolas. No obstante, en el medio plazo, es de esperar una normalización y una mayor sofisticación en el ahorro familiar que lleve de nuevo a una cierta desintermediación de la inversión financiera de los hogares.

Dentro de la financiación mayorista, se consolidará la diferenciación entre entidades, lo que llevará a una segmentación del mercado. El proceso de concentración va a llevar a la existencia de entidades de mayor tamaño con mayor facilidad para emitir productos más estandarizados.

Además, es previsible que se observe una ampliación entre el riesgo requerido a los títulos garantizados y la deuda sin colateral. En este sentido, es importante un relanzamiento de la titulación de activos.

Lo que es evidente es que de esta crisis debemos salir fortalecidos, con la capacidad de desarrollar una base amplia de financiación, con una mejor infraestructura de mercado y con mejores prácticas y regulación que permitan a las entidades financiarse a precios razonables y continuar financiando a la economía real de la manera más eficiente posible.

## Referencias bibliográficas

- Banco de España (2010a): «El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis»; en su *Boletín Económico* de septiembre.
- Banco de España (2010b): *Informe de Estabilidad Financiera* (octubre).
- Banco de España (2010c): «La reestructuración de las cajas de ahorros»; en *Situación y perspectivas del Sistema Bancario Español*.



- Banco de España (2010d): «Medidas de apoyo a las entidades de crédito españolas en el contexto de la crisis financiera internacional»; en su *Informe Anual 2009*.
- BIS (2008): *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*.
- BIS (2010): *La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20*.
- Catarineu, E. y Pérez, D. (2008): «La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial»; en *Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España* (14).
- ECB (2008): *EU Banks' liquidity stress testing and contingency funding plans*.
- ECB (2009): *EU Banks' funding structures and policies*.
- JP Morgan (2010): *Short-term fixed income market update*.
- King, M. (2010): *Mapping capital and liquidity requirements to bank lending spreads*. BIS Working Papers 324.
- Ótker-Robe *et al.* (2010): *Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions*. IMF Staff Position Note.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*.





# LA GESTIÓN DE COLATERALES COMO HERRAMIENTA DE GESTIÓN DE LIQUIDEZ BANCARIA EN EL ENTORNO DE *BASILEA III*

Javier García Martín \*

## Resumen

El propósito del presente artículo es mostrar la gestión de colaterales como complemento y alternativa en la gestión de liquidez bancaria actual en el nuevo contexto de *Basilea III*. Los nuevos cambios regulatorios obligarán a las entidades financieras a optimizar todos los activos líquidos dentro del balance y la gestión de los contratos de garantías de derivados (GMRA, GMSLA, CSA, ISDA<sup>1</sup>) con contrapartidas se tendrá que maximizar a la hora de gestionar la liquidez. Cumplir los futuros ratios de liquidez de *Basilea III* obligará a monitorizar y gestionar de una manera centralizada los distintos activos líquidos en posesión de las entidades para cumplir con los mismos.

## Abstract

*The aim of this article is to show how the management of collaterals can be a complement and alternative in the management of current banking liquidity in the new context of Basel III. New regulatory changes will oblige financial entities to optimise all their liquid assets on the balance sheet and the management of derivative guarantee contracts (GMRA, GMSLA, CSA, ISDA) with balancing entries that will have to be maximised when it comes to managing liquidity. Fulfilling the future liquidity ratios required by Basel III will involve monitoring and centrally managing the different liquid assets owned by entities.*

## 1. Objetivo de la gestión de colaterales

El concepto gestión de colaterales proviene del término anglosajón definido por Godhart (2008), *collateral management*. El cual implica que para mitigar el riesgo crediticio, se exige colateral a las instituciones financieras activas en los mercados de derivados, bonos, acciones, en las operaciones de mercado abierto del Banco Central, y también en las cámaras de compensación de activos. Los activos elegibles como colateral son habitualmente líquidos, con bajos niveles de riesgo crediticio, como deuda pública o deuda avalada por gobiernos.

El objetivo de la gestión de colaterales es optimizar la liquidez, el balance de la entidad financiera y la utilización del capital de todos los activos en poder de la misma y susceptibles de ser gestionados (Committee on the Global Financial System, 2001).

Dentro de los distintos activos gestionables habitualmente se tratan como colateral los de tipo de interés y de crédito (ej.: deuda pública y privada, titulaciones, cédulas territoriales e hipotecarias...) y acciones (principalmente cotizadas, aunque algunas no cotizadas podrían ser susceptibles de convertir en préstamo valores dependiendo de varias variables como su valoración y situación sectorial).

\* Caja Castilla La Mancha.

<sup>1</sup> CSA: *Credit Support Annex*.

GMSLA: *General Master Securities Lending Agreement*.

GMRA: *General Master Repurchase Agreement*.

ISDA: *International Swaps and Derivatives Association Master Agreement*.

La demanda de colaterales se ha visto incrementada, la lista de activos susceptibles de ser elegibles ha crecido, añadiendo ciertos activos que cumplen con los criterios crediticios y de *rating* exigidos (CGFS, 2001).

El aumento de la demanda por los activos colaterales ha elevado la inquietud entre los partícipes del mercado por saber si las nuevas demandas se verán alcanzadas y si los costes por adquirir dichos activos y mantenerlos subirán a lo largo del tiempo (Fleming, 1999).

La adecuada gestión de liquidez de las instituciones financieras es motivo de preocupación por parte de los reguladores, como se ilustra por el hecho de que desde el inicio de la crisis en 2007, los bancos centrales han expandido su lista de activos susceptibles de ser elegibles como colaterales dentro de los instrumentos de apoyo al correcto funcionamiento de la política monetaria (Brunnermeier, 2009).

Como ya hemos indicado anteriormente, los activos colaterales se utilizan para mitigar el riesgo crediticio entre contrapartidas en las distintas transacciones financieras.

En particular, el riesgo de crédito del tomador se elimina por el seguro proporcionado por el valor del activo pignorado como colateral. La colateralización es una técnica ampliamente utilizada, la cual permite asegurar que las diferencias entre los participantes en el mercado, al menos en términos de riesgo de crédito, se eliminan de una manera efectiva (Armstrong, 2008).

En el artículo publicado por Arjani (2006), valorando las distintas razones para la utilización por parte de las instituciones financieras en el sistema canadiense LVTS (*large value transfer system*), se pone de manifiesto como uno de los principales motivos para la gestión activa de colaterales son los distintos ratios de liquidez y de capital. Adicionalmente cabe destacar que otra razón importante para su uso como herramienta de gestión de liquidez es la propia liquidez del mercado secundario de los activos.

Desde el inicio de la crisis crediticia en 2007, las entidades financieras han incrementado su dependencia en materia de liquidez en los bancos centrales, de forma que han llegado en muchos casos a tener que admitir que el único financiador para una gran parte de las entidades sea el banco central. La política monetaria de los principales bancos centrales (ECB, Banco de Inglaterra y FED) ha favorecido el acceso a la liquidez incrementando la lista de activos colaterales para la obtención de liquidez. En paralelo, gran parte de los problemas surgidos en las entidades financieras han sido provocados en gran medida por la liquidez como anticipo de problemas de solvencia (Banque de France, 2008).

La dependencia en materia de liquidez por parte de los Bancos Centrales debe de ser vista como una herramienta coyuntural y temporal que permite subsistir en el presente contexto actual, pero que no es sostenible a largo plazo. El nuevo contexto planteado por *Basilea III* marca una hoja de ruta que hace necesario un cambio de planteamiento estratégico para la



mayor parte de las entidades financieras. Este cambio se plantea en dos entornos con nuevos ratios de capital y de liquidez. Si nos centramos en el impacto del de los ratios de liquidez, podemos observar como el objetivo estratégico de las entidades tendrá que pasar por reducir la dependencia en materia de liquidez por parte de los bancos centrales. En este sentido, han aparecido en los últimos tiempos cámaras de compensación sustitutivas del banco central, utilizando como colaterales activos de deuda pública y privada (ej.: *repo-clear*, *clearnet*, etc). La instrumentalización de los contratos de activos se materializa principalmente mediante *repos* o operaciones de compra-venta a vencimiento.

Es importante destacar que la idea subyacente de la operativa de colaterales es sustituir la dependencia en materia de liquidez de los bancos centrales y otorgar capacidad operativa a las entidades financieras para poder realizar una cuenta de resultados en paralelo con dicha actividad que hasta ahora no contemplaban como tal, ya que las prioridades se basaban en la propia supervivencia de la entidad en materia de liquidez obviando el coste en la mayor parte de los casos.

La obtención de una cuenta de resultados y la optimización de la cartera de activos colaterales pasa por una centralización efectiva de la información de los propios activos en posesión de las entidades y la elaboración de una base de datos coherente con una visión de negocio que hasta este momento solamente realizaban con un sesgo de administración de los mismos. Por tanto se hace necesario una centralización de dicha información para poder gestionar adecuadamente los activos y decidir en todo momento que tipo de colateral se puede dar o recibir en función de todos los contratos de contrapartida (GMSLA, GMRA, CSA, etc) que se tengan suscritos.

Es probable que surjan en las entidades financieras más equipos de optimización de activos colaterales en las unidades financieras como áreas de negocio, que permitan a las entidades financieras pasar de un entorno en el que el mercado les arbitre a poder arbitrar activos y lograr reducir el riesgo operacional de la operativa con colaterales al mismo tiempo que el riesgo de contrapartida con la entidades con las cuales tienen suscritos dichos contratos (Strahan, 2004).

## 2. Impactos del nuevo entorno de *Basilea III*

La reforma de *Basilea III* incluye los siguientes elementos (Elorriaga, 2010):

- Aumento de la calidad del capital para asegurar su mayor capacidad para absorber pérdidas.
- Mejora de la capturas de riesgos. Se modifica el cálculo de los riesgos para determinadas exposiciones que la crisis ha probado que estaban mal calculados. En

particular, para las actividades de la cartera de negociación, titulizaciones, exposiciones a vehículos fuera de balance y al riesgo de contraparte que se deriva de las exposiciones en derivados. Cabe destacar que la gestión activa de colaterales permite optimizar la entrega de garantías en los distintos contratos de derivados suscritos por las entidades financieras (CSA, GMRA, GMSLA, etc.).

- Constitución de colchones de capital en momentos buenos del ciclo que puedan ser utilizados en periodos de estrés.
- Introducción de una ratio de apalancamiento como una medida complementario a la ratio de solvencia basada en riesgo, con el objetivo de contener el apalancamiento excesivo en el sistema bancario.
- Aumento del nivel de los requerimientos de capital, para fortalecer la solvencia de las entidades y contribuir a una mayor estabilidad financiera.
- Mejora de las normas del proceso supervisor y de la disciplina de mercado y establecimiento de guías adicionales en áreas como gestión de riesgo de liquidez, buenas prácticas para la valoración de instrumentos financieros, ejercicios de estrés, gobierno corporativo y remuneración. Destacar que en relación a la guía adicional de gestión de liquidez, la gestión de colaterales permitirá a las entidades financieras adoptar una posición más holgada desde el conocimiento centralizado de los distintos activos colaterales y los contratos suscritos con las distintas contrapartidas.
- Introducción de una estándar de liquidez que incluye una ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y una ratio de liquidez estructural a largo plazo. El objetivo es asegurar que las entidades tengan colchones de liquidez suficientes para hacer frente a posibles tensiones en los mercados y una estructura de balance que no descansa excesivamente en la financiación a corto plazo.

La necesidad de realizar una profunda revisión en la regulación y supervisión del sistema financiero se ha puesto de manifiesto desde el inicio de la crisis financiera, y todas las medidas regulatorias se encaminan a reducir la probabilidad y el coste de futuras crisis sistémicas. Dentro de este escenario el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), presentó en 2010 una serie de medidas que han sido debatidas y consensuadas en distintos foros internacionales y su entrada en vigor está prevista para principios de 2013 (Basel Committee on Banking Supervision, 2010).

Las medidas propuestas permitirán tener entidades mejor capitalizadas y con una mayor cantidad de activos líquidos, y de esta manera aumentar la capacidad del sistema financiero para absorber futuras pérdidas y reducir la probabilidad de futuras crisis e incluso reducir la volatilidad del PIB. No obstante, dado que para las entidades financieras el capital es una forma de financiación muy costosa y los activos líquidos conceptualmente son poco rentables, un endurecimiento de los requisitos de capital y de liquidez supondrá una carga adicional para las



mismas y tendrá un efecto negativo sobre la oferta de crédito de la economía. En el corto plazo, mientras se produce el proceso de ajuste al nuevo escenario regulatorio, este efecto adverso podría ser más intenso, lo que resultaría especialmente dañino en el actual contexto macroeconómico caracterizado por una recuperación aún muy frágil de la actividad (Gavilán, 2010).

Es probable que este nuevo contexto aumente la necesidad de potenciar la gestión de los propios activos colaterales por parte de las entidades para poder lograr cumplir en paralelo los nuevos ratios de liquidez y capital de *Basilea III*.

Dentro de la literatura más reciente, los trabajos más representativos son los realizados por el *Institute of International Finance* (IIF) y por el *Macroeconomic Assessment Group* (MAG). En ambos estudios, los ejercicios cuantitativos siguen la misma estrategia en dos etapas. En la primera, consideran un modelo de comportamiento bancario vinculando los requisitos regulatorios con el coste de financiación y el volumen de crédito en la economía. En la segunda etapa, analizan el impacto de los cambios regulatorios sobre los tipos de interés y de crédito obtenido en la primera etapa y lo trasladan al PIB.

Una de las principales conclusiones del estudio del IIF (2010), destaca que los bancos deben de aumentar su ratio de activos líquidos sobre los activos totales para cumplir con el establecimiento del *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)<sup>2</sup>. Para cumplir con esta medida, el IIF (2010) estima que los bancos en Estados Unidos, por ejemplo, deben de aumentar su ratio de activos líquidos hasta un 22% en 2012 y 2013, para posteriormente, reducirla progresivamente hasta un 18%.

En este escenario, el IIF (2010) también incorpora explícitamente el impacto de otras medidas propuestas por el Comité de Basilea, como las referidas a los buffers contracíclicos, al tratamiento de los activos en la cartera de negociación, a la definición de capital y al establecimiento del *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), que pretende reforzar la financiación a largo plazo de las entidades bancarias en detrimento de la financiación mayorista a corto plazo.

Conviene destacar que la dependencia de la financiación mayorista a corto plazo ha sido una de las principales debilidades expuestas por las entidades financieras en la presente crisis financiera global. El cierre de los mercados mayoristas de financiación, al igual que el cierre del mercado interbancario ha provocado un aumento de la dependencia de la financiación a corto plazo de los bancos centrales que debe de ser corregida con el paso del tiempo. Es por este motivo que el acceso a nuevos mercados como *clearnet*, *repoclear*, etc. Permitirá reducir dicha dependencia, pero en paralelo exigirá a las entidades financieras una mejora en los estándares de control y de gestión de todos los activos colaterales para poder optimizar la gestión de los nuevos ratios de liquidez propuestos en el contexto de *Basilea III*.

---

<sup>2</sup> El LCR exige que las entidades financieras mantengan suficientes activos líquidos en su balance como para soportar un periodo agudo de estrés de 30 días.

En cuanto al impacto de los requisitos de liquidez, el MAG (2010) estima que como consecuencia de un aumento de un 25% en la ratio de activos líquidos sobre los activos totales de las instituciones financieras (respecto de su situación de partida), implementando de forma progresiva durante cuatro años, el nivel de PIB sería un 0,08% inferior al que tendría lugar sin cambio regulatorio después de 18 trimestres. Por su parte, los márgenes crediticios serían 14 puntos básicos mayores y el volumen de negocio agregado de crédito sería un 3,2% menor. Por la forma de introducir la reforma regulatoria en términos de liquidez, estos efectos aproximarían principalmente el impacto macroeconómico asociado al establecimiento del LCR.

Los resultados anteriores son básicamente lineales en el grado de endurecimiento de los requerimientos de capital y de liquidez (Gavilán, 2010). En particular, los distintos ejercicios cuantitativos realizados por el MAG demuestran que, si, por ejemplo, la ratio de capital objetivo aumentara un 2 pp o la ratio de activos líquidos aumentara en un 50% respecto de la situación de partida, el impacto macroeconómico sería aproximadamente el doble de inicialmente estimado.

Independientemente de que el cambio regulatorio considerado por el IIF sea más exigente para las entidades financieras que el asumido por el MAG, el efecto de dicho cambio sobre el coste de la financiación del sector privado es muy diferente en ambos trabajos. En concreto, el impacto estimado por el IIF es aproximadamente cuatro veces mayor que el estimado por el MAG.

Ambos estudios tienen un factor denominador común en sus resultados, y éste es el aumento en mayor o menor medida del coste de la financiación, y por tanto éste es un factor a tener en cuenta a la hora de gestionar los nuevos ratios de liquidez propuestos en el contexto de *Basilea III*.

### 3. La gestión de colaterales como propuesta de valor

En el nuevo contexto regulatorio, se hace necesario un nuevo cambio en el modelo de gestión de liquidez de las entidades financieras que minimice el coste de financiación, reduzca el riesgo operacional y de contrapartida del mismo y que logre en paralelo hacer del mismo un negocio rentable y con una cuenta de resultados recurrente a largo plazo para la misma.

Es probable que la mayor parte de las entidades financieras dispongan hoy en día de un modelo de gestión de colaterales basado en la administración de los activos pero no con una visión centralizada de negocio. Si se lograra traspasar todo el negocio que otorga coberturas a las distintas cámaras de compensación (contratos de derivados y *netting* de *repos*), y en paralelo se pudiesen desarrollar sistemas que soporten con una visión centralizada y de negocio la operativa con los distintos activos colaterales (*equity*, renta fija privada y pública), es razonable pensar que se reducirían las necesidades globales de liquidez de las



entidades financieras y en paralelo desarrollar una cuenta de resultados que justificase la operativa al margen de los beneficios anteriormente mencionados, como son la mejora del riesgo operacional y de crédito.

Hay que tener en cuenta también el tamaño de la entidad, ya que cuanto mayor sea la dimensión del balance y las distintas tipologías de contratos suscritos con las contrapartidas mayores serán las ventajas. Independientemente de que se dispongan de distintos centros tesoreros en geografías dispares. La clave del modelo de negocio es la visión centralizada del mismo muy unida a la gestión del balance global ya que la operativa afecta por igual a la liquidez y a los recursos propios de la misma.

Una operativa activa de gestión de colaterales con una optimización adecuada de los mismos permite por tanto alcanzar unos estándares óptimos en cuanto a los nuevos ratios de liquidez en *Basilea III*.

Con la implantación de *Basilea III* en las entidades financieras, el futuro del negocio de la gestión de liquidez en los próximos años cambiará sustituyendo el antiguo mercado interbancario por un mercado activo de gestión de liquidez con colaterales de muy diversa índole, el cual debe de ser gestionado con una visión de negocio, centralizada y con una adecuada optimización de los distintos activos susceptibles de ser colateralizados en las distintas cámaras de compensación. De esta forma, y como ya se ha puesto de manifiesto anteriormente la liquidez de la entidad financiera se podrá optimizar.

Debemos comentar que el desarrollo de los distintos modelos de optimización de gestión de colaterales tendrán que ser realizados a medida de las necesidades de cada entidad, con unos algoritmos que no podrán ser los mismos para entidades con tamaños de balance muy grandes y gran variedad de activos y contratos que entidades con una operativa mucho más reducida.

La obtención de una cuenta de resultados en el modelo de gestión de colaterales vendrá determinada, por la capacidad para realizar el *netting* global de todas las posiciones de la entidad y de los clientes. El margen financiero que provoca (ingresos financieros menos costes financieros) la optimización de los flujos está directamente influida por el coste de oportunidad de realizar el modelo de negocio de una manera proactiva en vez de reactiva y con visión administrativa como se realiza en la actualidad en la mayor parte de las entidades. La gestión proactiva de los colaterales (tanto para recibir como para entregar) provoca que la entidad pase de ser arbitrada (con el coste de oportunidad que conlleva) a poder arbitrar en el mercado de activos que competa. La casuística de ejemplos que provocan cuenta de resultados en los bancos es muy diversa, destacando los eventos corporativos que generan MtM<sup>3</sup> en los activos, la selección de activos de renta fija para entregar y tener márgenes extra que de otra manera no se obtendrían, etc. (McPhail, 2003).

<sup>3</sup> *Mark-to-market*: valoración a precio de mercado.

Por último, se tienen que ajustar al modelo de gestión las particularidades con colaterales de clientes y la propia entidad mediante vehículos *offshore* (como por ejemplo los que pueden tener muchas entidades financieras españolas en Latinoamérica). La gestión coordinada con las áreas jurídicas y fiscales de las entidades será crítica a la hora de implantar un modelo eficiente de gestión de colaterales que permita minimizar el impacto fiscal y jurídico de la operativa.

## 4. Conclusiones

Desde el inicio de la crisis en 2007, se ha puesto de manifiesto que la gestión de la liquidez en las entidades financieras es una de las piezas claves para evitar el colapso de las mismas. Con el cierre de los mercados interbancarios, las bajadas generalizadas de *rating* y las dificultades de acceso a los mercados de capitales por parte de las entidades financieras, han provocado que la dependencia de las fuentes de financiación a corto plazo de los bancos centrales se haya elevado hasta límites difícilmente asumibles a largo plazo. Por estos motivos las propuestas de *Basilea III* en materia de gestión de liquidez proporcionan un nuevo marco de actuación a las entidades, para lograr evitar futuras crisis sistémicas, pero cuyas consecuencias a corto plazo tendrán unas implicaciones directas sobre el coste de la financiación y el crecimiento del PIB como ponen de manifiesto los informes del IIF y el MAG. En paralelo, la gestión de dichos ratios de liquidez (LCR y NSFR) hace más relevante la necesidad de disponer de herramientas y un modelo de negocio dentro de la gestión de colaterales que proporcione una visión centralizada y logre optimizar todos los flujos provenientes de los distintos contratos para generar no sólo una cuenta de resultados, sino una reducción del riesgo operacional y riesgo de crédito que de otra forma no podría determinarse. Éstos son los motivos por los que probablemente el futuro de la gestión de la liquidez de las entidades financieras pase por una gestión activa de los colaterales dentro del marco de actuación de la gestión del balance, con una visión centralizada y optimizadora de los flujos operativos que logre minimizar la exposición al Banco Central, y que evite en la medida de lo posible la entrega de liquidez como contrapartida de los contratos de colaterales y permita sustituirlos por activos líquidos. El protagonismo de las distintas cámaras de compensación (*repoclear*, *cedel*, etc.) va a ir en aumento conforme los mercados interbancarios vayan recuperando cierta operativa activa y servirán como alternativa válida al acceso a la liquidez proporcionada por los distintos bancos centrales.



## Referencias bibliográficas

- Arjani, N. y McVanel, D. (2006): «A primer on Canada's Large Value Transfer System». Disponible en [http://www.bankofcanada.ca/en/financial/lvts\\_neville.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/financial/lvts_neville.pdf)
- Armstrong, J. y Caldwell, G. (2008): «Liquidity Risk at Banks: Trends and Lessons Learned from the Recent Turmoil»; en *Financial System Review* (diciembre); pp. 47-52.
- Banco de Francia (2008): «Special issue on Liquidity. Financial Stability Review». Disponible en: [http://www.banquefrance.fr/gb/publications/ref/ref\\_022008.htm](http://www.banquefrance.fr/gb/publications/ref/ref_022008.htm)
- Basel Committee on Banking Supervision (2009): «Strengthening the Resilience of the Banking Sector». Documento de consulta (diciembre).
- Basel Committee on Banking Supervision (2010a): «An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements» (agosto).
- Basel Committee on Banking Supervision (2010b): «Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards» (septiembre).
- Brunnermeier, M. K. y Pedersen, L. H. (2009): «Market Liquidity and Funding Liquidity»; en *Review of Financial Studies* (22, 6); pp. 2201-2238.
- Committee on the Global Financial System (CGFS) (2001): «Collateral in Wholesale Financial Markets. Recent Trends. Risk Management and Market Dynamics». CGFS Publication No 17. Informe preparado por el CGFS Working Group on Collateral: «Basel: Bank for International Settlements» (marzo). Disponible en <http://www.bis.org/publ/cgfs17.pdf?noframes=1>
- Fleming, M. J. y Remolona, E. M. (1999): «Price Formation and Liquidity in the US. Treasury Market: The Response to Public Information»; en *Journal of Finance* (54, 5); pp. 1901-1915.
- Gavilán, A. (2010): «Impacto Macroeconómico del Reforzamiento de los requisitos de Capital y Liquidez»; en *Informe de Estabilidad Financiera*. Banco de España 19.
- Goodhart, C. (2008): «Liquidity Risk Management»; en *Financial Stability Review* («Special Issue on Liquidity») (enero). Disponible en [http://www.banque-france.fr/gb/publications/rsf/rsf\\_022008.htm](http://www.banque-france.fr/gb/publications/rsf/rsf_022008.htm)
- Institute of International Finance (2010): *Interim Report on the Cumulative Impact of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*.



- Macroeconomic Assessment Group (2010): *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*. Interim Report.
- McPhail, K. y Vakos, A. (2003): «Excess Collateral in the LVTS: How Much is Too Much?»; Bank of Canada Working Paper No. 2003-36.
- Rodríguez de Codes, E. (2010): «Las Nuevas Medidas de Basilea III en Materia de Capital»; en *Informe de Estabilidad Financiera*. Banco de España (19).



MEDITERRANEO ECONÓMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario





# LOS NUEVOS REQUISITOS REGULATORIOS DE *BASILEA*: CONTENIDO, JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA E IMPACTO SOBRE EL NEGOCIO BANCARIO

Jesús P. Ibáñez Sandoval \*

## Resumen

Este artículo describe la normativa de solvencia, conocida como *Basilea III*, que será de aplicación a las entidades de crédito en los próximos años. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés, o el Comité) y su órgano de vigilancia, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión de BIS (GHoS) han hecho públicas recientemente las líneas maestras de lo que será *Basilea III*. Se comienzan describiendo los problemas regulatorios que es necesario solucionar con *Basilea III*. Seguidamente se entra en la descripción detallada de los elementos más relevantes de *Basilea III*, para terminar con un análisis de sus efectos previsibles sobre las entidades de crédito.

## Abstract

*This article describes the solvency regulations known as Basel III, which will be applied to credit entities over the coming years. The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS or The Committee) and its overseeing body, the BIS Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS) have recently published the guidelines for Basel III. They begin by describing the regulatory problems that must be resolved through Basel III, going on to provide a detailed description of the most significant elements of Basilea III, before concluding with an analysis of its foreseeable effects for credit entities.*

## 1. Introducción

Este artículo describe la normativa de solvencia, conocida como *Basilea III*, que será de aplicación a las entidades de crédito en los próximos años. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés, o el Comité) y su órgano de vigilancia, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión de BIS (GHoS) han hecho públicas recientemente las líneas maestras de lo que será *Basilea III*.

Es importante comenzar destacando la idea de que un sistema bancario fuerte, resistente y estable es una condición necesaria para que la economía funcione y, por tanto, para lograr un crecimiento económico sostenible. Esto es así por la función esencial que cumplen las entidades de crédito en la economía. Los bancos se colocan en el centro del proceso de intermediación crediticia entre los ahorradores y los inversores demandantes de fondos. Además, proporcionan servicios financieros fundamentales para sus clientes, tanto para las personas físicas, como para las empresas y para los entes públicos.

De hecho, la lección más reveladora de la crisis es la importancia de disponer de un sistema bancario robusto y resistente. Cómo lograrlo es, por tanto, la pregunta que están tratando de responder los reguladores. La respuesta que se está dando desde los poderes públicos está siendo muy decidida, rápida y amplia. Este artículo se centrará en los cambios de la normativa

\* Economista titulado de la Dirección General Adjunta de Supervisión del Banco de España. Responsable de la Unidad de Asesoramiento Técnico y Comité de Basilea. Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autor. No refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

prudencial que afectan a las entidades de crédito que, en conjunto, se conocen como *Basilea III*. Por tanto, no se van tratar con detalle las reformas que afectan a los mercados financieros (derivados OTC, uso de *rating* externos), ni a otros tipos de entidades financieras como las compañías de seguros o las sociedades de valores.

Se comienzan describiendo los problemas regulatorios que es necesario solucionar con *Basilea III*. Seguidamente se entra en la descripción detallada de los elementos más relevantes de *Basilea III*, para terminar con un análisis de sus efectos previsibles sobre las entidades de crédito.

## 2. La reforma de la regulación prudencial bancaria

### 2.1. Las deficiencias regulatorias identificadas

Es indudable la responsabilidad del sector financiero en la crisis actual. Antes de su comienzo, muchos bancos estaban excesivamente apalancados en operaciones de balance y de fuera de balance. Los balances bancarios estaban creciendo de forma exponencial llegando a representar, en algunos países, más que su PIB<sup>1</sup>. En particular, en instrumentos incluidos en la cartera de negociación a los que la normativa en vigor exigía un capital muy bajo. Este aumento de los riesgos se vio acompañado por una disminución de la cantidad y, también, de la calidad del capital disponible para absorber pérdidas. Las entidades fueron incluyendo dentro de su capital de Nivel 1 una mayor cantidad de instrumentos híbridos<sup>2</sup> con características cada vez más complejas. Se diseñaron para hacerlos atractivos para un mayor número de inversores potenciales, en muchos casos, haciendo más difícil y compleja su capacidad de absorción de pérdidas.

160

En el ámbito de la liquidez, los mercados vivieron una época larga de exceso de liquidez. Las entidades eran capaces de obtener fondos casi ilimitados a costes muy bajos. Esta situación duro mucho tiempo y se extendió una percepción generalizada de que el riesgo de liquidez era casi inexistente porque la liquidez del mercado era ilimitada. Esto aumentó cada vez más la dependencia de muchas entidades de la financiación en los mercados de capitales a corto plazo. Como resultado, aumentaron sustancialmente los desajustes entre los vencimientos cada vez a más largo plazo de los riesgos bancarios y su financiación, cada vez a más corto plazo. Para complicar más el problema, muchas entidades habían optado por reducir los activos líquidos en sus balances, por lo que estaban más expuestas si se agotaba algunas de sus fuentes de financiación a corto plazo (King, 2010).

La experiencia ha demostrado que las normas de solvencia bancaria previas a la crisis eran poco estrictas para atajar los riesgos que se venían acumulando en el sistema. Esto confirma la gran importancia de disponer de una regulación prudencial suficientemente pru-

<sup>1</sup> En Inglaterra, los balances bancarios son más de 5 veces mayores que el PIB anual. En EEUU sus balances son similares al PIB del país.

<sup>2</sup> Aquéllos que tienen a la vez características de capital y de deuda.



dente. Sin ella, los niveles de capital y liquidez de los bancos son insuficientes. La razón es sencilla: a menor capital, mayor rendimiento para los accionistas, pero menor capacidad de la entidad para soportar pérdidas. A su vez, menos liquidez supone que una proporción más elevada de los activos a largo plazo se financiará con deuda a corto plazo. Cuanto mayor sea este desajuste entre vencimientos, el banco obtendrá mayores márgenes por intereses y beneficios, pero también aumentará su exposición a la retirada repentina de depósitos y a las dificultades para refinanciar su deuda.

En concreto, los niveles de capital eran escasos para cubrir los riesgos que habían asumido y su calidad era deficiente; tampoco eran adecuadas las normas que regulaban las posiciones en la cartera de negociación. Además, la legislación no disponía de un ratio que limitase el apalancamiento o de unos requisitos de liquidez cuantitativos armonizados a nivel mundial. Finalmente, los incentivos no estaban, en muchos casos, alineados con los riesgos, como las políticas de remuneración existentes que fomentaban el apalancamiento excesivo y la toma de riesgos.

Es evidente que estas deficiencias en la regulación bancaria no fueron las únicas que se cometieron. Se han detectado errores importantes en la gestión de riesgos de las entidades así como en su supervisión. Estas deficiencias han sido consecuencia, en gran medida, del largo período de crecimiento económico continuado experimentado en los años anteriores. Es propio de la naturaleza humana asumir que la situación que se está viviendo se va a mantener en el futuro. Por tanto, se llegó a pensar que los ciclos económicos habían acabado y que la ciencia económica había dado con la clave de un crecimiento económico estable y permanente en el tiempo. Una consecuencia inevitable fue la percepción generalizada de que los riesgos financieros se estaban reduciendo y que se podían medir y controlar con métodos científicos, lo que llevó inexorablemente a una infravaloración de los mismos que se ha demostrado muy peligrosa.

Una vez comenzada la crisis, se vivieron las consecuencias de los excesos anteriores. En resumen, muchas entidades fueron incapaces de absorber las pérdidas que se ocasionaron, primero, por la menor valoración de los instrumentos incluidos en sus carteras de negociación, y posteriormente, por los impagos en sus carteras crediticias. Tampoco pudieron asimilar la reintermediación que se produjo cuando muchos de los riesgos que habían dado de baja de sus balances, al asumir que sus riesgos los habían transferido totalmente a terceros, terminaron volviendo; así como de las enormes exposiciones que habían situado en lo que se conoce como «banca en la sombra»<sup>3</sup>, en la mayoría de las ocasiones, buscando ventajas regulatorias y sobre las que también tuvieron que responder finalmente. Además, muchas entidades se encontraron con que no tenían una reserva suficiente de activos líquidos con la que hacer frente al pago de la deuda a corto plazo derivada de la necesidad de refinanciar la enorme expansión de sus balances por el cierre de los mercados de financiación o corto plazo.

<sup>3</sup> Conocida generalmente como *shadow banking system*. Se trata de entidades que no están reguladas y supervisadas como los bancos.

Las deficiencias señaladas han puesto de manifiesto con claridad la necesidad de reformar la regulación prudencial aplicable a las entidades de crédito.

## 2.2. La normativa prudencia en vigor al comienzo de la crisis

Antes de describir *Basilea III* es necesario pararse a analizar qué es *Basilea II* y cuál es su responsabilidad en la crisis.

*Basilea II* se publica en junio de 2004 como una reforma fundamental del Acuerdo de 1988. Posteriormente, en junio de 2006, se publica una modificación que afecta al tratamiento de los instrumentos incluidos en la cartera de negociación para cubrir sus riesgos de mercado y de contraparte. Es importante destacar que ha sido precisamente esta última la que se ha tenido que modificar con *Basilea III*.

*Basilea II* entra en vigor con carácter general en 2007, aunque en la Unión Europea se les da a las entidades durante ese año la opción de usar los métodos sencillos de *Basilea II* (el método estándar para el riesgo de crédito y el método básico para el riesgo operacional) o de seguir aplicando *Basilea I*. La entrada en vigor para los métodos avanzados basados en modelos internos se pospuso hasta 2008. Esta situación era similar en el resto de países desarrollados, excepto en el caso de EEUU donde todavía no ha entrado en vigor.

Por tanto, queda claro que la normativa que estaba en vigor cuando se generaron los desequilibrios no era *Basilea II*. La crisis se genera con *Basilea I*. No es fácil, sin embargo, concluir si esta crisis podría haberse evitado, o al menos, suavizado si *Basilea II* hubiese entrado en vigor unos años antes. Es posible, no obstante, que las consecuencias hubieran sido diferentes, menos duras, fundamentalmente por el mayor y mejor conocimiento de los riesgos que fomenta *Basilea II*.

*Basilea II* es una reforma fundamental de la normativa prudencial bancaria. Busca establecer incentivos para que las entidades mejoren la gestión de sus riesgos y de su capital. Además, se preocupa de mejorar los estándares de transparencia y de información al mercado y de mejorar la supervisión bancaria. Todo ello con el objetivo de mejorar la estabilidad financiera. Estos objetivos se logran con la introducción de los famosos *3 pilares*.

Sin embargo, *Basilea II* no modificó la definición de capital, se quedó corto en las exigencias de capital para los instrumentos incluidos en la cartera de negociación y las titulizaciones y en su intención de no incrementar el nivel global de capital. Sobreestimó la calidad de los



modelos internos, no considerando conveniente introducir un ratio de apalancamiento que actuara de suelo, no estableció requisitos mínimos de liquidez y no dio la suficiente relevancia a elementos macroprudenciales. Todas estas deficiencias se tratan de solucionar con *Basilea III*.

### 2.3. El nuevo gobierno de la regulación internacional. G20 y Consejo de Estabilidad Financiera (FSB). El papel del Comité de Basilea

Un elemento adicional para ayudar a entender la gestación de *Basilea III* es el cambio fundamental que se ha producido en las instituciones que han liderado las reformas. El diseño de los Acuerdos de capitales de *Basilea I* y de *Basilea II* lo hace el Comité de Basilea con una gran autonomía. Esto cambia radicalmente en el caso de *Basilea III*.

El hecho de que la crisis sea global ha dejado clara la necesidad de buscar para su solución la colaboración de los países emergentes. La dirección de la reforma ya no la van a hacer los países del G10, sino que ahora se incorpora el resto de los países del G20. Además, el altísimo coste que ha tenido para los contribuyentes en muchos países el rescate de algunas entidades y sus tremendos efectos sobre el crecimiento económico ha hecho que la dirección de la reforma pase de los reguladores/supervisores reunidos en el BCBS a los políticos. En particular, al G20, en cuyas cumbres de jefes de Estado se ha ido diseñando la dirección estratégica de las reformas, y al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)<sup>4</sup> donde también están representados los ministerios de los países del G20, además de los Gobernadores de los bancos centrales y los jefes de Supervisión. Será en una cumbre del G20 donde finalmente se aprobarán las reformas. Por su parte, el Comité de Basilea también decide incluir entre sus miembros a los países del G20<sup>5</sup>. Esta representación más amplia ha servido también para mejorar la legitimidad del Comité como órgano emisor de estándares prudenciales a nivel internacional.

163

El 15 de noviembre de 2008, tiene lugar la primera Cumbre del G20 en Washington. Una de las recomendaciones incluidas en su plan de acción inmediata fue que los reguladores internacionales deberán establecer requerimientos de capital más rigurosos para las actividades de titulización. A medio plazo, se exigía que la definición de capital se armonizase para lograr importes de capital y medidas de solvencia consistentes a nivel internacional. El primer plan de acción en Washington se fue enriqueciendo en los planes siguientes aprobados en las cumbres de Londres, Pittsburgh y Toronto. En la Cumbre de Seúl de noviembre de 2010 se recogieron los primeros resultados de los trabajos encargados por el G-20 al FSB y al BCBS con la aprobación de *Basilea III*.

<sup>4</sup> El FSB, que se crea en el Cumbre del G20 de Londres, tiene como objetivo coordinar a escala internacional el trabajo de las autoridades nacionales y organismos internacionales para promover y desarrollar políticas reguladoras y supervisoras en el sector financiero con el objetivo de lograr una mayor estabilidad financiera.

<sup>5</sup> En 2009 el Comité de Basilea duplicó su tamaño para acoger a 27 instituciones, representadas por 44 autoridades de bancos centrales y órganos de supervisión.

## 3. Basilea III. Sus elementos más destacados

### 3.1. El diseño general de Basilea III

Se conoce generalmente como *Basilea III* al conjunto de las nuevas normas prudenciales que modifican *Basilea II* acordadas y anunciadas por el Comité de Basilea y los gobernadores y jefes de Supervisión en sus notas de prensa de julio y septiembre de 2010. Incluye también el primer conjunto de medidas publicadas en julio de 2009 para mejorar la captura de riesgos en la cartera de negociación, en titulaciones y en exposiciones a vehículos fuera de balance; la gestión de riesgos por las entidades y el proceso de examen supervisor, así como la divulgación de información y disciplina de mercado.

Antes de comenzar con el desarrollo de *Basilea III* conviene señalar que éste no va a reemplazar Basilea II, sino que se construye sobre él. Modifica algunos de sus elementos y, especialmente, introduce herramientas prudenciales nuevas. Para el resto, *Basilea II* sigue en vigor. Los elementos beneficiosos introducidos por *Basilea II* en la normativa prudencial y la supervisión se mantienen sin cambios, como los distintos métodos para calcular los requerimientos de capital para cubrir el riesgo de crédito y el riesgo operacional, así como su estructura en forma de 3 pilares.

### 3.2. Reformas en la regulación del capital

#### 3.2.1. Aumento de la calidad del capital

164

Las entidades de crédito en su conjunto entraron en la crisis con un nivel insuficiente de capital de alta calidad. Asimismo, se habían detectado incoherencias entre las definiciones de capital vigentes en algunos y carencias importantes en la información que las entidades hacían pública, lo que impidió al mercado evaluar y comparar la calidad del capital en cada institución, aumentando las incertidumbres y, con ello, los efectos de la crisis.

Las nuevas medidas se diseñan para mejorar los tres problemas detectados: calidad, consistencia a nivel internacional y transparencia. Además, se ha buscado simplificar la estructura de niveles de capital. Quedarán sólo tres: capital ordinario o básico<sup>6</sup>, Nivel 1 y Nivel 2, desapareciendo el Nivel 3; y, para cada una de estas 3 categorías, se establece un conjunto único de criterios que deben cumplir los instrumentos a incluir en ellas.

La mejora de la calidad del capital es uno de los objetivos fundamentales de la reforma. De hecho, la «calidad» es un concepto clave que suele olvidarse en favor de la «cantidad» de capital regulatorio exigido (Caruana, 2010b). Esta mejora se logra por dos vías. En primer

<sup>6</sup> Está formado por acciones (o su equivalente para las compañías que no son sociedades anónimas) y beneficios retenidos (reservas).



lugar, porque la nueva regulación va a conceder un protagonismo fundamental al capital de mayor calidad, al que se conoce como capital ordinario. En segundo lugar, por la introducción de cambios sustanciales en la definición de todos los componentes de la definición de capital, endureciéndolos, en particular del ordinario.

A diferencia de la normativa anterior, *Basilea III* establece un requisito de capital mínimo específico que debe calcularse en función del capital ordinario, el de mayor calidad. Se convertirá en la referencia del mercado.

La mejora sustancial en la calidad del capital ordinario se logra al exigirse que los ajustes regulatorios, esto es, las deducciones y los filtros prudenciales, se hagan directamente de dicho capital. Así se asegura la calidad del mismo y, por tanto, su plena capacidad para absorber pérdidas. Esto contrasta con la normativa en vigor donde algunos tipos de activos de calidad cuestionable se deducen del capital de Nivel 1 ó, por mitades, del capital de Nivel 1 y 2; pero, en ningún caso, del capital ordinario. Con este cambio ya no volverá a suceder que entidades que tendrían un capital ordinario escaso después de deducciones, no obstante, muestran unos coeficientes de capital de Nivel 1 elevados.

Los intereses minoritarios de filiales bancarias sólo se van a reconocer en el capital ordinario del grupo bancario hasta el importe de los requerimientos mínimos de capital ordinario de la filial, en el porcentaje que corresponda a los socios minoritarios. El exceso sobre dichos requerimientos que corresponde a minoritarios no se computa porque se entiende que no podrán usarse para cubrir los riesgos del grupo. En ningún caso se computarán los intereses minoritarios de filiales no bancarias.

Los ajustes regulatorios al capital ordinario más relevantes son los siguientes:

- Deben deducirse en su totalidad: el fondo de comercio y el resto de activos intangibles<sup>7</sup>; los activos fiscales diferidos derivados de bases imponibles negativas y las tenencias de acciones propias, incluyendo las obligaciones contractuales de adquisición de acciones propias.
- Las inversiones en el capital de otras instituciones financieras (banca, valores y seguros) que no consoliden:
  - Si no son significativas pero suponen más del 10% del capital ordinario del propio banco, se deducirá el importe que exceda del 10%.
  - Si son significativas, porque el banco tiene más de un 10% de la entidad emisora, su tratamiento se recoge en el párrafo siguiente.

<sup>7</sup> Con la excepción de los derechos de servicio de hipotecas *mortgage servicing rights*, que es un instrumento específico de EEUU.

- Hay tres elementos importantes en determinados países para los que se ha considerado que pueden tener un cierto valor como capital ordinario por lo que no se exige su deducción total. Se trata de los activos fiscales diferidos por diferencias temporales, las inversiones significativas en instituciones financieras que no consoliden y un tercero, no utilizado por las entidades españolas, que tiene la consideración de activo inmaterial y que se conoce como derechos de servicio de hipotecas. En estos tres casos se establece una franquicia doble. Una para cada uno de los tres elementos, por la que la entidad deberá deducir el importe de cada uno de ellos que supere el límite del 10% del capital ordinario. Y otra para el global, de manera que la entidad deberá deducir el importe por el que la suma de los tres elementos citados excede del 15% del capital ordinario<sup>8</sup>.
- El resto de activos que según las normas de *Basilea II* se deducen del Nivel 1 y del Nivel 2 por mitades y que no vienen recogidos dentro de los nuevos ajustes regulatorios, como es el caso de las participaciones significativas en entidades no financieras, no se deducirán sino que recibirán una ponderación de 1.250%.

Se refuerza la definición de capital de Nivel 1 en la parte de los otros instrumentos financieros admisibles<sup>9</sup>. Se ha decidido no incluir en el Nivel 1 a los instrumentos híbridos que tengan elementos que puedan incentivar su amortización anticipada, conocidos normalmente como innovativos. Se tienen dudas de que realmente puedan absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento. El objetivo es limitar al máximo la innovación financiera en el área de los instrumentos que pueden computar como Nivel 1.

Se realiza además una distinción conceptual entre el Nivel 1, que debe estar formado por los instrumentos que son capaces de absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento; y el Nivel 2, formado por los elementos que sólo absorberán pérdidas cuando la entidad esté en una situación de no viabilidad.

Para tener una idea del endurecimiento que supone este cambio por sí solo, baste decir que si una entidad cumpliera estrictamente el requisito mínimo implícito del 2% que exige *Basilea II* en términos de capital ordinario, con la nueva definición de capital de *Basilea III* estaría sobre el 1%, para el caso de un banco representativo con actividad internacional (Caruana, 2010b). Estaría, por tanto, obligada a elevar sustancialmente su capital ordinario sólo para cumplir con la nueva definición de capital.

La mejora de la consistencia a nivel internacional se logra porque la reforma también armoniza las características que deben cumplir los instrumentos para ser considerados capital ordinario, elementos adicionales de Nivel 1 y elementos de Nivel 2, así como los ajustes regulatorios.

---

<sup>8</sup> La parte que no se deduzca deberá ponderarse al tratarse de un activo más.

<sup>9</sup> Se trata de instrumentos híbridos, como algunas participaciones preferentes.



Por último, las nuevas medidas mejoran la transparencia exigiendo que se divulgue información sobre todos los elementos del capital, incluyendo todos los ajustes regulatorios y una reconciliación detallada de los mismos con los estados contables.

### 3.2.2. Mejora de la captura de los riesgos

Va a aumentar considerablemente el capital exigido para las titulaciones complejas, incluyendo las posiciones de retitulización<sup>10</sup>. Se busca reflejar mejor los riesgos inherentes a estos productos dada su mayor exposición al riesgo sistémico y su complejidad. También aumentarán los requerimientos para ciertas exposiciones en vehículos fuera de balance. Se exigirá a los bancos que realicen análisis más rigurosos de las posiciones de titulización con calificación crediticia externa con el fin de que reduzcan la excesiva confianza que en dichas calificaciones.

En el caso de los instrumentos incluidos en la cartera de negociación, las nuevas medidas aumentan sustancialmente los requerimientos de capital. Se introduce un requerimiento por VaR estresado basado en un período de 12 meses que será adicional al actual. También se exigirá capital adicional para capturar los riesgos de impago y de bajada de la calificación crediticia de las exposiciones. Además, se prevén mayores requerimientos para las titulaciones que se mantengan en la cartera de negociación, que serán los mismos que en la cartera de inversión. En promedio, se espera que estas nuevas normas para la cartera de negociación obliguen a los bancos mantener un nivel de capital entre tres y cuatro veces superior al actual (Wellink, 2010a).

Se ha endurecido también el tratamiento del riesgo de contraparte frente a las entidades con las que se negocian productos derivados. Se persigue un triple objetivo. Que asignen el capital necesario para cubrir el riesgo que asumen y mejoren la gestión de este riesgo; reducir la prociclicidad; y proporcionar incentivos adicionales para que las entidades compensen sus contratos de derivados OTC en las entidades de contrapartida central (CCP).

Se va a exigir la utilización de factores de riesgo estresados, de forma similar a lo que se ha establecido para cubrir el riesgo de mercado, lo que tiene la virtualidad de que promoverá una gestión integrada de los riesgos de mercado y de contraparte que surge del mismo tipo de operaciones. Además, los bancos estarán sujetos a un nuevo requerimiento de capital para cubrir las pérdidas que pueden sufrir por variaciones en el valor de mercado del riesgo frente a la contraparte asociados a cambios en su calificación crediticia<sup>11</sup>. *Basilea II* sólo tenía en cuenta el riesgo de impago y no el de variaciones en el valor de mercado cuando éste ha sido el causante de pérdidas importantes a las entidades muy activas en derivados.

<sup>10</sup> Se entiende por retitulización, una titulización en la que al menos de las exposiciones subyacentes de la misma es a su vez una titulización.

<sup>11</sup> Este riesgo se conoce como *credit valuation adjustment* (CVA).

El objetivo de incentivar que una parte significativa de los derivados OTC, incluyendo los derivados de crédito, se compensen a través de CCP se logra por el aumento sustancial de los requerimientos de capital para los derivados negociados bilateralmente que acabamos de ver. Sin embargo, el capital que se va a exigir a los bancos para cubrir sus riesgos frente a una CCP, prácticamente nulos en la actualidad, aumentarán ligeramente con el objetivo de incentivar una gestión prudente de este riesgo. Las entidades deben ser conscientes de que esta actividad tiene un cierto riesgo que deben gestionar activamente.

En otro ámbito, se propone aumentar los requerimientos de capital por riesgo de crédito a las exposiciones interbancarias frente a entidades grandes<sup>12</sup>. La crisis ha demostrado que la correlación entre los activos interbancarios era mayor que la usada en *Basilea II*. Este cambio sólo afectará a las entidades que utilizan modelos internos IRB para calcular el capital por riesgo de crédito que necesitan para cubrir sus exposiciones frente a bancos grandes.

### 3.2.3. Introducción de un ratio de apalancamiento

La introducción por primera vez en una regulación prudencial de alcance general de un ratio de apalancamiento es otro de los elementos clave de *Basilea III* para aumentar la fortaleza del sistema bancario.

Con este ratio se pretende desarrollar una medida sencilla, transparente y ajena al riesgo que complemente y establezca un suelo al ratio de capital normal basado en riesgo. Se pretende que cumpla dos objetivos: reducir el exceso de apalancamiento en el sistema bancario, y proporcionar una medida de protección adicional frente a los riesgos de utilizar los modelos sofisticados que permite *Basilea II*, esto es, frente a los errores de medición del riesgo.

En primer lugar, es fundamental introducir una herramienta que ayude a limitar el apalancamiento en el sector bancario. En el periodo previo a la crisis numerosos bancos habían declarado coeficientes elevados de capital de Nivel 1 ponderado por riesgo, mientras acumulaban niveles muy altos de apalancamiento dentro y fuera del balance. Esto era posible porque, con ponderaciones de riesgo cero o cercanas a cero en el coeficiente de solvencia basado en riesgo, el capital no supone, de hecho, un límite al apalancamiento.

Asimismo, al ser una medida que no se basa en la ponderación por riesgo, supone una salvaguarda frente a errores en los modelos internos de valoración y medición de riesgo, permitiendo dar respuesta al riesgo asociado a la utilización de esos modelos. Siendo también una garantía adicional frente a intentos de arbitrar los requerimientos de capital en función del riesgo. En esta línea, Mervyn King<sup>13</sup> destaca que *Basilea II*, al permitir calcular la cantidad

<sup>12</sup> Definidas como las que tienen activos totales superiores a 100.000 millones de dólares.

<sup>13</sup> Gobernador del Banco de Inglaterra.



de capital necesaria mediante el uso de una medida de activos ponderados por su riesgo, es vulnerable al cálculo que se haga de esas ponderaciones. Éstas se calculan en gran parte con la ayuda de herramientas estadísticas y, por tanto, en función de la experiencia pasada. Sin embargo, los momentos en los que el capital debe estar disponible para cumplir con su objetivo básico de absorber pérdidas son precisamente aquéllos en las que el juicio realizado acerca del riesgo de los activos bancarios y de sus correlaciones ha mostrado estar equivocado. Es decir, una crisis financiera podría producirse justo cuando las ponderaciones de riesgo son unas estimaciones pobres del riesgo subyacente de los activos que los bancos tienen en sus balances. Por tanto, defiende que el marco regulatorio debe contener elementos que sean robustos con respecto a los cambios en las ponderaciones de riesgo. Entiende que es crucial la introducción de un ratio de apalancamiento simple que suponga un suelo para los requerimientos de capital (King, 2010).

Este ratio se define como el cociente entre capital Nivel 1 y un valor de exposición. Se utilizará como denominador la suma de las exposiciones de dentro y fuera del balance, incluyendo los instrumentos derivados. Para calcular esta suma se tendrá en cuenta el valor contable de las exposiciones netas de provisiones y de otros ajustes de valoración. Las técnicas de mitigación del riesgo de crédito no reducirán el valor la exposición. Es algo más complejo el tratamiento que se prevé para los derivados. Se valorarán teniendo en cuenta su valor contable más su exposición potencial futura, que deberá calcularse de acuerdo con el método basado de valoración de a precios de mercado<sup>14</sup>, para así convertirlos de forma consistente en su «equivalente crediticio». El tratamiento de los derivados en los distintos regímenes contables se armonizará utilizando la definición de compensación en balance (*netting*) de la normativa de solvencia (*Basilea II*), que supone un mayor reconocimiento del *neteo* en comparación con la normativa contable española (y europea).

Se propone calibrar tentativamente un ratio de apalancamiento mínimo del 3%.

Destacar que el largo período de observación previsto y la entrada en vigor retrasada de este ratio se justifican por la necesidad de tener respuesta a determinadas incertidumbres respecto a su funcionamiento, antes de que se convierta en una estándar regulatorio de pilar 1. Así, por ejemplo, es importante que su diseño final se haga de tal manera que sólo afecte a un reducido número de entidades en momentos buenos del ciclo económico: a aquéllas que observen un apalancamiento excesivo.

El elemento más difícil, todavía no resuelto, es el calibrado de este ratio. Aunque se ha decidido establecer como calibrado de referencia un 3%, sin embargo, podría pensarse que existen opciones alternativas. En primer lugar, es necesario preguntarse si es posible acordar un porcentaje único que sirva para todas las entidades, con independencia de su tamaño o

<sup>14</sup> Uno de los métodos más sencillos para calcular el riesgo de contraparte de un producto derivado. Ver 71ª y siguientes de la CBE-3/2008, de 22 de mayo.

modelo de negocio. Si es posible asegurar con un porcentaje único que este ratio no afecte a las entidades en momentos malos del ciclo. O si, alternativamente, sería mejor optar por porcentajes distintos dependiendo del tipo de negocio o actividad de la entidad. O si hay algunos tipos específicos de entidades especializadas en exposiciones de bajo riesgo que deberían estar exentas de este ratio. También parece razonable preguntarse si, en lugar de un número único, no sería mejor establecer un rango dentro del cual los supervisores tendrían discreción para decidir cuál se aplica mejor a entidades concretas. O si, alternativamente, lo que importa realmente no es el número en valor absoluto sino su crecimiento (su delta). En el caso español un ratio como este sólo habría sido efectivo para contener el crecimiento excesivo de crédito, por ejemplo a promotores, antes de la crisis si se hubiese definido como un crecimiento entre dos momentos en el tiempo. Podría no haber funcionado si se hubiese establecido un porcentaje fijo.

### 3.3. Reformas en la regulación de la liquidez

Unos requerimientos de capital estrictos son condición necesaria para la estabilidad del sector bancario, pero no bastan por sí solos. Igualmente importante es la exigencia de unos mayores niveles de liquidez.

Los desajustes entre vencimientos han estado en el epicentro de la crisis, aunque no se puede olvidar que la transformación de plazos es una de las principales responsabilidades de la banca. Por tanto, este riesgo sólo se puede mitigar, no eliminar. Como afirma Cechetti (2010):

«Lo que sí podemos hacer es asegurar que los bancos mantengan activos más líquidos y gestionen mejor su riesgo de liquidez. Éste es precisamente el objetivo que persigue el Comité de Basilea con sus nuevas normas. Reducir la exposición del sistema bancario y potencialmente del público en general a alteraciones imprevistas de la oferta y la demanda de activos líquidos».

Se decide incluir por primera vez en la regulación prudencial dos nuevos estándares regulatorios: un ratio a corto, el ratio de cobertura de liquidez (LCR); y un ratio estructural a largo plazo, el ratio de financiación estable neta (NSFR). Se prevé un largo período de observación y la entrada en vigor retrasada de ambos ratios.

Se trata de unos estándares que se deben cumplir en todo momento aunque, por su naturaleza, podría tratarse más de unas reservas que deben constituirse en momentos buenos con el objetivo de ayudar a la entidad a superar las dificultades que puedan surgir en momentos de dificultad. Las consecuencias de su incumplimiento deberán definirse más adelante, pero podrían ser diferentes a si esto sucede con el ratio mínimo de capital. Podría ser la obligación de comunicación al supervisor de los motivos de su incumplimiento junto con un plan creíble de recuperación del mismo en el tiempo más corto razonable.



### 3.3.1. Introducción de un ratio de liquidez a corto plazo. El ratio de cobertura de liquidez (LCR)

Se exige que los bancos mantengan una base de activos líquidos de alta calidad (numerador) que cubra la totalidad de sus necesidades de liquidez<sup>15</sup> previsibles (denominador) durante un período de 30 días teniendo en cuenta un escenario de financiación estresado, que será especificado por los supervisores en la regulación y que incorpora muchos de los *shocks* experimentados durante la crisis actual.

Este ratio permitirá a los bancos mantener suficientes activos líquidos de elevada calidad en su balance para aguantar las salidas netas de efectivo que pudieran producirse en unas situaciones de grave tensión de un mes de duración. Se está asumiendo que un mes es el tiempo necesario para que se puedan tomar las decisiones apropiadas para solucionar los problemas del banco, bien por sus gestores, por los supervisores, o bien permitiendo una resolución ordenada de la entidad.

Los activos líquidos elegibles son aquéllos que cumplen, entre otras, las siguientes características: que su riesgo de crédito y de mercado sea reducido; que su valoración sea fácil y con una certeza suficiente; que tengan una correlación reducida con activos arriesgados; y que se negocien en mercados organizados. Se busca que su capacidad de generar liquidez se mantenga intacta incluso en períodos de estrés severo tanto idiosincrático como de los mercados<sup>16</sup>. Sin duda, la deuda pública es un activo que cumple estas condiciones, también podrían cumplirlas las cédulas hipotecarias y los bonos bancarios.

Respecto al denominador del ratio, se definen unos porcentajes de salida de fondos que cada entidad tiene que aplicar sobre los flujos de fondos esperados del periodo incluyendo tanto los flujos originados en balance como los de fuera de balance. En cuanto a las entradas de fondos, se incluyen los fondos que la entidad va a recibir de acuerdo a los vencimientos de operaciones dentro del periodo, sobre los que no hay dudas en cuanto al cumplimiento.

### 3.3.2. Introducción de un ratio de liquidez estructural a largo plazo. El ratio de financiación estable neta (NSFR)

Este ratio es un indicador estructural a largo plazo diseñado para paliar desajustes de liquidez y evitar que se produzcan desequilibrios entre los vencimientos de los activos y los pasivos. Persigue evitar que las entidades financien sus inversiones a largo plazo con fondos obtenidos en el corto plazo. Se trata de un coeficiente que cubre la totalidad del balance y busca ofrecer incentivos a los bancos para que utilicen fuentes de financiación estables para financiar sus activos a largo.

<sup>15</sup> Las necesidades de liquidez se pueden definir también como el flujo neto de salida de fondos durante ese periodo calculado aplicando unos parámetros de estrés predefinidos, un escenario, sobre los flujos de caja contractuales.

<sup>16</sup> El Comité no había hecho pública la lista de activos líquidos elegibles cuando se escribió este artículo (invierno de 2010/11).

El diseño de este ratio está todavía muy abierto. Su diseño básico relaciona las disponibilidades de fondos con las necesidades de liquidez a un plazo de 1 año calculadas usando escenarios de estrés. Este ratio deberá ser siempre mayor o igual a 1.

En el numerador (fondos disponibles) se deben incluir las fuentes de financiación estables que la entidad mantiene en su balance. Se calculan aplicando un porcentaje de estabilidad a cada una de ellas. En particular, se consideran fuentes estables el capital a aquellos pasivos con un vencimiento igual o superior al año.

En el denominador (necesidades de liquidez) se calcula qué proporción del valor de los activos no se va a poder obtener en el mercado, bajo unas hipótesis de estrés.

### 3.4. Medidas macroprudenciales incluidas en *Basilea III*

La necesidad consciente de complementar la regulación financiera a nivel micro con la de tomar medidas macroprudenciales es otra de las novedades importantes de *Basilea III*. Se ha visto que las medidas prudenciales aplicables de forma individualizada a cada entidad no han conseguido por sí solas promover la estabilidad financiera. Por tanto, no es siempre cierto que aplicar medidas micro que buscan que cada banco individual sea más sólido y esté mejor capitalizado de lugar a un sistema bancario más robusto y más estable. Es perfectamente posible que el riesgo para el sistema en su conjunto sea mayor que la suma de los riesgos a los que se enfrentan las entidades individuales.

172

Entre las medidas macroprudenciales que se pueden aplicar, destacan dos. Las que buscan paliar la prociclicidad y las que tratan de hacer frente a los riesgos derivados de las interconexiones entre bancos internacionales de importancia sistémica, incluyendo la necesidad de atacar el riesgo moral asociado a la percepción de que algunos bancos son demasiado grandes para dejarlos caer.

La prociclicidad amplifica las perturbaciones derivadas de la crisis en su dimensión temporal, en los momentos de dificultades se pagan los excesos de tiempos pasados. En tanto que el exceso de interconexión entre los bancos de importancia sistémica contribuye a propagar las perturbaciones por el conjunto del sistema financiero y de la economía.

Nos referiremos ahora sólo al tema de la prociclicidad. Las medidas para solucionar el problema de interconexión entre los bancos sistémicos se están discutiendo en el FSB<sup>18</sup> con aportaciones del BCBS<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> El principio fundamental que está rigiendo las propuestas es que los bancos con importancia sistémica deben poseer una capacidad de absorción de pérdidas superior a los mínimos que se establezcan para el conjunto del sistema.

<sup>18</sup> El BCBS está tratando de desarrollar una metodología que incluya indicadores cuantitativos y cualitativos para evaluar la importancia sistémica de las instituciones financieras a escala mundial.



### 3.4.1. Medidas para reducir la prociclicidad

La prociclicidad de la actividad bancaria puede definirse como la tendencia del sistema financiero a amplificar los altibajos de la economía real. Algunas de las medidas explicadas en los capítulos anteriores, como el ratio de apalancamiento, contribuyen, directa o indirectamente, a reducirla.

Entre las medidas que se están estudiando para incidir directamente sobre la prociclicidad, y que no están todavía acabadas, destaca la exigencia de constituir colchones de capital. Además, se está trabajando en la forma de reducir la ciclicidad que puedan tener los requerimientos mínimos de capital<sup>19</sup> y en que las provisiones por insolvencias contables se puedan calcular teniendo en cuenta las pérdidas esperadas, de forma similar a la provisión estadística española, y no en las pérdidas realizadas.

#### 3.4.1.1. La exigencia de construir colchones de capital

Se va a exigir a las entidades que construyan colchones de capital en épocas de bonanza que puedan utilizar en periodos de dificultades. Esto ayudará a limitar el crecimiento excesivo del crédito en momentos buenos y permitirá a las entidades mantener la concesión de créditos en periodos de crisis por la existencia de más capital para absorber pérdidas.

Los bancos deberán constituir dos colchones de capital, el colchón de conservación y el anticíclico. El Comité publicará el diseño final de ambos a finales de 2010<sup>20</sup>.

#### a) El colchón de conservación del capital

Los bancos tendrán que mantener un colchón de capital del 2,5%, medido como el cociente entre el capital ordinario, el que tiene una plena capacidad de absorción de pérdidas, y sus activos ponderados por riesgo.

Se diseña como un requerimiento adicional al requerimiento mínimo de capital ordinario y debe estar totalmente cubierto en todo momento. No obstante, puede ser utilizado en momentos de necesidad. En el caso de que no esté totalmente cubierto, las entidades deberán retener un porcentaje de sus beneficios como reservas, sin que puedan distribuirlas en forma

<sup>19</sup> Por ejemplo, procurando que los parámetros de riesgo que se usan para calcular los requerimientos de capital se calculen con una visión más de largo plazo procurando alcanzar un ciclo económico completo y no teniendo en cuenta sólo la situación existente en un momento concreto.

<sup>20</sup> El original de este texto se entregó a finales de 2010 (nota del editor).

de dividendos, de recompra de acciones o de retribuciones variables para sus empleados. Este porcentaje de retención obligatoria de resultados es variable y será mayor cuanto más cerca esté el ratio de capital real de la entidad del mínimo regulatorio, es decir, cuanto mayor sea la parte de colchón de capital que queda por cubrir<sup>21</sup>. Por tanto, las restricciones sólo se imponen sobre la distribución de beneficios y no sobre la operativa normal de las entidades.

El diseño de este colchón tiene la ventaja de su sencillez, de su carácter automático y de su razonabilidad prudencial y económica. La obligación de retención de beneficios en cuanto la entidad vuelve a obtenerlos crea un mecanismo para reconstruir el capital más rápidamente mediante la reducción de la salida de flujos de caja. Este ratio ayudará a las entidades a fortalecer su capacidad para superar situaciones de dificultad, garantizando que sigan disponiendo de capital por encima de los requerimientos mínimos<sup>22</sup>, lo que les permitirá seguir manteniendo su capacidad de concesión de créditos a la economía en su conjunto. De esta manera, este ratio debería ayudar a reducir la prociclicidad.

Este ratio también podría tener problemas. El primero es que se vea como un nuevo mínimo por las entidades y los mercados. Es necesario dejar claro que se trata de un colchón que puede usarse en caso de necesidad. Además, podría no cumplir su función si los gestores de los bancos priorizan no verse limitados por las restricciones, por lo que tratarán de tenerlo siempre cubierto o de reconstruirlo lo más rápidamente posible. Para ello podrían optar por reducir sus riesgos o el tamaño de su balance, lo que supondría seguir un comportamiento procíclico no deseado.

## b) El colchón de capital anticíclico

Está dirigido más directamente a contribuir al objetivo macroprudencial de proteger al sector bancario en periodos de crecimiento excesivo del crédito ya que éste acaba generando pérdidas elevadas para los bancos (Caruana, 2010a).

Este colchón se ha diseñado para que, en cada país, sólo se constituya en momentos en que el crédito esté creciendo excesivamente y esto de lugar a una acumulación excesiva de riesgos en el conjunto del sistema que esté agravando el riesgo sistémico.

Su funcionamiento es algo más complejo que el colchón de conservación. Las autoridades nacionales encargadas de controlar el crecimiento de crédito en cada país deberán valorar si éste es excesivo y si se está agravando el riesgo sistémico. Cuando esto suceda,

---

<sup>21</sup> El *buffer* funcionaría de la siguiente forma. Dado que el ratio mínimo es el 4,5% en términos de capital ordinario, si el ratio real de la entidad es el 5%, el porcentaje de retención podría ser del 100% de los beneficios obtenidos; mientras que si su ratio real es el 6,5% (todavía por debajo del mínimo más el *buffer*: 7%, pero muy cerca de él), el porcentaje de retención podría ser del 50%. Los porcentajes son meramente indicativos.

<sup>22</sup> Recordemos que el ratio mínimo de capital se ha definido como aquél, por debajo del cual, la entidad no podría funcionar porque perdería la confianza de los mercados, no podría financiarse en los mercados.



pedirán que se constituya este colchón<sup>23</sup>. El colchón a constituir podrá variar entre el 0% y el 2,5%, y deberá estar compuesto de capital ordinario o de otro tipo de capital con plena capacidad para absorber pérdidas.

Una vez decidida su constitución, se entenderá como una extensión del colchón de conservación. Las entidades estarán sujetas a las mismas restricciones al reparto de beneficios que las comentadas en el punto anterior. Se las liberará de esta exigencia cuando los riesgos se hayan confirmado, cuando las autoridades comiencen a ver señales de tensionamiento en la economía, aumento de pérdidas o encarecimiento del crédito, o cuando los riesgos sistémicos hayan desaparecido.

A diferencia con el anterior, el colchón anticíclico no debe estar constituido siempre. De hecho, debería activarse sólo en circunstancias muy excepcionales. Así, en periodos de crecimiento normal del crédito este colchón será cero<sup>24</sup>.

### 3.5. El calibrado de las normas de capital de Basilea III

Se ha decidido aumentar el nivel de los requerimientos mínimos de capital y fijar los niveles de los nuevos colchones de capital. Así, se estableció que las entidades deberán tener una cantidad de capital ordinario igual o superior al 4,5%; de capital Nivel 1 de al menos un 6% y de capital regulatorio del 8%, en los tres casos medido en función de sus activos ponderados por riesgo. Se fijó asimismo el calibrado del colchón de conservación de capital en un 2,5% en términos de capital ordinario. El calibrado del colchón contracíclico, que sólo es aplicable en momentos de expansión excesiva del crédito, fija su máximo en el 2,5%; todavía no se ha definido qué tipo de capital será necesario para cubrir este último colchón.

Tabla 1. El nuevo calibrado del capital con Basilea III

	Capital ordinario (después de deducciones)	Nivel 1	Capital regulatorio
Requerimiento mínimo	4,5%	6%	8%
Colchón de conservación	2,5%		
Requerimiento mínimo más colchón de conservación	7%	8,5%	10,5%
Rango del colchón anticíclico*	0-2,5%		

\* Capital ordinario u otro tipo de capital que permita la completa absorción de pérdidas.

<sup>23</sup> Se ha propuesto que el ratio de crédito sobre PIB sirva como una referencia para determinar el momento de constitución del colchón.

<sup>24</sup> Caruana (2010a), firme partidario de la existencia de este colchón, describe en su artículo cómo podría haber funcionado este colchón contracíclico en España si hubiera estado en vigor cuando se crearon las condiciones de la crisis.

Este nuevo calibrado aumenta significativamente la solvencia de las entidades respecto a los requerimientos actuales. En términos de capital ordinario, aumenta el ratio mínimo hasta un 4,5% con la nueva definición de capital. Este porcentaje es mucho más alto que el 2% exigido con *Basilea II* (y con *Basilea I*). Este 2% equivaldría, de acuerdo a algunos analistas, a un 1%, para un banco representativo, si el capital ordinario se calculase aplicando la nueva definición de capital de *Basilea III*. Adicionalmente, se han aumentado los activos ponderados por riesgo para las actividades de negociación, riesgo de contraparte y otras operaciones relacionadas con los mercados de capitales.

Es más, la introducción del colchón de conservación obligará a los bancos a mantener en situaciones normales al menos un ratio del 7% de capital ordinario, que se elevaría al 9,5% si se activa el colchón anticíclico porque se observe un crecimiento excesivo del crédito.

Por tanto, consideradas en su conjunto, estas medidas representan un aumento sustancial del requerimiento mínimo de capital, lo que debería servir para garantizar que los bancos sean capaces de soportar en el futuro el tipo de dificultades que están experimentando durante la reciente crisis, sin la necesidad de apoyo público. Además, los supervisores podrán exigir el mantenimiento de colchones adicionales durante periodos de crecimiento del crédito excesivo y, en el caso de los bancos de importancia sistémica, podrán requerir mayor capacidad para absorber pérdidas.

Las decisiones que se han descrito sobre el calibrado propuesto se han tomado una vez analizadas las conclusiones de diversos estudios que se han realizado en el seno del Comité. Tres de estos estudios han sido publicados ya por el Comité<sup>25</sup> y uno más lo será en un futuro próximo<sup>26</sup>.

### 3.6. La implantación de *Basilea III*. Su entrada en vigor

El cumplimiento de la nueva normativa va a suponer un esfuerzo importante para las entidades, que podrían necesitar en su conjunto un importe elevado de capital adicional. Además, *Basilea III* añade unos nuevos requerimientos de liquidez que tendrán también un impacto relevante en las entidades. Por ello, se ha acordado establecer un periodo transitorio lo suficientemente amplio para permitir una implantación gradual de las medidas. El objetivo es asegurar que las entidades vayan cumpliendo paulatinamente con las nuevas normas mediante retenciones razonables de beneficios y emisiones de capital, mientras continúan realizando su función de intermediación financiera y concediendo crédito a la economía.

<sup>25</sup> El 18 de agosto de 2010, el FSB y el Comité de Basilea publicaron un informe conjunto sobre las implicaciones macroeconómicas que tendrían las normas reguladoras más rigurosas durante el proceso de transición. El informe del *Macroeconomic Assessment Group* (MAG) vino acompañado de otro estudio elaborado por el Comité sobre los efectos económicos a largo plazo de las nuevas normas (informe LEI). El 26 de octubre el Comité publicó el estudio sobre el enfoque *top/down* para calibrar *Basilea III*.

<sup>26</sup> El estudio de impacto cuantitativo de las propuestas (QIS).



En concreto, el nuevo paquete de medidas de capital y liquidez entrará en vigor el 1 de enero de 2013. Para entonces, los países miembros deberán haber traspuesto las normas de capital a sus respectivas legislaciones. No obstante, se fija un calendario que permite la implantación gradual de las medidas que, en el caso de las de capital, deberán estarlo plenamente el 1 de enero de 2019. El ratio de liquidez a corto se introducirá el 1 de enero de 2015 y el ratio de liquidez estructural el 1 de enero de 2018.

En particular, la nueva definición de capital se aplicará progresivamente a lo largo de cinco años: los requerimientos se introducirán en 2013 y su implantación definitiva no será hasta finales de 2017. Los instrumentos que ya no puedan considerarse como capital de Nivel 1 distinto del capital ordinario o como capital de Nivel 2 dejarán de reconocerse paulatinamente en un horizonte de 10 años a partir del 1 de enero de 2013.

Por su parte, las normas relativas a los requerimientos mínimos de capital ordinario y de capital de Nivel 1 se aplicarán de forma progresiva a partir de 2013 y entrarán plenamente en vigor a principios de 2015. Los requisitos mínimos en términos de capital total no cambian, por lo que no necesitan un período de adaptación. El calendario será el siguiente:

**Tabla 2.**  
**Calendario de adaptación a los nuevos requerimientos mínimos de capital ordinario y de Nivel 1**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	01-ene-19
Leverage Ratio	Control del supervisor								
Minimum common equity capital ratio			3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Capital conservation buffer						0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Minimum common equity plus capital conservation buffer			3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Phase-in of deductions from CET1 (including amount exceeding the limit for DTAs, MSRs and financials)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Minimum Tier 1 Capital			4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Minimum Total Capital			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Minimum Total Capital plus conservation buffer			8,0%	8,0%	8,0%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Capital instruments that no longer qualify as non-core Tier 1 capital or Tier 2 capital	Phased out over 10 year horizon beginning 2013								
Liquidity coverage ratio	Observation period begins				Introduce minimum standard				
Net stable funding ratio		Observation period begins						Introduce minimum standard	

Fuente: BCBS (2010g). Elaboración propia.

- A comienzos de 2013, los requerimientos mínimos para el capital ordinario y de Nivel 1 pasarán del 2% y el 4% actual al 3,5% y 4,5% respectivamente.
- A partir de 2014, el capital ordinario mínimo deberá ser del 4% y el de Nivel 1 del 5,5%.
- En 2015, se aplicarán los requerimientos definitivos del 4,5% y el 6% respectivamente.

El colchón de conservación del capital, compuesto de capital ordinario y que se añadirá al requerimiento mínimo del 4,5%, también se aplicará progresivamente a partir del 1 de enero de 2016, cuando ya se apliquen en su totalidad los ratios mínimos, hasta entrar plenamente en vigor el 1 de enero de 2019.

Algo más complejo es el período transitorio y la entrada en vigor de los dos elementos novedosos de *Basilea III*.

El ratio de apalancamiento, al tratarse de la introducción de una nueva herramienta en el marco de capital de *Basilea*<sup>27</sup>, se ha considerado necesario establecer un periodo de prueba y de observación de su funcionamiento que comienza en enero de 2013 y durará hasta el 1 de enero de 2017. Su objetivo es analizar el comportamiento del ratio a lo largo del ciclo económico, analizar si cumple con los objetivos previstos y su impacto sobre los distintos modelos de negocio bancarios. Basándose en los resultados de este análisis se realizará el diseño y calibrado final con vistas a migrar el 1 de enero de 2018 hacia una medida de pilar 1, es decir, como estándar regulatorio.

En cuanto a los nuevos estándares de liquidez, se pondrá en marcha una fase de observación para tratar cualquier consecuencia imprevista sobre los distintos modelos de negocio o estructuras de financiación antes de ultimar e introducir los estándares revisados. La implantación del ratio de liquidez a corto plazo se realizará en 2015 y el ratio de liquidez estructural en 2018 tras sus respectivos periodos de observación y la revisión del diseño de los mismos.

Finalmente, debe señalarse que nada impide a las autoridades nacionales imponer normas más estrictas cuando lo estimen oportuno en vista de sus circunstancias locales y la coyuntura económicas, al tiempo que pueden imponer periodos de transición más cortos si lo consideran adecuado (Caruana, 2010b)<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Algunos países como Estados Unidos, Canadá o Suiza ya la tienen implantada en sus regulaciones.

<sup>28</sup> De la misma opinión es Wellink (2010a), cuando afirma que «los países deberían acelerar el ritmo de reformas si sus sistemas bancarios son rentables y son capaces de asumirlas sin necesidad de limitar el crédito».



## 4. Los efectos previsibles de *Basilea III* sobre las entidades de crédito

Una vez descritos con detalle los elementos que configuran las reformas regulatorias en marcha, es útil detenerse en los efectos esperables que pueda tener la nueva normativa sobre las entidades a las que va destinada una vez que entre totalmente en vigor en 2018. En particular, sus efectos sobre la actividad fundamental de los bancos de canalización del ahorro hacia la inversión, así como sobre la innovación financiera y, más en general, sobre la estabilidad financiera.

Parece claro que la nueva normativa acabará provocando cambios significativos, al menos, en una parte importante del sistema bancario. Muy probablemente veremos unos bancos más simples y menos rentables, a la vez que más seguros y estables. También hay que preguntarse si, como señalan las propias entidades, las exigencias de más capital y liquidez acabarán afectando a la concesión de créditos y a la recuperación económica.

Es previsible que las reformas regulatorias lleven a una simplificación del sector bancario, que podría esperarse en diferentes áreas. Podría darse en el ámbito de las actividades y productos desarrollados por las entidades. Se está tratando de poner coto a la innovación financiera si sólo implica complejidad y no añade valor a la economía, es decir, si no soluciona problemas reales de sus clientes. En términos del tipo de modelo de negocio, la crisis ha mostrado las fragilidades y problemas de incentivos asociados con el modelo de banca conocido como «originar para distribuir». Muchas de las nuevas normas van en la dirección de penalizar este modelo de negocio. En principio, se considera más «sano» un modelo tradicional de banca con una «vuelta a los principios básicos» de una banca que trata de dar servicios de valor añadido a sus clientes a los que conoce suficientemente bien como para valorar sus riesgos. Por tanto, se estaría tratando de beneficiar un modelo de banca tradicional, en contraposición al modelo de banca sofisticada tan común antes de la crisis, basada únicamente en la innovación financiera y en la introducción de productos sofisticados, en muchos casos, de poco valor añadido.

Respecto a su rentabilidad, es evidente que la introducción de las nuevas normas prudenciales va a obligar a las entidades a operar con mayores niveles de capital y de liquidez así como a reducir sustancialmente sus niveles de apalancamiento. Es esperable que esto provoque una reducción de la rentabilidad sobre el capital esperada para el sector junto con la percepción de que el sector bancario es un sector que podrían ser considerados como «maduro». En un informe reciente de la firma McKinsey (2010) se calcula que cumplir con los nuevos requisitos de capital y liquidez tendrá un impacto sustancial sobre la rentabilidad de la banca europea ya que reducirá el ROE medio en 4 puntos porcentuales.

En los años anteriores a la crisis, la rentabilidad sobre el capital del sector bancario ha sido, en general, bastante elevada. El informe LEI del BCBS (2010d) destaca que, para la muestra de entidades usada, la rentabilidad sobre el capital (ROE) fue del 14,8% como media

durante un período de 15 años. Una rentabilidad elevada que probablemente no refleja el coste a largo plazo del capital. Es muy posible que los beneficios de los bancos disminuyan pero que, aun así, estén en línea con los riesgos reales asumidos por las entidades y con su sostenibilidad a largo plazo.

También es previsible que la introducción de las nuevas normas fuerce una revisión en las estrategias, en las políticas de las entidades, con el fin de adaptarse a las nuevas exigencias. La contracción esperable de los márgenes podría provocar cambios en su comportamiento, como el encarecimiento de los productos ofertados a los clientes a los que tratarían de trasladar una parte de sus costes; una mayor reducción de sus costes de funcionamiento, con una reorganización de la entidad, buscando la máxima eficiencia, con un posible detrimento de la calidad y cantidad de servicios prestados. También podría suceder que las entidades trataran de obtener rendimientos mayores a través de la adquisición de activos de alto riesgo.

La industria bancaria insiste en que las nuevas normas van a aumentar sustancialmente el coste de conceder préstamos a la economía real. Los reguladores creen, por el contrario, que estas preocupaciones son excesivas porque dicho coste podría verse mitigado de varias formas como se dice en el informe del MAG (BCBS, 2010c). Por ejemplo, los bancos podrían elevar su base de capital mediante la reducción de los pagos discrecionales, como son, las remuneraciones variables a sus empleados o el pago de dividendos. También podrían ajustar sus modelos de negocio reduciendo el tamaño de aquellas actividades a los que la nueva normativa requiere más capital, como las exposiciones más arriesgadas incluidas en la cartera de negociación. Esta percepción la confirma McKinsey en su informe donde afirma que en respuesta a la nueva normativa, los bancos ya están reconstruyendo el capital que necesitan, acumulando activos líquidos y reduciendo los riesgos de sus balances de diversas maneras. Además, hay otros tres otros conjuntos de acciones que las entidades estarán siguiendo para tratar de cumplir con *Basilea III*: mejorar la gestión del capital y de la liquidez, reestructurar sus balances y ajustar sus modelos de negocio.

Es cierto también que el largo período transitorio previsto hasta la plena aplicación de *Basilea III* permitirá a la mayoría de las entidades adaptarse sin grandes apuros y, por tanto, reducir el riesgo de unas consecuencias no deseadas de las nuevas normas sobre el comportamiento de las entidades. Se han fijado plazos bastante generosos de implementación para dar tiempo suficiente a que las entidades se adapten. No obstante, es también cierto que existe el riesgo de que «el mercado» exija el cumplimiento de los ratios antes de 2019, lo que podría poner en apuros a algunas entidades.

Un elemento adicional a considerar es si *Basilea III* es neutral con respecto a los modelos de negocio bancarios. En particular, si afecta proporcionalmente más a los modelos bancarios que no han provocado la crisis y que, además, se han mostrado más resistentes sin apoyos públicos. Este puede ser el caso de las propuestas para introducir los dos nuevos estándares cuantitativos de liquidez que podrían perjudicar a la banca tradicional de retail que a la banca de inversión.



## 5. Conclusiones

Aunque la situación actual es dolorosa y está siendo muy costosa en muchos aspectos, es también claro que, como afirma Wellink (2010a), una crisis de esta magnitud brinda una oportunidad única para acometer reformas a largo plazo que son necesarias para dotar a los bancos y al sistema financiero en su conjunto de una mayor resistencia para afrontar los periodos de dificultades que, sin duda, llegaran en el futuro. La pregunta es si se va a tener éxito con las reformas en marcha, a lo que el tiempo se encargará de responder.

Existe bastante consenso en que *Basilea III*, considerada dentro del marco más general del paquete de reformas lideradas por el G20 y el FSB, es una respuesta adecuada a la pregunta que nos hacíamos al principio: cómo lograr un sistema bancario robusto y resistente que sea capaz de sobrevivir a una crisis parecida a la actual sin necesidad de apoyos públicos y sin que ponga en peligro la estabilidad financiera y el sistema económico en general. Asimismo, está siendo valorada positivamente por una parte importante de la industria y de los analistas.

*Basilea III* supone una mejora sustancial de la regulación prudencial de la banca. No sólo respecto al coeficiente de solvencia, con el endurecimiento de la definición de capital, de la captura de riesgos y del porcentaje del ratio mínimo, sino también porque incorpora una serie de elementos ausentes de la normativa actual. Los nuevos requerimientos cuantitativos de liquidez, el ratio de apalancamiento y algunos elementos macroprudenciales como el tratamiento de la prociclicidad o el de las entidades sistémicamente importantes.

Es muy importante la inclusión de un periodo de transición lo suficientemente largo como el que finalmente se ha acordado. El sector bancario tendrá tiempo para que pueda cumplir las nuevas normas de capital con un nivel razonable de retención de beneficios y ampliación de capital, mientras sigue canalizando crédito hacia el conjunto de la economía. Lo mismo debería suceder con las normas de liquidez.

Además, la ratificación de *Basilea III* en la Cumbre del G20 de Seúl a principios de noviembre de 2010 aporta al sector financiero más claridad en el frente regulatorio, con lo que se reduce sustancialmente la incertidumbre regulatoria, lo que es fundamental en la coyuntura económica y financiera actual todavía amenazante.

Finalmente, es importante reconocer que todavía queda un largo camino por recorrer. Por una parte, tanto los bancos como los supervisores deberán redoblar sus esfuerzos para fomentar cambios de comportamiento que aseguren una recuperación global sostenida que apoye la salida de la crisis. Desde este punto de vista, sería razonable pensar, por ejemplo, que aquellos bancos que cumplan ya los mínimos exigidos pero que aún no alcancen el nivel del colchón de conservación deberían hacer todo lo posible para alcanzar dicho nivel cuanto antes (Caruana, 2010b).

Por otra parte, queda mucho trabajo por hacer en el área de la implantación de *Basilea III*. Será una tarea fundamental para los reguladores y supervisores así como para las propias entidades, dada la magnitud de la reforma y la introducción de estándares regulatorios novedosos que los bancos tendrán que cumplir. Si finalmente la implantación plena de *Basilea III* lo más homogénea posible entre países se lleva a cabo con éxito, se estará avanzando en el objetivo fundamental de proteger la estabilidad financiera y facilitar el crecimiento económico.

## Referencias bibliográficas

- BCBS (2008): *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision* (septiembre).
- BCBS (2009a): *Enhancements to the Basel II framework* (julio).
- BCBS (2009b): *Strengthening the resilience of the banking sector* (diciembre).
- BCBS (2010a): «El Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión alcanza un amplio acuerdo en torno al paquete de reformas del Comité de Basilea sobre capital y liquidez». Comunicado de prensa, julio de 2010.
- BCBS (2010b): «El Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión anuncian mayores requerimientos de capital internacionales». Comunicado de prensa, septiembre de 2010.
- BCBS (2010c): *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. Interim Report [Informe MAG]*. Agosto de 2010.
- BCBS (2010d): *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements [Informe LEI]*. Agosto de 2010.
- BCBS (2010e): *Basel Committee proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*. Agosto de 2010.
- BCBS (2010f): *The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20*. Octubre de 2010.
- BCBS (2010g): «Report to the G20 on response to the financial crisis released by the Basel Committee». Nota de prensa, octubre de 2010.
- BCBS (2010g): *Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach*. Octubre de 2010.
- Caruana, J. (2010a): «Macroprudential policy: could it have been different this time?». Discurso pronunciado en Shanghái (18 de octubre de 2010).



- Caruana, J. (2010b): «*Basilea III*: hacia un sistema financiero más seguro». Discurso pronunciado en Madrid (15 de septiembre).
- Cecchetti, S. (2010): «La reforma financiera: progresos hasta ahora». Discurso pronunciado en Londres (octubre).
- Domingo, B. (2010): «Las nuevas propuestas de Basilea en materia de riesgo de liquidez: de un enfoque cualitativo a un enfoque cuantitativo»; en *Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España* (18).
- Financial Stability Board (FSB) (2010): *Intensity and Effectiveness of SIFI supervision. Recommendations for enhanced supervision.*
- Huertas, T. (2010): *Crisis. Cause, containment and cure.*
- Institute of International Finance (IIF) (2007): *Principles for Liquidity Risk management.*
- King, M. (2010a): «Banking. From Bagehot to Basel and back again». Discurso pronunciado en Nueva York (octubre).
- McKinsey & Company (2010): *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond and the challenges of implementation.*
- Rodríguez de Codes, E. (2010): «Las nuevas medidas de *Basilea III* en materia de capital»; en *Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España* (19).
- Senior Supervisors Group (2009): *Risk management lessons from the global banking crisis of 2008.*
- Wellink, N. (2010): «Un nuevo panorama regulador». Traducción de su discurso en Singapur el 22 de septiembre 2010. Disponible en la web del BIS.





# LA CALIDAD DEL CAPITAL REGULATORIO: UNA MEJORA NECESARIA<sup>1</sup>

José Manuel Gómez de Miguel \*

## Resumen

La presentación pública del Acuerdo sellado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria en el mes de diciembre de 2010 (*Basilea III*) ha basado su contribución al diseño de un sistema financiero más resistente a las crisis en dos exigencias complementarias, ambas dirigidas a las entidades bancarias: estándares de liquidez rigurosos, y requerimientos de capital destinados a dotar a las entidades de una mayor solidez estructural. Éstos últimos se basarían, a su vez, en requerir más cantidad de capital regulatorio y una definición del mismo que aumente significativamente su calidad, es decir, su capacidad de absorción de pérdidas. El objetivo de este artículo reside en el análisis de los cambios que ha introducido el Acuerdo de *Basilea III* en la definición y condiciones del capital regulatorio, y en verificar si, como se ha anunciado, las mismas constituyen una efectiva mejora en la calidad de ese capital.

## Abstract

*The public presentation of the Accord signed by the Basel Committee on Banking Supervision in December 2010 (Basel III) has based its contribution to designing a more crisis-resistant financial system on two complementary requirements, both aimed at banking entities: rigorous liquidity standards and capital requirements aimed at giving entities greater structural solidity. These latter requirements will be based, in turn, on requiring higher regulatory capital and a definition of the latter that significantly increases its quality, in other words its capacity to absorb losses. The aim of this article is to analyse the changes introduced by the Basel Accord III in the definition and conditions of regulatory capital and to verify whether they constitute an effective improvement in the quality of this capital*

## 1. Introducción

La presentación pública del Acuerdo sellado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria en el mes de diciembre de 2010 (*Basilea III*)<sup>2</sup> ha basado su contribución al diseño de un sistema financiero más resistente a las crisis en dos exigencias complementarias, ambas dirigidas a las entidades bancarias: estándares de liquidez rigurosos, y requerimientos de capital destinados a dotar a las entidades de una mayor solidez estructural. Éstos últimos se basarían, a su vez, en requerir más cantidad de capital regulatorio<sup>3</sup> y una definición del mismo que aumente significativamente su calidad, es decir, su capacidad de absorción de pérdidas.

Así, y pese a que el capital regulatorio exigible se ha mantenido en el 8% de los activos ponderador por riesgo (APR), fijado ya en el Acuerdo de 1988 (*Basilea I*), se ha dicho:

- Que la **mayor cantidad de capital** obedece a dos nuevas exigencias, equivalentes cada una al 2,5% de los APR, y que adoptan la forma de un colchón de conservación del capital, sea idiosincrático y permanente, sea sistémico y contra cíclico. Esa

\* Banco de España.

<sup>1</sup> Las opiniones vertidas en este artículo son de la exclusiva responsabilidad de su autor y en nada comprometen a las del Banco de España.

<sup>2</sup> *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.*

<sup>3</sup> Por capital regulatorio entendemos el conjunto de elementos (positivos o negativos) que definen el numerador del coeficiente de solvencia, es decir, los recursos propios computables para su cobertura.

nueva exigencia vincula las salidas discrecionales de ciertos recursos (dividendos y asimilados, remuneraciones discrecionales a los directivos y recompras de acciones propias) a la cobertura efectiva de dichos colchones.

Indirecta o implícitamente, la creación del colchón de conservación de capital significa también una exigencia de capital adicional a la que supone su propia existencia; ello se produce por la vía del mayor rigor con que se demandará el cumplimiento de los estándares mínimos (4,5% de capital ordinario; 6% de *tier 1*) a los que protege dicho colchón. Y es que los supervisores y los mercados considerarán que las potenciales pérdidas deben absorberse con cargo a ese colchón, y no con el capital destinado a cubrir los coeficientes mínimos obligatorios, que sí podían ser vulnerados, siquiera fuera con déficit moderados y transitorios, en los Acuerdos de *Basilea I* y *II*.

También se ha vinculado esta exigencia de mayor capital a que el propio Acuerdo reconoce la necesidad de que las entidades bancarias que son demasiado grandes o demasiado complejas para quebrar *-too big to fail-* soporten un recargo de capital; sin embargo, y pese a que han sido muchas de estas entidades las más afectadas en la crisis financiera (las que más han contribuido a su extensión y profundidad), este nuevo requerimiento aún no se ha concretado.

- Que la **mejor calidad del capital** regulatorio procede de varios factores:
  - Del aumento en los requerimientos de capital básico<sup>4</sup>, que habrían pasado del 2% de los APR (una cuarta parte del capital regulatorio) al 4,5%, y del de los recursos propios destinados a permitir la absorción de pérdidas corrientes (lo que en la jerga supervisora anglosajona se llama *going concern* y que en el *Acuerdo de Basilea* se conoce normalmente como *tier 1*<sup>5</sup>), que habrían pasado de representar la mitad del capital regulatorio (4%) al 6% de los APR.
  - Del endurecimiento de algunas de las características financieras típicas de los diferentes elementos que pueden integrar los recursos propios computables.

<sup>4</sup> El concepto capital básico (*common equity* en *Basilea*) lo reservaremos para los recursos propios de mayor calidad, y que será el resultado de, por una parte ajustar el capital ordinario con ciertas partidas contables del patrimonio (resultados negativos, ganancias o pérdidas no realizadas...), y por otra, de restar de aquel capital ordinario ciertos activos, inmateriales o no, o ciertos compromisos (por ejemplo por pensiones comprometidas). Por ello usaremos el término capital ordinario para englobar al capital representado por acciones ordinarias (o elementos equivalentes), neto de acciones propias, las reservas, y a aquella parte de los beneficios que se vaya a retener. El capital ordinario será siempre computable para cubrir todos los estándares de capital sin ningún límite y es el único componente de capital regulatorio que tiene esa característica. En el consolidado también integrará, al menos en parte, a los intereses minoritarios en las filiales que se hallen materializados en acciones ordinarias.

<sup>5</sup> El *tier 1* estará compuesto, a partir del *Acuerdo de Sydney* de 1998, por el capital básico, más ciertos instrumentos híbridos computables parcialmente en esa categoría por su posibilidad de ser utilizados para absorber pérdidas en situaciones de *going concern*; y cuando hablemos de instrumentos de *tier 2* nos referiremos siempre a la deuda subordinada, es decir a instrumentos que, en caso de liquidación (lo que en la jerga anglosajona se llama *gone concern*), tienen un rango posterior al del resto de deudores.



- Del aumento de los filtros contables y las deducciones que se deben llevar a cabo en el cálculo del numerador del coeficiente de solvencia, y de que la inmensa mayoría de los filtros y deducciones se apliquen ahora al capital básico, mientras que antes se descontaban del capital regulatorio total o, por mitades, de los *tier 1* y 2.
- La exigencia adicional de que todos los elementos del capital regulatorio distintos de las acciones ordinarias sean susceptibles de convertirse en acciones ordinarias (o se cancelen) en caso de que las autoridades supervisoras consideren que tal conversión es necesaria para contribuir a restaurar la situación de una entidad bancaria que ya no es viable por sus propios medios.
- Finalmente, de la mejora sustancial en las obligaciones de transparencia, que determinarán el conocimiento público de todos los detalles de la composición del numerador del coeficiente de solvencia.

Dejando a un lado las cuestiones de transparencia, en este artículo vamos a centrarnos en analizar la segunda de las afirmaciones anteriores, desgranando cada uno de los factores citados para verificar, en las conclusiones, si se ha logrado tal mejora y si esa mejora era necesaria.

## 2. El papel del capital básico

Para abordar este asunto empezaremos por describir, siquiera sea brevemente, el punto del que partíamos y cómo habíamos llegado a él.

187

### 2.1. *Basilea I* y el dominio inicial del capital básico

*Basilea I* da carta de naturaleza al modelo que vincula los recursos propios a los APR. Pero, antes de que se establecieran el estándar mínimo del 8%, los límites a alguno de los componentes de su numerador, y los diferentes factores de ponderación del denominador, ya eran numerosos los países que contaban con ese mismo enfoque conceptual.

Ése era también el caso de España, que ya en 1985 había sustituido el antiguo coeficiente de garantía (que vinculaba el capital a los depósitos) por un sistema basado en aquel modelo<sup>6</sup> y que inicialmente fijó el coeficiente de solvencia en el 6% de los APR, aunque con matices

<sup>6</sup> Como se ha comentado más atrás al mencionar las consecuencias indirectas de la creación de colchones de conservación, el requerimiento mínimo del 8% se construye como un capital del que, en cierta forma, se puede disponer si existen pérdidas. Y es que los déficit moderados (de hasta el 20%) no podían generar la pérdida de la autorización para operar, sino solamente la necesidad de someter al Banco de España la distribución de resultados y, si duraban mucho, una sanción por una infracción calificada sólo de grave. Los déficit mayores tampoco determinaban automáticamente la revocación de la autorización, al menos mientras eran coyunturales, aunque sí traían consigo la retención todos los resultados positivos si los había y la posibilidad de una sanción por falta muy grave.

que, comparados con lo que después se acordó en *Basilea*, endurecían de manera significativa el estándar inicial. Esos matices afectaban tanto a las ponderaciones (la deuda pública tenía ponderación positiva; las acciones y los activos reales estaban sobre ponderados), como a la exigencia simultánea de una ratio de apalancamiento (del 4%) basada en el balance total, y al establecimiento de recargos de capital en las operaciones vinculadas (que, recordémoslo, habían sido uno de los elementos esenciales en la gestación y desencadenamiento de la crisis bancaria española de principios de la década).

El numerador del coeficiente español, inicialmente compuesto de capital y reservas, netos de resultados negativos y activos ficticios (hoy se llaman *inmateriales* o *intangibles*), incluyó, siguiendo la moda internacional, la posibilidad de que un 30% del mismo estuviera integrado por deuda subordinada, hasta entonces desconocida entre nosotros.

Tales factores determinaron que, cuando en 1988 se llega al acuerdo de *Basilea I* y en 1989 a la correspondiente Directiva que lo traslada al ámbito de Unión Europea, las entidades bancarias españolas estuvieran ya (salvo contadas excepciones) en una buena posición para dar cobertura a los nuevos requerimientos armonizados de capital.

Eso no debía ser una novedad, dado que Basilea I se conforma en un momento donde no se tenía recuerdo de una crisis sistémica a nivel internacional y, por tanto, donde no se buscaba aumentar los niveles de capital de las entidades, sino reconocer como adecuados los que ya existían y permitir que el proceso de armonización internacional que entonces se abordaba pudiera llevarse a cabo de manera confortable.

Aún así, el diseño del numerador del coeficiente (que perduró sin apenas cambios hasta la primera reforma del *Basilea I* con la introducción del riesgo de mercado como requerimiento autónomo de capital<sup>7</sup>), contemplaba unas reglas que, puestas en relación con la complejidad del sistema financiero en aquellos momentos, no pueden calificarse de menos rigurosas que las que, con *Basilea III*, se empezarán a aplicar parcialmente en 2013 y, sólo de manera completa, si para entonces no se alteran, en 2019; es decir, dentro de 8 años.

Y es que, en *Basilea I*, y salvo por las deducciones ligadas a las participaciones en otras entidades financieras, que entonces jugaban un papel menor en la cartera de las entidades<sup>8</sup>:

- La mitad del capital regulatorio (y como mínimo el 4% de los APR)<sup>9</sup>, debía estar necesariamente formado por el capital y las reservas (o los fondos para riesgos bancarios generales), netos de pérdidas y activos inmateriales. Esto era, en *Basilea I*, el capital básico: en aquel momento, idéntico al *tier 1*.

<sup>7</sup> Entonces se introdujo como capital regulatorio la deuda subordinada a corto plazo (*tier 3*).

<sup>8</sup> En correspondencia con un sistema financiero internacional menos globalizado (menos interrelacionado y menos complejo).

<sup>9</sup> Nótese que exigir que la mitad del numerador y, al menos, un 4% de los APR lo integre un cierto componente del capital es más riguroso que exigir que ese componente suponga el 4% de esos activos ponderados.



- Tres cuartas partes de ese capital, y al menos el 6% de los APR, debían ser recursos aptos para absorber pérdidas sin necesidad de liquidar la entidad; y es que esta aptitud se aplicaba tanto a los elementos internos (reservas ocultas o provisiones genéricas) como a los externos a los que se permitía integrar, hasta alcanzar el 100% de los recursos propios básicos, los recursos complementarios de mejor calidad. De esta forma, la deuda subordinada sólo podía cubrir un 25% del capital regulatorio.

En efecto, los instrumentos de capital híbridos que se mencionan en *Basilea I*, no eran mera deuda subordinada que protege a los depositantes en casos de liquidación, sino pasivos, usualmente perpetuos, en los que el emisor podía diferir el pago de intereses si la situación financiera del banco así lo aconsejaba y que debían absorber las pérdidas corrientes incluso antes de agotarse el capital ordinario.

Sin embargo, estos instrumentos híbridos no existían en muchos países (tampoco en España) o eran, de hecho, poco habituales; por ello, y como la deuda subordinada no podía superar el 25% del capital regulatorio, el capital ordinario, neto de pérdidas y activos inmateriales, constituía, en muchos de los países miembros del Comité de Basilea, un estándar equivalente al 6% de los APR.

¿Cómo se justifica entonces la afirmación de que con *Basilea III* se ha producido un aumento sustancial de la porción del capital regulatorio que debe estar integrado por el capital básico o por el denominado *tier 1*? Para entenderlo hay que acudir al denominado Acuerdo de Sydney de 1998 y a su causa, un pecado original de *Basilea I*.

## 2.2. La nota de prensa de Sydney del 27 de octubre de 1998 y sus efectos

Un cambio de última hora en *Basilea I*<sup>10</sup> introdujo en el Acuerdo un virus que abrió el camino a la desnaturalización de lo que entonces constituía el capital ordinario y que, neto de pérdidas y activos inmateriales, debía representar la mitad del capital regulatorio y al menos el 4% de los APR. Se trató de la introducción, entre los recursos propios básicos, de las denominadas acciones preferenciales no acumulativas (perpetuas)<sup>11</sup>, instrumento que formaba parte, aunque con variaciones muy significativas, de la tradición mercantil de los países anglosajones (y de los que, como Japón, los utilizaban como modelo), pero absolutamente ajeno a los restantes.

<sup>10</sup> La idea de que se trató de un acuerdo de última hora es tan sólo la percepción que del asunto obtuvieron los países de la UE que, como España, no estaban presentes en el Comité de Basilea, y que recibieron el cambio tras haber alcanzado, sin él, un acuerdo político sobre la Directiva de fondos propios.

<sup>11</sup> Las acumulativas a plazo fijo se incluyeron también, pero asimiladas a la deuda subordinada.

Y es que la indefinición inicial de las características básicas de esas acciones preferentes llevó a que su asimilación en los países que no las conocían se llevara a cabo, bajo figuras idiosincráticas de toda índole, usualmente complejas, y en términos casi nunca favorables a su calidad prudencial (en especial en lo que respecta a su disponibilidad, su capacidad de absorber pérdidas corrientes y las condiciones para dejar de pagar el cupón o dividendo). Ello condujo, a su vez, a una espiral que cada vez alejaba más a estos nuevos híbridos de las aptitudes propias de las acciones ordinarias (aun cuando conservaran, conceptualmente y a través de cláusulas oscuras, cierto valor prudencial, como por ejemplo, a través de la eliminación del cupón si el emisor no cumplía con los requerimientos mínimos de capital), acercándolos, de forma manifiesta, a las características propias de un título de renta fija.

Este proceso de infección del capital ordinario, que se extendía cada vez más allá de sus fronteras originales, y en muchos casos al amparo de legislaciones exóticas (como la de las Islas Cayman, que utilizaron mayoritariamente los bancos y las cajas de ahorro españoles para emitir unas llamadas acciones preferentes), fue convalidado finalmente, en términos nada conservadores, por el denominado Acuerdo de Sydney, adoptado por el Comité de Basilea en 1998, y que permitía:

- Que estos nuevos híbridos pudiesen formar parte de los recursos propios de mejor calidad, sustituyendo al capital ordinario, con la única condición de que las acciones ordinarias (con voto) siguieran siendo predominantes dentro del llamado *tier 1*, predominio que muchos países leyeron como simple mayoría (más del 50%).
- Que hasta un 15% de esos recursos propios básicos fueran híbridos con incentivos significativos a su amortización anticipada (a través, por ejemplo, de incrementos *-step up-* en su tipo de interés que penalizasen su permanencia pasados los primeros años desde la emisión).

Además, en la UE, el acuerdo de Sydney no se transformó en norma<sup>12</sup>, con lo que se favoreció aun más la dispersión en las características de los híbridos, y la espiral de menoscabo de su calidad.

Ese proceso de infección fue sin duda promovido por los propios emisores, que sustituían capital ordinario más costoso por recursos más baratos y en muchos casos con unos cupones fiscalmente deducibles, y que gozaban del asesoramiento y la influencia de los grandes bancos de inversión para «vender» el producto entre los supervisores prudenciales y las autoridades responsables de los mercados.

---

<sup>12</sup> Su inclusión en la Directiva de capital se ha producido, precisamente, en 2008, cuando ya la crisis financiera sugería medidas en la dirección opuesta, y para entrar en vigor en 2010, justo en el momento en que se ha aprobado *Basilea III*; es evidente que ello está creando una enorme confusión entre los emisores.



También tuvieron un importante papel en la difusión de estos híbridos las agencias de *rating*, que jugaban con dos barajas: de una parte, los integraban con generosidad entre los elementos determinantes de su valoración de la solidez de los bancos a los que calificaban, y así demostraban a todos los que quisieran verlo la calidad regulatoria, en términos de coste y eficiencia, de los nuevos instrumentos surgidos de la ingeniería financiera; y, de otra, otorgaban a los híbridos el oportuno grado de inversión para que pudieran integrar las carteras de los inversores institucionales de renta fija.

Pero el proceso no hubiera podido ser posible: sin la complicidad de una coyuntura internacional de enorme liquidez y baja sensibilidad ante el riesgo, que permitía colocar estos instrumentos a tipos de interés apenas mayores a los de la deuda subordinada tradicional; y sin el consentimiento de las autoridades públicas, fueran los supervisores que acordaron o aceptaron el acuerdo de Sydney, fueran las autoridades fiscales, que en muchos países de la UE (entre ellos España) permitieron que el menor coste de estos productos procediera de simples ventajas fiscales, o fueran los responsables de que buena parte de estos recursos se colocaran entre el público en general, sin la educación financiera apropiada, e incluso entre los depositantes de los propios emisores, contaminando su base de financiación y liquidez elemental.

Finalmente, la distribución de estos nuevos híbridos entre los inversores de renta fija (institucionales o no) se ha producido en la convicción de que las autoridades no dejarían quebrar a sus emisores; es decir, de que intervendrían para salvar a las entidades antes de que tuvieran que hacerlo los inversores en estos productos, convicción que la reciente crisis financiera ha mostrado como cierta en la mayor parte de los países (entre ellos el caso español donde los tenedores de las acciones y participaciones preferentes emitidas por Caja Castilla La Mancha o por las entidades apoyadas por el FROB, no han tenido merma alguna de sus intereses económicos).

En definitiva, con el Acuerdo de Sydney, el Comité de Basilea venía a convalidar una degradación de la calidad del capital regulatorio al permitir que el capital básico original de *Basilea I*, cifrado en un mínimo del 4%, pudiera quedar reducido al 2% de los APR.

No es sin embargo correcto considerar que esa decisión condujo a reducir el estándar aplicable a los recursos teóricamente disponibles para absorber pérdidas en situaciones de *going concern*, estándar que siguió cifrado en el 6% de los APR, aunque si es cierto que dos tercios del mismo (frente a un tercio en *Basilea I*) podía estar integrado por diferentes tipos de híbridos.

Esta situación no se alteró en *Basilea II*. Este acuerdo, construido en los años de mayor desarrollo de la burbuja financiera bajo la convicción (que hoy se percibe como absoluta ceguera) de que los bancos la estaban aprovechando para mejorar sus procedimientos de gestión y control de riesgos, no introdujo ningún factor de incremento significativo en la cantidad o calidad del capital necesario.

Antes al contrario, con la bienintencionada pretensión de hacer los requerimientos de capital menos primitivos y más sensibles al riesgo efectivo de las carteras, así como con la convicción de que los requerimientos de capital deberían premiar la sofisticación en el control de los riesgos, *Basilea II* acababa reconociendo que muchos de los requerimientos anteriores (basados en los riesgos tradicionales: crédito y mercado) eran, en los nuevos tiempos de solvencia y expansión continua del negocio financiero, claramente excesivos; ese reconocimiento se mantuvo pese a que se crearon dudosos mecanismos de compensación (riesgo operacional), y a que se introdujo la posibilidad de exigir requerimientos adicionales de acuerdo con perfiles de riesgo específicos (*Pilar II*); prueba de esa conciencia, de que *Basilea II* era menos exigente que *Basilea I* en tiempos buenos, son los frenos transitorios que se dispusieron durante 3 años para impedir el deterioro inmediato de los capitales disponibles (los suelos basados en el modelo antiguo), suelos que, por cierto, han tenido que ser prorrogados hasta hoy.

Esa misma ceguera puso en segundo lugar la armonización y normalización de los recursos propios computables, pese a que se conocía el creciente grado de dispersión del capital básico y la más que probable debilidad en los fundamentos de los nuevos híbridos. Así, *Basilea II* apenas si se ocupa del numerador del coeficiente de solvencia, como no sea para precisar cuestiones instrumentales (como el papel de ciertos elementos surgidos de los nuevos métodos de cobertura del riesgo de crédito: deducciones ligadas al método IRB o a los procesos de titulización), o la forma de aplicar las deducciones (muchas de ellas por mitad entre el *tier 1* y el *tier 2*), y mantiene en sus propios términos el Acuerdo de Sydney.

### 2.3. La construcción de *Basilea III*

Una vez cerrado definitivamente *Basilea II*, y dentro de lo que los supervisores hubieran deseado fuera una «larga pausa regulatoria», el Comité dio el pistoletazo de salida a los primeros trabajos sobre el capital regulatorio. Lo hizo a través de la constitución, a principios de 2007, de un grupo de trabajo sobre definición del capital; no obstante, y aunque poco después empezaron a atisbarse los inicios de la crisis financiera mundial que estallaría en septiembre de 2008, el grupo no abordó hasta mucho más tarde la revisión efectiva del contenido de dicha definición; por el contrario, el primer mandato del grupo se limitó a identificar las diferencias reales que mantenían los países miembros del Comité en la aplicación de los Acuerdos de *Basilea I* y Sydney, ejercicio que confirmó, de manera transparente, grandes diferencias conceptuales, especialmente entre los híbridos admitidos en cada país.

Incluso cuando en 2009, ya en plena crisis, se encomendó al grupo una revisión a fondo del numerador del coeficiente, muchos de sus miembros (especialmente los que habían retrasado los efectos de la crisis o consideraban que sus modelos de banca los hacían menos vulnerables a sus efectos), aún se mostraban reacios (muchos lo serían hasta el final) a una orientación dirigida a promover la mejora en la calidad de dicha definición.



Sin embargo, tal y como constató el grupo, la forma en que las diferentes economías trataron a las entidades bancarias durante la crisis puso de manifiesto, además de la insuficiencia global de los capitales regulatorios disponibles:

- Que sólo el capital ordinario es capaz de absorber, sin matices, pérdidas corrientes y que, por el contrario, utilizar al mismo fin los híbridos reconocidos en Sydney era o difícil o inapropiado, dadas sus características y los inversores que los habían adquirido.
- Que los contribuyentes tuvieron que cargar con las consecuencias de la crisis salvando a muchos bancos, mientras que los tenedores de capital regulatorio distintos de los accionistas apenas si se veían afectados.

De ahí surge el retorno del capital ordinario como foco central del capital regulatorio (tanto en el estándar mínimo como en el colchón de conservación) y con él la validez de la afirmación que atribuye a *Basilea III* un nuevo estándar, según el cual el capital básico ha pasado de un mínimo del 2 al 4,5% de los APR.

No obstante, lo descrito hasta aquí no ha sido suficiente para que los supervisores modificaran ninguno de los dos estándares mínimos globales restantes: el vinculado a situaciones de *going concern*, que sigue en el 6% de los APR; y el global del 8%, que puede seguir estando cubierto, hasta en un 25% (un 2% de los APR) por deuda subordinada.

### 3. Las condiciones exigibles a los instrumentos de capital

En el *Acuerdo de Basilea I*, preservado hasta ahora, las diferentes clases de elementos computables como capital regulatorio se describían en párrafos específicos bastante conceptuales. En *Basilea III*, esos párrafos han sido sustituidos por listas detalladas que especifican las características financieras que deben reunir cada uno de los instrumentos de capital admitidos en los diferentes estándares. Así, hay una lista con los atributos de las acciones ordinarias computables como capital ordinario, otra con los de los restantes elementos computables dentro del *tier 1* y una última con los de las financiaciones subordinadas.

Este cambio hacia un modelo mucho más normativo es una consecuencia de la reconocida falta de homogeneidad en las características prudenciales de los diferentes elementos, detectada en el proceso de elaboración del nuevo acuerdo. Además, responde a la voluntad de evitar que la tolerancia de los reguladores pueda debilitar en el futuro los elementos de endurecimiento (mejora de la calidad) que contiene la nueva definición del capital. Se trata pues de asegurar la calidad del capital en un marco donde van a operar diferentes jurisdicciones, cada una con sus propias normas mercantiles, contables y fiscales, y con tradiciones prudenciales también distintas. Con ello, a su vez, se contribuirá a igualar el terreno de juego en el que compiten los bancos, tanto los internacionalmente activos (los sujetos a los acuerdos de *Basilea*) como los de ámbito doméstico.

### 3.1 Las acciones computables como capital ordinario

Llama la atención sobre todo la búsqueda de unas características comunes extraordinariamente detalladas para el caso de las acciones ordinarias, donde hasta ahora no se había pensado que fueran necesarias. Teniendo en cuenta que dentro del capital contable y mercantil se pueden incluir acciones con diferentes derechos, y que el concepto de «ordinario» no tienen por qué tener el mismo significado financiero en países con tradiciones mercantiles muy diferentes, las características citadas garantizan que estos accionistas serán los dueños reales y permanentes de la empresa, es decir, los que asumirán en primer lugar los resultados del negocio y los que se repartirán el valor residual de la empresa (lo que también significa ser los últimos en cobrar por el capital cedido, cada año, y en la liquidación). Eso significa que se da el mayor valor a los recursos que han puesto los inversores con mayores incentivos a que la empresa tenga mayor valor.

Y en consonancia con esa decisión inicial, estas acciones

- No pueden crearse sin el consentimiento de los propietarios de la empresa, es decir, de los propios accionistas.
- No pueden crear en sus tenedores expectativa alguna predeterminada, ni en su rescate, ni en su remuneración (ni siquiera a través de un techo al dividendo que pueden percibir), ni admitir diferencias de trato (preferencias entre ellos) que debiliten sus incentivos con beneficiarios últimos de la marcha del negocio.
- Nadie, ni los reguladores contables ni los creadores del derecho de sociedades, debe dudar de que sus atributos permiten calificarlas como capital, mercantil y contable, del emisor (no caben emisiones a través de vehículos).

194

Pese a que el derecho de voto es un elemento que acompañará, naturalmente, a unas acciones de este tipo, no se ha exigido que las computables sean acciones con derecho de voto. Ello obedece a que no se ha considerado que el voto sea determinante a la hora de apreciar la capacidad de la acción para sostener económicamente a la entidad, pero sí se ha aclarado que la ausencia de voto no puede traer consigo diferencia adicional alguna respecto a las acciones con voto; es decir, ambos tipos de acciones deben ser, en su régimen económico, idénticas.

Además, las acciones tienen que estar efectivamente desembolsadas, lo que, además de su significado habitual, implica que deben quedar fuera las que hayan sido recompradas o financiadas, directa o indirectamente, por el emisor o por otra empresa de su grupo, o aquellas sobre las que alguno de ellos haya adquirido un compromiso de compra. Aunque la exclusión de la autocartera no es una novedad respecto a *Basilea I*, sí lo es el detalle y el rigor con que



se define, y su alcance, que incluye cualquier tipo de inversión o compromiso que tenga como subyacente directo las acciones propias, y que obliga incluso a «mirar a través» de las inversiones en instituciones de inversión colectiva que hayan invertido en acciones propias, para eliminar proporcionalmente las que sean fruto de esa inversión indirecta<sup>13</sup>.

### 3.2. Los híbridos computables en el tier 1

*Basilea III* también ha endurecido los requisitos establecidos en el acuerdo de Sydney para estos valores. El endurecimiento de sus características procede, esencialmente, de tres factores: la intención de evitar que sus tenedores tengan, en algún momento, un derecho de cobro susceptible de engendrar una demanda de concurso;

Para ello se refuerza en particular la discrecionalidad en su remuneración, discrecionalidad que debe ser total y que no puede estar condicionado, ni siquiera indirectamente, a través de incentivos o desincentivos que puedan menoscabarla, aunque su ejercicio sí puede condicionar otras decisiones de la entidad (por ejemplo, mientras no se pague a los inversores en estos híbridos no se podrán repartir dividendos o reducir capital). Además, la remuneración sólo puede proceder de beneficios u otras partidas distribuibles.

Pese a la rotundidad con que se configuran estos atributos, no puede dejar de apreciarse en ellos cierto voluntarismo e ingenuidad, porque:

- Es obvio que las decisiones sobre remunerar o no a los inversores no pueden basarse en el abuso de poder ni ser arbitrarias o, lo que es lo mismo, deben estar justificadas financieramente en el interés social y dentro del marco de una operación cuya naturaleza final es la de préstamo remunerado; la existencia de beneficios en una situación financiera desahogada no será nunca compatible con un impago del cupón.

En algún caso, ciertos condicionamientos pueden contribuir a favorecer el interés común. Por ejemplo, por el temor a que la dilución sea un incentivo al pago, se prohíbe compensar el impago del cupón con la entrega de acciones (operación que tiene idéntico efecto en el patrimonio que la cancelación del pago de la remuneración); sin embargo, con ello probablemente se consigue lo contrario del efecto básico perseguido, que es evitar, en las zonas grises, que salgan recursos de la entidad; y es que los administradores serán menos reacios a acordar un impago (que además posterga a los acreedores frente a los accionistas, que ven aumentar su patrimonio con el cupón cancelado) en la medida que puedan compensar al inversor de alguna forma.

<sup>13</sup> Estos principios se aplicarán, *mutatis mutandis* a las operaciones con híbridos o deudas subordinadas emitidos por la propia entidad.

- Asegurar que nada puede debilitar la disponibilidad, en todo momento, de esos recursos que, además, no deben tener vencimiento (deben ser perpetuos).

Así, se prohíbe cualquier tipo de incentivo a la amortización anticipada (no su mera posibilidad, que sigue siendo posible previa autorización del supervisor y una vez transcurrido un plazo largo desde su emisión) o incluso la potencial creación de expectativas a su recompra o amortización exigiendo en todo caso la previa autorización del supervisor; además, esa autorización sólo podrá pedirse cuando sobren recursos propios o cuando se pretenda reemplazar la emisión por otra de igual o mejor calidad que, además, no imponga cargas adicionales difícilmente sostenibles. También se prohíbe financiar la adquisición de estos instrumentos.

Al hilo de esta reflexión sorprende que esta exigencia de permanente disponibilidad no se haya trasladado a la forma más «elevada» de capital regulatorio. En efecto, *Basilea III* no exige la autorización del supervisor para reducir el capital o distribuir en efectivo las reservas (como se exige, por ejemplo, en España), cuando es obvio que ambos elementos (y su trato en el numerador del coeficiente) gozan de una presunción de estabilidad que el interés de depositantes y demás acreedores aconsejarían preservar o defender. No son evidentes las razones de esta contradicción, aunque tal vez obedece a la errónea percepción de que los supervisores no deben intervenir en la libertad de empresa (una de cuyas representaciones esenciales es la libertad de retirar beneficios) mientras no haya riesgo de que con ella se ponga en peligro a la entidad.

- Garantizar que, en situaciones de estrés no terminal, contribuirán, mediante la asunción de pérdidas, a restaurar la situación financiera del emisor sin menoscabo de una potencial recapitalización por terceros.

Sin embargo, este tercer factor no puede considerarse un éxito. Es verdad que algo se ha avanzado en este punto respecto a Sydney, donde apenas si se indicaba que podía significar un requisito de este tipo, pero lo conseguido no puede considerarse suficiente.

La idea es que estos híbridos, cuando no formen parte del capital (por ser, por ejemplo, acciones con derechos preferentes), se conviertan en acciones o reduzcan su valor nominal para acoger pérdidas a partir de un punto desencadenante determinado de antemano. Pero lo cierto es que ni se identifica ese punto, que bien podría ser muy tardío, ni se especifica la forma en que deberá producirse la asignación de pérdidas, que podría ser muy limitada y reversible en condiciones no muy generosas. Además, no es evidente que ciertas acciones privilegiadas contribuyan claramente a restaurar la situación financiera de los restantes accionistas, sin cuya implicación, la entidad no será probablemente viable. En resumen, frente al aparente rigor de la



potencial cancelación de la remuneración, que en realidad tiene mucho de buenas intenciones difíciles de aplicar, nos encontramos con que el principal papel de estos híbridos, contribuir a restaurar una situación de debilidad, apenas si está escrito.

También tiene cierto interés dar cuenta de un requisito de estos híbridos que no llegó a nacer: se trataba de exigir que su remuneración no fuera fiscalmente deducible para el emisor. El origen del debate era puramente político, dado que los países que defendían este argumento lo hacían para favorecer la posición de sus entidades, que competían en los mercados internacionales de manera desigual con aquellos bancos que habían convencido a sus autoridades fiscales de ser más generosas, y política ha sido su solución. Sin embargo, el asunto tenía también:

- Un trasfondo prudencial ligado a los incentivos de los administradores, trasfondo que mostraba la menor calidad de los híbridos que gozaban de la ventaja fiscal: y es que, en la medida que el ahorro de la entidad era menor en este caso también lo es el incentivo a dejar de pagar en las zonas grises, con lo que la conservación de los recursos del emisor, en situaciones semejantes, sería menor cuanto mayor fuera la ventaja fiscal.
- Un trasfondo vinculado al coste de contribuir a evitar la quiebra de un banco, costes que si se reducen con estos instrumentos (frente al capital ordinario) lo es a costa de que los contribuyentes carguen, vía menor recaudación, con parte de dicho coste.

Esos elementos se difuminaron en un debate guiado por las ventajas comparativas de que podían disfrutar los bancos en sus respectivas jurisdicciones.

### 3.3. Las financiaciones subordinadas

Las novedades que aporta *Basilea III* en este tipo de instrumentos se limitan a:

- La desaparición del denominado *tier 3*, es decir de la deuda subordinada emitida a corto plazo para dar cobertura a los requerimientos de capital exigidos por las operaciones de la cartera de negociación (riesgo de mercado). Y es que alguna vez se tenía que llegar a la comprensión que los negocios de ese tipo también demandan un fuente estable y no transitoria de capital.
- Evitar que los incentivos a la amortización anticipada perturben la potencial disponibilidad de los recursos en las fechas que prevean sus condiciones de emisión (al igual que ya hemos comentado en el punto 2.2).

- Asegurar que el impago del cupón no concede al acreedor el derecho a acelerar el vencimiento del resto de la deuda alterando así su rango concursal.

Mayor interés tuvo el debate, que finalmente no condujo a cambio alguno, sobre la forma de considerar el valor prudencial de la limitada duración de los valores subordinados. En *Basilea I* se penaliza la cercanía del vencimiento reduciendo de manera lineal durante sus últimos 5 años de vida la computabilidad de los recursos (un 20% cada año, de forma que durante los últimos 12 meses no computan). Ello ha conducido a que generalmente, estos valores subordinados, se emiten a plazo de 10 años con la posibilidad de que, previa autorización del supervisor, se cancelen anticipadamente a los 5 años. Si se renueva la emisión en esos plazos (los 5 años serían el vencimiento sintético de la emisión) se consigue que nunca se reduzca la computabilidad de los valores y queda mitigado el incentivo a alargar su plazo de vencimiento y, con ello, la mayor estabilidad de estos recursos.

Sin embargo, la alternativa que se planteaba para evitar este comportamiento, y que suponía conceder al supervisor el derecho a impedir el reembolso de la deuda a su vencimiento, si las condiciones financieras del emisor lo hacían aconsejable, presentaba aún mayores problemas, pues: incentiva aun menos el alargamiento de los plazos de emisión; obliga (y responsabiliza) a los supervisores a tomar una decisión a contracorriente (es mucho más difícil tomar la iniciativa para prohibir un reembolso a vencimiento que rechazar una petición de reembolso anticipado) y creadora de mayor alarma; y, finalmente, encarece el producto al sumir al inversor en la incertidumbre de cuando recibirá el flujo final de su préstamo. Por ello, con buenas razones, se conserva el modelo de amortización lineal fijado en *Basilea I*.

### 3.4. El cómputo limitado de los intereses minoritarios en el capital ordinario

Ni *Basilea I* ni casi ninguna jurisdicción habían discutido la computabilidad, como recursos propios consolidados de un grupo bancario, de las participaciones de los accionistas minoritarios de las filiales o de los restantes elementos de los recursos propios (híbridos o valores subordinados) emitidos por aquéllas.

Sin embargo, todos los reguladores y supervisores bancarios tenían plenamente asumido que estos accionistas o inversores se limitan a dar cobertura a los riesgos de la filial en la que han invertido y que no responderán nunca (salvo que su contrato diga algo no habitual) de las dificultades del grupo en su conjunto o de las de la matriz del mismo.

Por eso, España, que ya venía limitando el valor para el grupo de los valores subordinados emitidos por las filiales, extendió en 2008 ese criterio a todo tipo de recursos propios de terceros invertidos en las filiales de un grupo. El criterio establecido venía a reconocer que el valor para el grupo de esos recursos de terceros se limitaba a la cobertura (proporcional a su



participación en los recursos propios de la filial) que hicieran de los requerimientos adicionales que la consolidación de esa filial provocaba en el grupo. No obstante el criterio se aplicaba con cierta flexibilidad para no desincentivar el que las filiales contasen con unos colchones de capital razonables, para tener en cuenta el peso global de estos intereses minoritarios en el grupo (no se eliminaban si no eran importantes), o para evitar cálculos engorrosos en filiales sin importancia.

*Basilea III* adopta ese mismo criterio pero sin flexibilidad alguna, como corresponde a la actitud propia del converso. Así, se elimina del cómputo como capital ordinario cualquier exceso que puedan suponer esos intereses minoritarios (o su equivalente cuando se trata de híbridos o deudas subordinadas) respecto del menor de dos posibles requerimientos de capital; el individual de la propia filial en su país y el adicional que esa filial incorpora al grupo (calculado como es lógico con las normas del país de origen del grupo).

Además, y en un escorzo difícil de entender, *Basilea III* no tiene en cuenta, como capital ordinario del grupo, las participaciones que los terceros mantengan en filiales no bancarias. El pretexto implícito es que sólo las filiales bancarias se supervisan con las mismas armas y objetivos que la cabeza del grupo bancario; sin embargo, este argumento es muy débil por varias razones:

- Dentro del grupo pueda haber filiales que también se supervisen en base individual y con armas análogas a las de los bancos, como ocurre con las empresas de seguros o con entidades financieras como las empresas de *leasing* o *factoring*.
- Además, todas las filiales financieras se supervisan en base consolidada, con lo que ello supone de controles comunes, verificación auditora común, etc.

En definitiva, se trata de un régimen muy riguroso, que inducirá una capitalización reducida en las filiales (concentración del capital en la cabeza) y que, en algún punto muy importante carece de justificación prudencial apropiada.

#### 4. Más filtros contables y activos a deducir: el nuevo capital básico

Hasta *Basilea III* había 2 tipos de deducciones de los elementos computables como recursos propios:

- Las que se restan del *tier 1*: básicamente el fondo de comercio y los activos inmateriales que luciera el balance.
- Las que se restan al 50% del *tier 1* y del *tier 2*, y que son, sobre todo, partidas que, o bien reflejan déficit en el aprovisionamiento de las pérdidas esperadas (por parte de los bancos, usualmente los más grandes, que utilizaran *ratings* internos para calibrar sus requerimientos de capital por riesgo de crédito), o bien representan participaciones en entidades financieras o aseguradoras (o en empresas no financieras).

Fuera de eso, y respecto a otros potenciales ajustes contables presentes en el patrimonio neto de los bancos, como por ejemplo las pérdidas no realizadas en la cartera de valores disponibles para la venta, *Basilea* no tenía una posición ni pública ni precisa.

En el Acuerdo de 2010 se han endurecido buena parte de las deducciones anteriores, se ha creado alguna nueva (aunque también se han evitado otras) y, sobre todo, se ha armonizado mucho más la forma de llevarlas a cabo (siguiendo la pauta vista en el apartado 2 anterior). También se introducen más filtros contables, aunque se echa en falta alguno. Veámoslo, en lo que tiene de mayor interés, con más detalle.

#### 4.1. Nuevas deducciones

Quizás la principal novedad sea la consideración como deducción de los activos fiscales diferidos (aunque sea, como veremos después, con una cierta tolerancia)<sup>14</sup>. Hablamos de novedad porque en muchas jurisdicciones ni siquiera se ponderaban, bajo el pretexto de que la contraparte era el Estado, que recibe una ponderación nula<sup>15</sup>, y en otras se trataban como un activo normal de riesgo (en el grupo de ponderación al 100%).

Como es conocido, estos activos surgen normalmente, bien por diferencias temporales entre los gastos contables y los gastos fiscales (por ejemplo la provisión genérica española, en la medida que no recoge pérdidas incurridas, que son las fiscalmente deducibles), bien por pérdidas compensables fiscalmente en ejercicios futuros. En ambos casos constituyen un derecho frente al fisco de pagar menos impuestos en el futuro siempre que haya impuestos que pagar; es decir, un derecho de cobro condicionado a que haya beneficios futuros.

La principal razón que muchos países han venido alegando para tratar estos activos como un activo normal es que las normas contables generalmente aceptadas sólo permiten activar estos derechos cuando se considera que, efectivamente, van a ser recuperados, y que los auditores están obligados a verificar, como expertos independientes, que esa consideración esta debidamente fundada. También se han utilizado otras razones: unas de fondo, indicando que hasta las empresas que se liquidan pueden materializar en recursos efectivos estos derechos cediéndolos a empresas que tendrán beneficios futuros; y otras de oportunidad, como el alegato que al no deducirlas se está incentivando la dotación de provisiones por encima de las necesarias, o que con ello se incentiva el salvamento de bancos en pérdidas (con muchas pérdidas compensables) por otros bancos más sólidos.

Si eso es así, ¿cuál es la razón para deducir estos activos fiscales? Pues bien, la razón es la prudencia, porque lo cierto es que la entidad bancaria que tiene esos activos difícilmente podrá beneficiarse de ellos si empieza a tener dificultades y a acumular pérdidas. En esos

<sup>14</sup> También se incluyen, como nuevas deducciones, la de ciertos activos y pasivos procedentes de compromisos por pensiones.

<sup>15</sup> Ése era, por ejemplo, nuestro caso, que otorgaba ponderación nula a los activos recuperables antes de 5 años (el resto se ponderaba como un activo normal de riesgo).



casos, las expectativas de no recuperabilidad de los activos determinarán que, a la reducción del patrimonio generado por las pérdidas, se sumará el no reconocimiento como recuperables de esos activos y con ello, una reducción adicional del patrimonio que inducirá una desconfianza en la entidad que, a su vez, puede conducir a más pérdidas...

Aunque este argumento es bastante sólido, los otros citados más arriba tampoco son tan débiles, especialmente el que menciona el potencial desincentivo a las provisiones anticipadas (argumento que también avala comportamientos prudentes), por lo que finalmente se llegó a un reconocimiento parcial de los activos fiscales procedentes de estas provisiones en los términos que luego se verá. Los ligados a pérdidas compensables se deben deducir íntegramente.

## 4.2. Deduciones más rigurosas

Como ya hemos anticipado, las deducciones que tratan de evitar el doble cómputo de capital regulatorio dentro del sistema financiero, es decir las que giran sobre las inversiones minoritarias en recursos propios de otras entidades financieras, se hacían por mitades del *tier 1* y del *tier 2* pese a que, en la inmensa mayoría de los casos, eran participaciones accionariales, no inversiones en híbridos o deuda subordinada de una participada. Pues bien, con *Basilea III* se da mayor consistencia a este régimen de deducciones<sup>16</sup> de forma que las que sean inversiones en capital ordinario se deduzcan del capital ordinario, y las que lo sean de otro tipo de recursos propios se deduzcan de esos otros elementos (híbridos o subordinados), si los tiene la entidad inversora.

Además, hasta ahora, las inversiones minoritarias que no se deducían, al quedar por debajo de los umbrales de relevancia aplicables (las participaciones inferiores al 10% del capital de la participada sólo se deducen si, en conjunto, superan el 10% del capital de la inversora) se ponderaban como un activo de riesgo normal. Ahora se reconoce su papel en el menoscabo del capital para el conjunto del sistema, y se incluirán en un grupo de ponderación del 250%.

Finalmente, hasta ahora las participaciones significativas en entidades aseguradoras (incluso en las filiales) se podían deducir del capital regulatorio no por su valor en libros sino por la proporción de los requerimientos de capital de la compañía de seguros a la que daban cobertura (y así se hace en muchos países de la UE entre ellos España). Dada la corriente sobrecapitalización de las aseguradoras respecto a sus requerimientos mínimos de solvencia (medidos habitualmente con métodos bastante primitivos) esta posibilidad supone un gran ahorro. Con *Basilea III* la deducción gira sobre el capital real en que se materializa la participación y, además, como ya se ha dicho, si es una inversión en acciones la resta se hace del capital ordinario no del total.

<sup>16</sup> Aunque como luego veremos, también se ha creado una franquicia que es un monumento a la inconsistencia.

La razón de esta última decisión, además de la de ser coherente con el régimen aplicado a las participaciones en otras entidades financieras, es que con ello se evita que se duplique el capital real del sistema, es decir, el considerado necesario por los propios emisores y sus acreedores, y no el capital mínimo exigido por los reguladores, que no es sino una representación imprecisa de aquél.

### 4.3. Un mayor rigor en las definiciones

Con la intención ya indicada de que el mayor rigor del nuevo marco no se pierda por la ambigüedad de la regulación, el texto aprobado en diciembre es, en ocasiones, un texto regulatorio bastante exhaustivo. Ese es el caso del tratamiento de muchas de las deducciones y filtros contables.

Así, respecto de las deducciones por inversiones en otras entidades financieras se dejan claras las circunstancias en que, por tratarse del producto de un negocio de aseguramiento, o vinculadas al saneamiento de la participada, o por gozar de cobertura con una posición de signo contrario, la deducción puede no llevarse a cabo; también se extrema el detalle en la forma en que deben atribuirse a los diferentes elementos de recursos propios los diferentes tipos de inversiones posibles según su naturaleza.

Ese mismo puntillismo lleva a que el cálculo de las eliminaciones necesarias en los intereses minoritarios reciba hasta un anexo propio en el documento donde se explica con todo detalle ese proceso de eliminación.

### 4.4. Dos elementos que empañan conceptualmente el nuevo marco

Hasta aquí, las pocas apreciaciones críticas que se han hecho apenas si cuestionaban la prudencia del nuevo enfoque aportado por *Basilea III*. Lo que ahora vamos a mencionar sí la pone en duda, además de suponer decisiones muy poco fundamentadas conceptualmente. En ambos casos son concesiones políticas.

En primer lugar se trata de la decisión que evita filtrar las ganancias no realizadas que se reflejan directamente en el patrimonio a causa de contabilizar por su valor razonable los activos disponibles para la venta. Se dirá para justificar esta discutible decisión: que tampoco se filtran las ganancias no realizadas de la cartera de negociación que se incluyen como beneficios de explotación; y que filtrar los beneficios pero no las pérdidas sería un tratamiento asimétrico poco justificable ante valoraciones guiadas por iguales parámetros al alza y a la baja.



Sin embargo, ninguno de esos argumentos es de recibo, y es que: los resultados de la cartera de negociación giran sobre instrumentos que se suelen liquidar a muy corto plazo, con lo que hay una alta probabilidad de que la ganancia o la pérdida se realicen efectivamente en los términos indicados; por otra parte, la asimetría en el tratamiento de pérdidas y ganancias derivadas de la valoración de un mismo instrumento tiene su base en el reconocimiento prudente de que los incentivos del gestor para reconocer pérdidas o ganancias son obviamente diferentes, y que esos incentivos serán plenamente operativos allí donde la valoración del instrumento no cuente con elementos indisputables. Y eso es precisamente lo que ocurre, frente a los instrumentos que forman parte de la cartera de *trading*, con muchos instrumentos financieros contabilizados como activos disponibles para la venta o ligados a la opción contable de aplicar el *fair value*; el valor de muchos de estos activos, los que no tienen valoración de mercado que resulte indisputable, lo fija la entidad atendiendo a métodos indiciarios (testigos cercanos o a modelos de valoración teóricos) que admiten un alto grado de subjetividad.

En definitiva, consideramos que, frente al modelo seguido finalmente, otro basado en un enfoque parcialmente asimétrico (para eliminar los ganancias no realizadas que se refieran a activos sin valoraciones indisputables) hubiera sido más prudente, y conceptualmente más sólido.

En segundo lugar nos referimos al modo en que se ha concedido reconocimiento parcial a ciertos activos fiscales diferidos. Y es que, en vez de valorarlos en función de la distancia temporal que mediara hasta su potencial recuperación, que podía ser una medida razonable de su potencial capacidad de contribuir al patrimonio, se optó por habilitar una franquicia (sin base teórica alguna) en función de su tamaño relativo en relación con el capital básico de la entidad correspondiente. Pero no es eso lo más grave.

Lo más insólito es que esa franquicia se ha articulado de manera combinada con otra que se aplicará a las participaciones significativas (más del 10% del capital de la participada) en entidades financieras y aseguradoras, de forma que sólo se producirá deducción si alguna excede del 10% del capital básico o si entre ambas superan el 15% de ese capital básico<sup>17</sup>.

Buscar una justificación conceptual a la franquicia establecida para las participaciones significativas en otras entidades financieras es tarea inútil. No había franquicia en *Basilea I*, en la medida que era obvia la doble utilización de ese capital en el sistema, y la ausencia total de razones prudenciales o de mercado para no eliminarlo<sup>18</sup>. De hecho, esa franquicia no tiene otra justificación que reducir la carga de capital de las entidades de algún país especialmente afectado por esta deducción.

<sup>17</sup> En esta franquicia común también se integra un activo inmaterial, los derechos de administración de hipotecas, que, al parecer, en los EEUU, tiene una naturaleza más tangible, dado que se negocian corrientemente en los mercados.

<sup>18</sup> La franquicia en las participaciones muy pequeñas si esta justificada en la conveniencia de no perturbar el funcionamiento normal de la negociación de acciones financieras.

## 5. Capital contingente en el punto de no viabilidad

Decíamos al principio que otro de los elementos de *Basilea III* que han contribuido a la mejora en la calidad del capital regulatorio era la exigencia adicional de que todos los elementos del mismo distintos de las acciones ordinarias, es decir los híbridos computables como *tier 1* y las financiaciones subordinadas, puedan cancelarse o convertirse en ese tipo de acciones en caso de que las autoridades supervisoras consideren que dicha acción es necesaria para contribuir a restaurar la situación de una entidad bancaria que ya no es viable por sus propios medios.

Esta nueva exigencia, que constituye un anejo, publicado ya en 2011, del documento principal de *Basilea III*, y que será exigible a partir del 1 de enero de 2013, prevé que la decisión de los supervisores también se puede aplicar cuando los poderes públicos decidan apoyar a una entidad no viable mediante una inyección de capital o una medida de apoyo equivalente.

De hecho, el origen de este nuevo requisito del capital regulatorio procede precisamente de un hecho constatado en numerosos países durante la crisis: las aportaciones de capital público han supuesto la dilución (o la desaparición) de los accionistas ordinarios de las entidades bancarias objeto de las ayudas pero, al mismo tiempo, han permitido que los inversores en los restantes elementos del capital regulatorio se hayan beneficiado de esas ayudas sin haber realizado ninguna contribución a la absorción de las pérdidas de los emisores.

Así, lo que se pretendía originalmente era asegurar la contribución previa de todos los elementos del capital regulatorio al saneamiento y recapitalización de una entidad cuando esta recibe ayuda pública (sea con una inyección de capital, con una garantía de sus pasivos o de los riesgos de sus activos, etc.) o, al menos, que la posibilidad de tal contribución previa quedara a la discreción (no al arbitrio) de la autoridad supervisora; así, según lo decidido en *Basilea III*, esa autoridad podrá acordar ese tipo de contribución siempre que considere que, sin ella, la entidad no sería viable.

En definitiva, con este nuevo requisito se habrá contribuido a mejorar la calidad de estos elementos del capital regulatorio, al ampliar su capacidad de absorción de pérdidas a circunstancias ahora no previstas.

Como acabamos de señalar, la contribución debe producir un incremento del capital ordinario, ya se produzca a través de la mera cancelación de la deuda subordinada o del híbrido, lo que supone un simultáneo incremento de las reservas, ya mediante su conversión en capital ordinario. Es previsible que, salvo en casos excepcionales (quizás el de entidades no societarias), éste último sea el mecanismo habitual, pues la mera cancelación supone simplemente una donación de recursos a favor de los accionistas, donación cuyo coste resulta extremadamente difícil de anticipar y, por ello, de incluir en la remuneración pactada.



A menos que este mecanismo se establezca directamente en la jurisdicción a que se sujete la emisión, la decisión deberá figurar en el contrato entre el emisor y los inversores, y determinará que, si se ha elegido la vía de la conversión, el emisor deba tener siempre disponible el acuerdo de emisión de acciones ordinarias que haga viable tal opción.

*Basilea III* no establece ninguna condición sobre la relación de canje para el momento de la conversión, aunque la lógica sugiere que aquella relación trate, en la medida de lo posible, de respetar el orden de prelación que correspondería a los inversores en caso de que, en vez de recapitalizar la entidad, las autoridades decidieran permitir su liquidación. Para ello lo más razonable es que los inversores reciban en compensación un número de acciones cuyo valor en ese momento se acerque al de los híbridos o deudas que se vayan a convertir. El mecanismo de conversión deberá también tener en cuenta que no debe incentivar, por sí mismo, la caída del precio de la acción, que sólo redundaría en debilitar más a la entidad, o la manipulación de su precio.

Debe notarse que el nuevo requisito no exige que, en el momento de la cancelación o conversión, el capital ordinario se haya agotado y más aún, cabe pensar que el punto de no viabilidad será claramente anterior a ese momento; esto supone que, sea cuál sea la ecuación de canje, con la conversión se producirá una alteración de la prelación en casos de liquidación, de forma que, a partir de aquél momento los inversores asumirán las pérdidas *pari passu* con los accionistas ordinarios.

Esta reconducción a la baja de los derechos de los inversores será tanto más probable cuanto mayor sea la probabilidad de que las autoridades no dejen quebrar y liquidarse a un banco en apuros; por tanto, y en la medida que esa probabilidad será tanto mayor cuanto mayor sea la apreciación de que un banco es «demasiado grande para quebrar», este nuevo requisito habrá contribuido, además de a mejorar la calidad de estos elementos del capital regulatorio, al encarecimiento relativo del coste de estos elementos y, con ello a reducir la subvención implícita que reciben los bancos que el público (el mercado) percibe como *too big to fail*. La reducción de esa subvención implícita también contribuirá, aunque sea en pequeña medida, a reequilibrar el terreno de juego competitivo en el sistema y mejorar su eficiencia.

## 6. Conclusiones

El objetivo de este artículo ha sido el de analizar los cambios que ha introducido el Acuerdo de *Basilea III* en la definición y condiciones del capital regulatorio, y verificar si, como se ha anunciado, las mismas constituyen una efectiva mejora en la calidad de ese capital, es decir, en su capacidad de absorción de pérdidas.

El análisis de la nueva regulación nos ha permitido, efectivamente, comprobar, que la misma incorpora sensibles mejoras respecto a la definición precedente, si bien buena parte de esas mejoras, y muy en especial, la que da un mayor peso al capital ordinario en la definición, no lo son tanto respecto al *Acuerdo de Basilea I* de 1988, sino más bien respecto a su menoscabo a través de la denominada «Nota de prensa de Sydney de 1998».

En todo caso, las mayores exigencias prudenciales que se van a aplicar a los instrumentos computables (especialmente en el caso de los intereses minoritarios y los híbridos), la incorporación de nuevas deducciones (especialmente la de los activos fiscales diferidos) y filtros contables, y la mayor consistencia conceptual en la aplicación de las deducciones (aun con ciertas sombras significativas en el caso de las plusvalías de cartera y en la aplicación de franquicias), avalan también la mejora en la definición de capital.

También se ha comprobado que el nuevo Acuerdo sí evita ciertos riesgos que dañaban la efectiva aplicación del primero y permitían su menoscabo; así, de una definición más bien conceptual, se ha pasado a una mucho más normativa, que favorece la conservación de sus «esencias» y su armonización cuando deba ser aplicado en diferentes jurisdicciones.

Igualmente, y aunque no los hemos analizado, la total transparencia de la composición del numerador del coeficiente de solvencia favorecerá una aplicación más homogénea de la regulación.

En cuanto al otro elemento del análisis, es decir, a la cuestión de si esa mejora era necesaria, las discusiones que hemos abordado en los puntos 1 y 4 anteriores creemos que muestran bien a las claras que sí lo era, y que, además, ha llegado bastante tarde.

No obstante, no debe olvidarse que la regulación es sólo uno de los componentes que influyen en la estructura del capital regulatorio de las entidades bancarias. Hay otros muchos factores, en especial las demandas del mercado (que siempre piden más capital a los pequeños) o sus lagunas (que, por ejemplo, hacen muy difícil a una entidad pequeña obtener financiación subordinada). Eso significa que, pese a que la regulación sólo ha exigido un capital básico del 2% de los APR, incluso antes de que la crisis haya multiplicado las demandas de solidez por parte de los mercados, muchos bancos mantenían un cifra muy superior, lo que quiere decir que el efecto de la nueva regulación no tiene por qué producir una mejora de la calidad del capital efectivo proporcional a la que ha llevado a cabo el propio regulador.

Finalmente, un pequeño apunte respecto a las consecuencias de esta definición mejorada en los costes de las entidades bancarias. Es evidente que un capital de mayor calidad será más costoso; pero no lo es, en absoluto, que ello se traduzca en mayores costes globales para las entidades (y mucho menos que eso tenga que traducirse en un encarecimiento o restricción del crédito). Al contrario, ese mayor coste del capital regulatorio debería compensarse con uno menor en el resto de la financiación bancaria dado que, como bien ha señalado el estudio de impacto encargado por el Comité de Basilea, el riesgo de crédito con los bancos disminuirá de manera muy significativa.



## NUEVAS REGULACIONES DE CAPITAL EN BANCA: UNA REFLEXIÓN CRÍTICA

Jordi Gual \*

### Resumen

El proceso de introducción de *Basilea III*, pendiente todavía de incorporación a las legislaciones nacionales, es extremadamente delicado. Se ha basado en una reforma de *Basilea II* que deja intacta la ponderación de los activos en función del riesgo y se centra en el incremento de los ratios de capital. Aunque bien intencionada, no está claro que la reforma consiga disminuir la probabilidad de crisis bancarias, puesto que el riesgo asumido por las entidades puede incrementar. En cuanto al coste de dichas crisis, es cierto que el sistema dispondrá de mayores colchones para hacerles frente, pero dependerá de la magnitud de los riesgos que se asuman de cara al futuro. Y finalmente, la reforma provocará un encarecimiento de los productos finales del sector bancario, ya que acarreará un aumento de coste de su financiación, en especial del capital. El capital para el sector será más caro, tanto por si se percibe que no asume menores riesgos (y debe tener más capital frente a deuda) como por el hecho de que simultáneamente se están discutiendo medidas que tienden a reducir el grado de apoyo implícito del sector.

### Abstract

*The introduction process for Basel III, which is still pending incorporation into national legislation, is extremely delicate. It has been based on the reformation of Basel II which leaves the weighting of assets by risk intact and focuses on increasing capital ratios. Although well-intentioned, it is not clear whether this reform will decrease the likelihood of future banking crises, since the risk taken on by entities might increase. As for the cost of these crises, it is true that the system will be more cushioned, but that will depend on the magnitude of the risks taken on in the future. And finally, the reforms will push up the cost of end products in the banking sector, since they will entail an increase in finance costs, especially for capital. Capital will be more expensive, therefore, for the sector, if it is perceived that it is not taking on lower risks (and must have more capital to cover debt) and also due to the fact that simultaneously measures are being discussed that tend to reduce the level of implicit support available in the sector.*

El alcance y la profundidad de la crisis económica y financiera internacional han provocado un replanteamiento generalizado de las regulaciones bancarias en prácticamente todos los países que han sufrido las turbulencias financieras. Las iniciativas son diversas, pero tal vez la de mayor repercusión internacional es la que se conoce como *Basilea III*, los estándares de requerimientos de capital y liquidez que ha promovido el Comité de Basilea para ser potencialmente adoptados en muchos países desarrollados.

En esta nota se presentan algunas reflexiones sobre los estándares de capital propuestos, cuyo diseño se encuentra a principios de 2011 prácticamente finalizado.

### 1. ¿Qué plantea *Basilea III* y cuál es el fundamento analítico de las propuestas?

De manera sintética, el nuevo estándar de capital tiene dos facetas básicas.

En primer lugar, se incrementan los ratios mínimos de capital. El aumento se introduce gradualmente entre los años 2013 y 2019, con un incremento total del ratio de aproximadamente cinco puntos porcentuales. Por ejemplo, para el ratio de capital de mayor calidad, el denominado *core capital*, se pasa del 2% al 7%, si no tenemos en cuenta los posibles requisitos adicionales de carácter contra-cíclico que están aún por definir. Para el *tier total* el aumento es del 8 al 10,5%.

\* Economista Jefe de "la Caixa" y profesor de IESE Business School.

En segundo lugar, se endurecen las condiciones para que determinados instrumentos financieros formen parte de la definición de capital. Por un lado, los instrumentos financieros que constituyen híbridos entre deuda y capital se excluyen del cómputo del *tier total*. Por otro, se incrementan las deducciones del *core capital* en razón de la naturaleza de algunas de las inversiones que figuran en el activo de las entidades financieras.

El objetivo explícito del Comité de Basilea es incrementar la cantidad y la calidad de los recursos propios del sistema financiero. La justificación conceptual de estas medidas es que, al disponer de mayores ratios de capital, el sistema financiero será capaz de encajar mejor posibles pérdidas en caso de dificultades, reduciéndose así las probabilidades de quiebra y por tanto el riesgo, individual y sistémico, asumido por la banca.

Para algunos analistas el marco analítico en el que se fundamenta *Basilea III* va incluso más allá<sup>1</sup>. No sólo se reduce la probabilidad de quiebra, sino que, además, las nuevas exigencias de capital no representarán un mayor coste de financiación para las entidades. Se argumenta que el incremento del ratio de capital de las entidades las convierte en inversiones de menor riesgo, lo que debería permitir acceder a inversores dispuestos a aceptar una menor retribución. Se reduciría así el coste de capital, lo que compensaría el aumento de las exigencias. Esta es una afirmación fundamentada en el clásico teorema de Modigliani Miller según el cual, bajo determinadas condiciones, el valor de una empresa es independiente del peso relativo que en su estructura financiera tengan capital y deuda.

## 2. Las debilidades del argumento teórico

El fundamento analítico de *Basilea III* que he descrito sucintamente goza de amplio predicamento en el mundo de los reguladores y muchos sectores académicos. Sin embargo, genera desconcierto y sorpresa entre los profesionales de las entidades financieras.

Muchos académicos y reguladores piensan que la reacción del sector obedece a la lógica defensa de intereses particulares. Probablemente, algo hay de cierto en ello, como mínimo en términos de intenciones. Pero creo que las discrepancias tienen raíces más profundas. Reflejan que gran parte del mundo académico (del que se alimenta a menudo el marco regulador) y el sector no comparten una misma visión de los principios económicos básicos del sector bancario y de los efectos de la regulación en el mismo. Dicho de otro modo, no creen ni trabajan con el mismo «modelo» del sector.

Probablemente, la principal discrepancia entre la visión académica y la del sector radica en las consecuencias de los mayores requisitos de capital en términos del riesgo asumido por las entidades y el conjunto del sistema. Desde la perspectiva del sector, la exigencia de un

---

<sup>1</sup> Véase Miles (2010) y Admati *et al.* (2010).



menor apalancamiento reduce la rentabilidad sobre recursos propios y supone un incentivo para que algunas entidades inviertan sus recursos en activos de mayor riesgo y rentabilidad. Naturalmente, desde el punto de vista regulatorio esta reacción de las entidades no es factible ya que las exigencias de capital en sí mismas dependerán del nivel de riesgo asumido.

Sin embargo, esta perspectiva regulatoria supone, y este es un punto clave, que la toma de riesgo de las entidades es adecuadamente monitorizada por el regulador. Asume, dicho de otro modo, que el regulador es capaz de establecer con razonable precisión los niveles de riesgo de todos los tipos de activos, y de diseñar un marco analítico que permite asignar el nivel de capital adecuado para cada riesgo. Asimismo, supone que el regulador puede detectar correctamente cuando las entidades incurren en determinados riesgos que comportan mayores exigencias de capital. Estos supuestos han sido claramente invalidados en el marco de la clasificación de activos ponderados por riesgo de *Basilea II*, regulación que ha sido repetidamente sujeta a arbitraje por parte de muchas entidades financieras<sup>2</sup>. La existencia de información asimétrica y la innovación financiera permitieron a las entidades incrementar muchos casos el binomio rentabilidad-riesgo sin los consumos de capital regulatorio asociados.

En definitiva, en el sector se piensa que las exigencias de mayor capitalización pueden, en la práctica, ocasionar la asunción de mayores riesgos, con el desarrollo de activos financieros nuevos o erróneamente categorizados por las regulaciones, y en último término, con el traslado fuera del sector regulado de las actividades de riesgo que pueden poner en cuestión la estabilidad del conjunto del sistema<sup>3</sup>.

Estas diferencias en los supuestos sobre el comportamiento de las entidades y las capacidades del regulador tienen lógicamente implicaciones profundas sobre el coste del nuevo capital exigido a la banca. Si fuera cierto que el nivel de riesgo de las entidades y del sector en su conjunto no se reduce con la nueva regulación, sino todo lo contrario, dejaría de tener sentido suponer que el capital adicional que se pide a la banca se obtendrá a un menor coste. Dado que el riesgo percibido por los inversores en relación a su inversión en capital bancario puede en la práctica incrementar, es razonable que también lo haga el retorno que exigen a sus inversiones. Y, naturalmente, este fenómeno es mucho más acusado en el corto plazo, cuando los mercados aún desconfían de la solvencia de muchas entidades.

Algunos de los proponentes de la necesidad de mayores requerimientos de capital<sup>4</sup> argumentan, por otro lado, que si, en último término, el coste aumentase (en contra de su predicción teórica basada en Modigliani Miller), ello tampoco sería muy preocupante porque el incremento de coste debiera interpretarse como una tasa impositiva sobre los bancos, al objeto de corregir la distorsión creada por el favorable trato impositivo de la deuda bancaria.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Kashyap *et al.* (2010).

<sup>3</sup> La posibilidad de desarrollo del sistema no regulado la exploran por ejemplo, Kashyap *et al.* (2010) y lógicamente también es parte de las preocupaciones del regulador.

<sup>4</sup> Admati *et al.* (2010).

El argumento es, cuando menos, sorprendente en boca de economistas. Sin duda, el elevado apalancamiento de las entidades se debe, en parte, al favorable trato fiscal de la deuda bancaria, así como al seguro público, explícito e implícito, de muchos pasivos bancarios. Si esto es así, parece lógico pensar que la mejor solución para reducir el apalancamiento debiera centrarse en la mitigación de estas subvenciones fiscales.

*A priori* no hay razón alguna por la que la introducción de una distorsión adicional –en este caso la exigencia de una ratio mínima de capital–, suponga una eliminación de los efectos perversos de la distorsión provocada por los subsidios del pasivo bancario. No es necesariamente cierto, por tanto, que el mayor coste de financiación que puedan tener los bancos si se encarece su acceso al capital, sea sólo un coste privado y no un coste social, como afirman por ejemplo Admati *et al.* (2010). Esta afirmación sería válida si la mayor capitalización internalizara por completo la distorsión creada por el subsidio a la deuda y no creara distorsiones adicionales. Es decir, si el mayor coste para los bancos compensara exactamente el menor coste para el contribuyente debido a la reducción de las crisis financieras que exigen rescate de entidades en apuros. Si, como ya argumenté anteriormente, de hecho el riesgo puede aumentar, difícilmente el coste social de la regulación será nulo.

Una forma más fácil y que probablemente se acerca más a la óptima para que el regulador disminuya el riesgo del sistema financiero es actuando directamente sobre las distorsiones que propician el excesivo apalancamiento.

El subsidio a la financiación vía deuda y el riesgo moral originado por el seguro implícito de los pasivos bancarios no sólo conllevan un apalancamiento excesivo de la banca. Además, provocan que los tenedores de deuda no sean muy activos en su papel de disciplinar a los gestores bancarios.

Por tanto, la mitigación de la distorsión, actuando directamente sobre su origen, no sólo comportaría efectos beneficiosos eliminando la prima que favorece la financiación vía deuda, sino que además también conllevaría una menor asunción de riesgo por parte de los bancos, ya que así se lo exigirían los tenedores de deuda.

### 3. ¿Qué nos dice la evidencia empírica?

A la luz de los argumentos teóricos que subyacen en las propuestas de *Basilea III*, el coste de financiación de las entidades financieras debiera estar correlacionado positivamente con el riesgo asumido por las mismas, y negativamente con el grado de capitalización, de tal modo que a mayores ratios de capital corresponderían menores costes, tanto de capital como de deuda.



En lo que respecta al coste de capital, que centra nuestro interés, es preciso resaltar que se trata de una variable que no es directamente observable en los mercados. Se puede definir como la retribución esperada por los inversores que aportan recursos propios a las entidades. Es decir, financiación en forma de acciones ordinarias, que permiten absorber sin ningún tipo de ambigüedad resultados negativos.

En la literatura económico-financiera y en la praxis bancaria, el coste de capital se puede medir de tres maneras (véase King, 2009). En primer lugar, con carácter retrospectivo, utilizando la rentabilidad histórica del sector o la entidad en cuestión. Es decir, a partir de la rentabilidad sobre los recursos propios históricos (con algunas correcciones técnicas sobre el uso de la contabilidad). En segundo lugar, y ya con carácter prospectivo, a partir del uso del inverso del ratio PER, calculado a partir de los beneficios que esperan los analistas. Y, finalmente, estimando con datos históricos de mercado (no contables, y por tanto en cierta medida prospectivos), un modelo (CAPM) de valoración del negocio bancario que tiene en cuenta la evolución y la volatilidad de las acciones bancarias en relación al índice bursátil.

Como muestra King, esta tercera metodología, aunque con carencias, es la más robusta y la que usa la Reserva Federal de los Estados Unidos al calcular el coste del capital bancario en dicho país. Los cálculos que con dicha metodología efectúa King para los principales países desarrollados muestran que, en la práctica, el coste de capital de las entidades depende, primero, del riesgo percibido por los mercados y no del riesgo real; y, segundo, y en gran medida, de la percepción que los mercados tengan del grado en que las entidades pueden disponer de apoyo público en caso de riesgo de quiebra.

Kashyap *et al.* (2010) llegan a conclusiones parecidas a partir del análisis histórico de los ratios de capital y los niveles de riesgo asumidos por el sector. La reducción del grado de capitalización y el consecuente apalancamiento de la banca entre 1840 y 1940 se asocia al desarrollo de sistemas de seguro público explícito o implícito (sistemas de reservas fraccionadas, con prestamista de última instancia y seguros de depósitos) que han permitido a los bancos apalancarse en mayor medida y prescindir de costosos recursos propios. Entre 1990 y 2009 el ratio de apalancamiento aumenta ligeramente. Ello coincide con la retirada de algunos de estos subsidios implícitos de la deuda (y, se podría argumentar, con la toma de mayor riesgo que ha acabado originando la crisis financiera).

Kashyap *et al.* encuentran que sí existe correlación negativa entre el grado de capitalización y el riesgo idiosincrático de las entidades usando un sencillo modelo econométrico. Sin embargo, los autores reconocen que esta correlación no prueba causalidad. Bien pudiera ser que los bancos con diferentes perfiles de riesgo escogen estructuras de capital diferentes. Ésta es la cuestión clave que un modelo de forma reducida como el que utilizan los autores no les permite dilucidar.

Para el coste de la deuda la relación inversa entre el coste de la financiación y los ratios de capital tampoco parece cumplirse de manera nítida. Por ejemplo, recientemente el Banco de Inglaterra (2009) examinaba la cuestión con un sencillo ejercicio en el que comparaba, para los bancos británicos, la ratio de capital de las entidades con la prima de riesgo exigida por los inversores en deuda, medida por los seguros de crédito correspondientes. El propio banco central inglés reconocía que la ausencia de correlación simple probablemente obedecía a la existencia de un seguro implícito otorgado por el Estado. Junto a esta razón seguramente deberíamos añadir que, además del ratio de capital y el seguro público, son diversos los factores que inciden en la percepción de riesgo por parte de los inversores. Por ejemplo, la situación de liquidez, la naturaleza de los activos, etc. Por lo que en cualquier caso, el efecto del ratio de capital debería computarse controlando por estos otros factores, aunque a la luz de la baja correlación simple es difícil que este efecto sea empíricamente relevante.

En definitiva, la evidencia empírica no parece apoyar la idea de que unos mayores ratios de capital de las entidades vayan necesariamente asociados con un menor nivel de riesgo asumido por los bancos, tanto a nivel de entidad como de sistema. Tampoco existe evidencia clara que dicho aumento en los ratios de capital redunde en un menor coste de capital para las entidades financieras<sup>5</sup>.

## 4. Conclusiones

Esta nota examina críticamente los fundamentos analíticos de los nuevos requisitos de capital propuestos por el Comité de Basilea (*Basilea III*).

La nueva regulación se fundamenta en la idea de que la imposición de unas mayores exigencias de capital a las entidades financieras conllevará una menor toma de riesgo a nivel individual, con efectos también de reducción del riesgo a nivel sistémico. Además, según los defensores de la nueva regulación, ésta no debiera incidir negativamente en el coste de la financiación de los bancos, puesto que el mayor peso relativo de la financiación cara (capital frente a deuda) se compensaría con un menor coste del capital, al disminuir el perfil de riesgo de las entidades.

Esta nota cuestiona tanto los fundamentos teóricos de la regulación como su relevancia práctica.

A nivel teórico, el argumento a favor de la nueva regulación depende crucialmente de la capacidad del regulador de impedir que las entidades bancarias asuman nuevos riesgos para tratar de evitar la caída de su rentabilidad sobre recursos propios. La experiencia de Basilea II

<sup>5</sup> Dermine (2010) indica que en el mercado de titulización, en el que las fricciones son muy reducidas y el teorema de Modigliani Miller debiera ser más aplicable, la evidencia muestra que los vehículos con mayor riesgo no disponen de una mayor ratio de capital por el elevado coste de acceder al mismo.



muestra que al regulador le es prácticamente imposible determinar el nivel de riesgo de todos los activos que pueden estar en el balance de los bancos, y que éstos tendrán en *Basilea III*, como en el anterior régimen, incentivos a generar este tipo de inversiones.

Si los mercados piensan, a diferencia del regulador, que efectivamente los bancos tomarán mayores riesgos para compensar la disminución del apalancamiento permitido por el regulador, tampoco se cumplirá la segunda premisa teórica de *Basilea III* (la ausencia de efectos en el coste de financiación), y lo más probable es que el coste de capital de las entidades aumente (incluso suponiendo que la oferta de capital sea muy elástica, lo cual no parece probable al menos a corto plazo).

El examen de la evolución del coste de capital a lo largo de los últimos años, a partir de las estimaciones disponibles, muestra de hecho que su comportamiento obedece no tanto al riesgo verdaderamente asumido por las entidades sino al percibido (erróneamente o no) por los inversores. La evidencia también muestra que otros factores inciden en el coste de capital, y en particular, lógicamente, las expectativas de los inversores sobre el grado de apoyo público a entidades en caso de riesgo de quiebra.

En conclusión, el proceso de introducción de *Basilea III*, pendiente de incorporación a las legislaciones nacionales en el momento de escribir esta nota, es extremadamente delicado. Se ha basado en una reforma de *Basilea II* que deja intacta la ponderación de los activos en función del riesgo y se centra en el incremento de los ratios de capital. Aunque bien intencionada, no está claro que la reforma consiga disminuir la probabilidad de crisis bancarias, puesto que el riesgo asumido por las entidades puede incrementar. En cuanto al coste de dichas crisis, es cierto que el sistema dispondrá de mayores colchones para hacerles frente, pero dependerá de la magnitud de los riesgos que se asuman de cara al futuro. Y finalmente, la reforma provocará un encarecimiento de los productos finales del sector bancario, ya que acarreará un aumento de coste de su financiación, en especial del capital. El capital para el sector será más caro, tanto por si se percibe que no asume menores riesgos (y debe tener más capital frente a deuda) como por el hecho de que simultáneamente se están discutiendo medidas que tienden a reducir el grado de apoyo implícito del sector.



## Referencias bibliográficas

- Adnati, A. R. *et al.* (2010): *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*. Copia mimeografiada.
- Banco de Inglaterra (2009): *Financial Stability Report* (junio).
- Dermine, J. (2010): «Take regulation of bank capital one step at a time»; en *Financial Times* (6 de diciembre).
- Kashyap, A. K.; Stein, J. C. y Hanson, S. (2010): *An Analysis of the Impact of Substantially Hightened Capital Requirements on Large Financial Institutions*. Copia mimeografiada.
- King, M. R. (2009): «The Cost of Equity for Global Banks: a CAPM Perspective from 1990 to 2009»; en *BIS Quarterly Review*.
- Miles, D. (2010): «Banks fail to convince crying foul over Basel reforms»; en *Financial Times* (24 de noviembre).



## BASILEA III. NOVEDADES REGULATORIAS

Ramón López Galindo \*

### Resumen

El paquete regulatorio de *Basilea III* vendrá a reforzar la solvencia de un sistema bancario que, en su rol de sector mitigador de los efectos de las crisis producidas en el sector real de las economías, reducirá la hemorragia económica derivada de una mayor recesión, desempleo o volatilidad en los mercados. De este modo, vendrá a reducir el impacto de futuras crisis reales ya que se ha estimado que con la introducción del conjunto de mejoras del futuro *Acuerdo de Basilea III*, se reducirán a la mitad las probabilidades de que se den crisis financieras, viéndose de este modo reducido el coste asociado a las mismas. Asimismo, mejorará la eficiencia en la distribución de recursos, ya que las entidades habrán de tener en cuenta los costes en términos de capital y de liquidez asociados a sus carteras; a la vez que se evitará la excesiva dependencia de las economías frente a sectores procíclicos. No obstante, de forma temporal, debemos asumir que existirán costes, y que habrán de ser gestionados durante un período de transición entre el sistema regulatorio actual y el futuro. En este período de transición, las entidades deberán fortalecer su solvencia a través de unas mayores reservas así como su liquidez de una forma ordenada.

### Abstract

*The Basel III regulatory package will reinforce the solvency of a banking system which, through its role mitigating the effects of the crises that have struck the sector of real economies, should reduce the economic hemorrhaging derived from a greater recession, unemployment or volatility in the markets. Hence, it will reduce the impact of future real crises since it has been estimated that with the introduction of the improvements encompassed by the future Basel Accord III, the likelihood of financial crises will be reduced by half, thereby reducing the cost associated with them. Furthermore, it will improve efficiency in the distribution of resources, since Banking Entities will have to take account of costs in terms of capital and liquidity associated with their portfolios, whilst at the same time it will avoid the overdependence of economies in contrast with pro-cyclical sectors. However, temporarily, we must accept that there will be costs, which must be managed during a period of transition between the current and future regulatory systems. During this period of transition, banking entities must strengthen their solvency through greater reserves and liquidity in an orderly manner.*

## 1. Introducción

### 1.1. Contexto internacional previo a la articulación de las propuestas del futuro *Acuerdo de Basilea III*

La banca internacional llegó al inicio de la crisis en una situación que distaba mucho de ser la óptima, con un excesivo apalancamiento y una inadecuada gobernanza interna, reflejada en una incorrecta gestión del riesgo: iliquidez de algunas Entidades derivada de la minusvaloración generalizada de este riesgo, desconocimiento del riesgo asociado a la compra de determinados instrumentos financieros, cierta falta de *due diligence* al reconocer a los dictámenes de las ECAI una excesiva importancia, anteposición de los objetivos de crecimiento y rentabilidad frente a una prudencial gestión del riesgo (derivado, a su vez, de un mal diseño de la política de retribución interna de los gestores y administradores de la Entidad).

\* Departamento de *Risk Management & Regulation* en Deloitte, e inspector de Entidades de Crédito del Banco de España en excedencia. El autor agradece la ayuda prestada por Rafael Campo y Eduardo Sáez. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor. El autor agradece la ayuda prestada por Rafael Campo y Eduardo Sáez. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor.

De este modo, y con anterioridad al estallido de la presente crisis, los sistemas financieros de un gran número de economías vieron:

- a) Cómo aumentaba sustancialmente el apalancamiento;
- b) y cómo se deterioraba lentamente la solvencia.

De las entidades que operaban en el mercado. Este apalancamiento tuvo su origen no sólo en el balance de las entidades; también se puso de manifiesto en una sustancial exposición a instrumentos financieros con presencia en cuentas de orden («banca en la sombra»).

Cuando finalmente estalla la crisis financiera («crisis *subprime*») a mediados de 2007, las entidades no están preparadas para asumir las pérdidas asociadas a sus carteras crediticias y de negociación (sobre todo, las correspondientes a esa *banca en la sombra*); dada la interconexión de los negocios de las entidades, esta crisis se propaga rápidamente por todos los sistemas financieros, con una doble consecuencia:

- a) Dado el carácter sistémico de algunas entidades, es necesario articular el mayor plan de ayudas públicas conocido desde el fin de la Segunda Guerra Mundial.
- b) Una crisis sistémica de liquidez que acaba trasladando un *shock* estrictamente financiero al sector real de la economía.

## 1.2. Contexto nacional previo a la articulación de las propuestas del futuro Acuerdo de Basilea III

La crisis ha seguido en España un guión compuesto por tres etapas:

- Como consecuencia del estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* (y la consiguiente caída de Lehman Brothers), se instaló en el sistema financiero una crisis de confianza, que acabó desembocando en una crisis sistémica de liquidez que cerró el grifo del crédito, no ya sólo al sector financiero, sino también al sector real de la economía. De este modo, se acabó pinchando la mayor burbuja especulativa conocida en la historia moderna de la economía española; esto es, la burbuja inmobiliaria.
- De este modo comienza un rápido deterioro económico, que se traduce no sólo en una recesión que (al menos en el año 2009) puede considerarse razonable (fue menor que el promedio de la Eurozona), sino, sobre todo, en un significativo incremento de la tasa de desempleo (la tasa llega a duplicar la media de la Eurozona, siendo España el segundo país con mayor tasa de paro de la Zona Euro). Para compensar la caída en el componente privado de la demanda, se inicia una fase de expansión del gasto público, que incrementa el déficit público hasta situarlo por encima del 10% del PIB nacional, cifra muy alejada del 3% establecido como límite en el Pacto de Estabilidad.



- Llegamos así a la tercera fase, en la que actualmente nos encontramos, de consolidación fiscal, destinada a mitigar el gasto público, el déficit público y, por ende, la deuda pública.

A pesar de las múltiples críticas de las que ha sido objeto, debe convenirse que la banca española ha llegado a esta crisis financiera en una mejor situación que los sistemas financieros de terceros países. Este mejor comportamiento, puesto de manifiesto en los resultados arrojados por los ejercicios de estrés realizados por el ECOFIN y publicados el pasado mes de junio, puede explicarse en base a las siguientes razones:

- En primer lugar, el modelo de negocio español es más sólido y prudente en materia de gestión de riesgos que el de terceros países (sobre todo, el modelo anglosajón). De este modo, y frente al modelo sajón de «originar para distribuir» (en el que lo importante es incrementar el volumen del crédito, para empaquetarlo, estructurarlo y venderlo en forma de títulos, generando dos problemas: gestión laxa del riesgo de crédito -el Banco de España ha llegado a afirmar que la banca internacional ha mirado para otro lado los últimos años-, y la percepción de que el sistema era capaz de generar liquidez de forma ilimitada y barata), España ha continuado con su modelo de negocio tradicional (intermediación crediticia en los términos del artículo primero del Real Decreto 1298/1986) y minorista (muy cercano a la clientela), evitando de esta forma el fenómeno de «banca en la sombra» que tantas pérdidas latentes ha causado a las Entidades.
- En segundo lugar, la regulación bancaria se ha mostrado mucho más eficaz en España que en los países de nuestro entorno. Basten como ejemplos: la exigencia en la dotación de una provisión anticíclica que ha permitido a las entidades mantener unos altos niveles de cobertura, determinantes en la actual crisis financiera; el mantenimiento dentro del perímetro de supervisión de instrumentos financieros gestionados como «banca en la sombra» por terceras economías; o un modelo de contabilidad basado en la exigencia de una permanente supervisión.

¿Quiere todo esto decir que el sistema financiero español no ha presentado debilidad alguna en esta última crisis? No; antes por el contrario, es menester entrar en el análisis de tres debilidades (y las consecuentes soluciones planteadas por las administraciones públicas):

- Resulta evidente que la estructura de financiación de las entidades de crédito españolas distaba mucho de ser óptima. Buena parte del crecimiento operado en el sistema financiero español ha sido financiado a través de los recursos captados en mercados mayoristas, lo cual ha acabado diluyendo el peso específico de la financiación minorista sobre los balances de las entidades de crédito españolas. Ésta ha sido la razón por la cual una crisis estrictamente financiera (la crisis de confianza arriba descrita) ha acabado contagiando al sector real: ante los próximos vencimientos de deuda, y ante las dudas sobre la posible renovación de la misma, las entidades de

crédito han preferido reservar sus recursos antes que tener que ponerlos en funcionamiento vía nuevas inversiones. Es en este punto cuando el presidente del Banco de Pagos Internacionales ha afirmado que el sistema financiero ha agravado la crisis real padecida por los Estados.

En España se logró salvar en primer término este escollo articulando un sistema de avales públicos que fortaleciera la solvencia de los títulos emitidos por entidades de crédito españolas. Sin embargo, el crédito no ha llegado a fluir con la normalidad previa de la crisis. Y, de cara a futuro, se pretende resolver esta deficiencia pasando de una gestión cualitativa de este riesgo a una gestión cuantitativa (basada en sendos ratios, a corto y medio-largo plazo).

- Las entidades de crédito han tenido que incorporar en sus balances bienes inmuebles consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria. El *rol* económico fundamental de las entidades de crédito españolas debe asentarse en la labor de intermediación reconocida en el artículo primero del Real Decreto 1298/1986, de ahí que Banco de España haya articulado en la reforma del Anejo IX de su Circular 04/2004 un sistema de provisiones sobre inmuebles mantenidos en cartera muy exigente, y haya propuesto en el borrador de modificación de la *circular de solvencia* ponderar las daciones en pago como si de créditos dudosos se tratara, motivando así a la banca a deshacerse de sus excedentes en inmobiliarios.
- El sistema financiero español ha llegado a un estadio de sobrecapacidad que está lastrando su eficiencia y rentabilidad y, por ende, y de cara al largo plazo, su solvencia. De ahí que se haga necesaria una reestructuración del sector, centrada sobre todo en el subsector de las cajas de ahorros, puesta de manifiesto en los actuales procesos de fusión fría.

Morosidad, variación adversa de los márgenes de intereses, y unas mayores provisiones se acabarán traduciendo en un elemento de presión adicional sobre los resultados (y, por ende, sobre la solvencia) de las entidades de crédito españolas, siendo de este modo crucial que las mismas gestionen estos aspectos de una forma eficaz.

Al margen de estos problemas, existen una serie de razones para mantener el optimismo dentro del sistema financiero español:

- a) Por un lado, el comportamiento de la morosidad, que aún habiendo sido lesiva tanto para los resultados como para la solvencia de las entidades, ha sido menos agresiva que en crisis anteriores. Esta realidad se ha puesto sobre todo de manifiesto en términos de tasas de incumplimiento (número de operaciones incumplidas sobre número de operaciones vivas en cartera). Este razonamiento presenta, sin



embargo, una debilidad: con esta crisis se han producido los concursos voluntarios más cuantiosos de la historia de la economía española (Martinsa, Hábitat...). Puede que el número de operaciones en dificultad hayan sido menores, pero su impacto sobre las entidades ha sido mucho mayor.

- b. Por otro lado, el importante volumen de cartera crediticia cubierta a través de algún tipo de garantía sobre vivienda, y las LTV (*loan to value*) medias asociadas a la misma.
- c. La naturaleza esencialmente minorista del negocio español.

Los Estados son conscientes de las debilidades que, estando presentes en la actual regulación financiera, han contribuido decisivamente a llegar a este escenario, y se encuentran prestos a sentar las bases de una nueva regulación que permita al sector financiero cumplir con su papel de mitigador de futuras crisis. La razón última de no sólo no mantener, sino intensificar la regulación sobre el sistema financiero son los costes asociados a sus pérdidas: nos encontramos ante unas entidades cuyas pérdidas son asumidas no sólo por sus accionistas y administradores, sino por el conjunto de la sociedad (las entidades llegadas a un punto de no viabilidad serán intervenidas con un dinero público aportado por el conjunto de los agentes de la economía). Desde este punto de vista, todo el paquete normativo de BIS II, ampliado y mejorado con las propuestas del futuro *Acuerdo de Basilea III*, debería permitir alinear los incentivos de accionistas y administradores con los intereses de los contribuyentes.

## 2. Solvencia de las entidades

219

### 2.1. Introducción

El acuerdo de capitales conocido como *Basilea II*, articulado por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (perteneciente al Banco Internacional de Pagos) supuso un importante cambio en la normativa internacional de solvencia, incorporado en nuestra jurisdicción a través de la circular 03/2008 de Banco de España. Las debilidades del mencionado acuerdo identificadas durante la crisis económica, pusieron de manifiesto la necesidad de modificar algunos aspectos concretos. Para llegar a esta conclusión, sólo hay que sumar:

- El volumen de ayudas públicas que las administraciones públicas de la mayoría de los países han tenido que aprobar para salvar del *default* a unas entidades consideradas solventes antes del estallido de la crisis financiera en base al *Acuerdo de Basilea II*.
- El coste público total que sobre el sector real de la economía ha tenido la normalización del sector financiero.

Este es uno de los principales objetivos del Banco de Pagos Internacionales, apostar por la mejora en la solvencia de las entidades de crédito, para lo cual identifica dos líneas paralelas de trabajo y, al tiempo, complementarias:

- a) Mejora de la captura del riesgo asociado a determinadas carteras (sobre todo, instrumentos financieros complejos como retitulizaciones). Atendiendo a la naturaleza del negocio de la banca española, de intermediación y minorista, este cambio regulatorio tendrá un impacto menor sobre las entidades. En este sentido, es conveniente observar que el Parlamento Europeo ha aprobado en primera lectura una propuesta de Directiva que perseguirá, por un lado, entrar a regular la remuneración a la alta dirección (de cara a mitigar el riesgo moral observado en determinadas entidades) y, por otro, mejorar el cómputo de capital asociado a carteras de *trading* y retitulizaciones<sup>1</sup>.
- b) Mejora de la calidad, consistencia y transparencia del patrimonio de las entidades. Desarrollaremos este objetivo a continuación.

## 2.2. Mejora en la calidad y en la consistencia patrimonial de las entidades

Antes del estallido de la crisis, las entidades fijaron su patrimonio en un escenario de falta de transparencia y consistencia (las distintas jurisdicciones han llegado a aplicar distintos regímenes regulatorios), un patrimonio basado en altos niveles de *Tier 1* sustentados sobre frágiles niveles de *common equity capital*, lo cual se tradujo:

1. En primer término, y como consecuencia de las pérdidas sufridas en la crisis por las Entidades, en un deterioro de su *common equity capital* (vía menores reservas).
2. Ante semejante deterioro patrimonial, tuvo que articularse un plan de ayudas públicas a la banca.
3. Los inversores dejaron de tener confianza en el ratio *Tier*.

Para evitar esta situación, se siguieron dos líneas de trabajo:

### 2.2.1. Redefinición del capital

El Banco de Pagos Internacionales ha abierto un ambicioso plan de redefinición del capital de las entidades, destinado (sobre todo) a fortalecer el ratio *core capital* de las entidades. De este modo:

<sup>1</sup> Véase la posición del Parlamento Europeo aprobada en primera lectura el 07 de julio de 2010 con vistas a la adopción de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas.



- Se ha reabierto el debate de qué instrumentos podrán ser incorporados al cálculo de cada ratio de solvencia. Este primer foco de discusión afectará más al ratio Tier\_1 ya que el mercado descuenta que, en base a la definición de instrumentos financieros computables como Tier\_1 incorporada en el documento consultivo publicado el pasado mes de diciembre por BIS, las participaciones preferentes no computarán ni en la parte que parcialmente venían haciéndolo en el Tier\_1.
- BIS ha propuesto modificar el actual régimen de deducciones. De este modo, se pasa de un sistema como el actual, susceptible de aplicación al Tier\_1 o a un 50% a Tier\_1 y Tier\_2, a otro basado en la penalización del *common equity capital component* del Tier\_1.

Esta ambiciosa reforma normativa tendrá un significativo impacto sobre la solvencia de las entidades, razón por la cual, el Banco de Pagos Internacionales ha diseñado un calendario de implantación:

- En cuanto a los instrumentos que venían computando como Tier\_1 y Tier\_2, y vayan a dejar de hacerlo (véase, participaciones preferentes), su exclusión se acometerá a un ritmo de un 10% anual desde enero de 2013, hasta alcanzar el 100% el futuro enero de 2022.
- En cuanto a los instrumentos que venían computando como core capital, y vayan a dejar de hacerlo (por ejemplo, determinado tipo de acciones), BIS ha previsto dos posibilidades:
  - **Regla general.** Dejarán de incorporarse al cálculo del *core capital* al 100% desde enero de 2013.
  - **Excepción.** Si dichos instrumentos financieros tienen la consideración de «instrumentos de capital» según legislación contable nacional, habiendo sido emitidos por una sociedad anónima y siendo plenamente utilizables a efectos de cálculo de Tier\_1, BIS propone utilizar el mismo calendario que para Tier\_1 y Tier\_2.

Fecha	Porcentaje de aplicación
01/01/2014	20
01/01/2015	40
01/01/2016	60
01/01/2017	80
01/01/2018	Íntegra aplicación

- c. Por último, y en cuanto a las deducciones susceptibles de aplicación, BIS ha propuesto el siguiente calendario:

Abriéndose así, dos escenarios posibles:

- Deducciones que venían aplicándose ya conforme al *Acuerdo de Basilea II*. La parte no incluida en el calendario anterior, será deducida en base a Circular 03/2008 de Banco de España (previsiblemente, 50% Tier\_1 y 50% Tier\_2). Así, por ejemplo, una deducción que viniera aplicándose a un 50% Tier\_1 y 50% Tier\_2, a partir de enero de 2014 será aplicada en un 20% a core capital, en un 40% a non common equity component de Tier\_1 y en un 40% a Tier\_2.
- Deducciones nuevas según BIS III. Se aplicarán progresivamente en base a dicho calendario.

### 2.2.2. Modificación del régimen de límites regulatorios

A continuación se muestra el futuro marco de límites regulatorios:

Ratio	BIS II	BIS III
<i>Common equity capital</i>	2%	4,5%
Tier 1	4%	6%
Tier 2	Tier 2 ≤ Tier 1	Diferencia entre ratio BIS y Tier 1. Se elimina la prohibición de que Tier 2 supere Tier 1
BIS	8%	8%

222

Atendiendo al impacto que sobre la solvencia de las entidades tendría esta novedad regulatoria, BIS III ha propuesto un calendario de sucesiva aplicación. Tal y como indicaba recientemente Cecchetti, se han propuesto estos calendarios ante el temor de que los mercados no pudieran asumir en el corto plazo todas las emisiones que requeriría lanzar el sector bancario para cubrir las nuevas exigencias regulatorias

- *Common equity capital*:

Fecha	Mínimo regulatorio
01/01/2013-01/01/2014	3,5%
01/01/2014-01/01/2015	4%
01/01/2015-01/01/2016	4,5%



- *Tier\_1 capital:*

Fecha	Mínimo regulatorio
01/01/2013-01/01/2014	4,5%
01/01/2014-01/01/2015	5,5%
01/01/2015-01/01/2016	6%

## 2.3. Mejora en la transparencia patrimonial de las entidades

De cara a mejorar la transparencia patrimonial, y consecuentemente, de cara a fortalecer la disciplina de mercado, BIS anticipa que las Entidades habrán de hacer públicos:

- Una total conciliación entre los datos de solvencia y los datos de contabilidad auditados.
- Un detalle de todos y cada uno de los ajustes practicados.
- Una descripción de todos los límites y mínimos regulatorios, identificando los elementos de capital que impactan positiva y negativamente sobre los mismos.
- Una descripción con las principales características de los instrumentos financieros emitidos.
- Los Bancos que calculen y hagan públicos ratios de solvencia adicionales (ej.: *equity Tier-1*), los extremos del cálculo de los mismos.
- En sus páginas web, las entidades mantendrán actualizados los términos y condiciones contractuales de los instrumentos financieros emitidos que compongan su patrimonio.

## 3. Prociclicidad

### 3.1. Prociclicidad del crédito

#### 3.1.1. Introducción

Tal y como recuerda BIS en su octogésimo *Informe Anual* (Bank for International Settlements, 2010), del funcionamiento del sistema financiero pueden derivarse una serie de externalidades negativas de consecuencias lesivas para el sector real de la economía. De dicho conjunto de externalidades, una ha cobrado especial protagonismo durante la última crisis global, el comportamiento cíclico del crédito:

- a) Durante los ciclos alcistas de la economía, los agentes económicos tienden a incrementar considerablemente sus niveles de deuda. Este mayor apalancamiento suele venir acompañado por unas mayores cargas financieras (mayores tipos de interés a los que retribuir esa mayor deuda). Una vez cambia el ciclo, dichos agentes económicos afrontarán mayores dificultades a la hora de cumplir con las obligaciones asumidas con las entidades de crédito.
- b) Esos mayores niveles de deuda se traducen en mayores pérdidas latentes<sup>2</sup>.

En España, el supervisor articuló ya en los primeros años de la presente década sendas herramientas destinadas a resolver los dos problemas arriba descritos (antiguas provisiones genérica y estadística):

- a) Por un lado, enfriarían el comportamiento del crédito durante las fases alcistas de la economía, encareciendo las nuevas operaciones contratadas.
- b) Por otro lado, permitirían constituir durante los ciclos buenos «colchones» de provisiones suficientes como para afrontar las mayores pérdidas latentes asumidas.

A la postre, Banco de España decidió fusionar ambas provisiones, surgiendo la actual provisión genérica, contemplada en el Anejo IX de la Circular 04/2004 de Banco de España.

Esta herramienta se ha mostrado relativamente eficaz en cuanto al cumplimiento del segundo objetivo propuesto (constitución de un colchón que pudiera ser utilizado a partir del cambio de ciclo económico); hablamos de eficacia relativa pues en la actualidad, y sin haber pasado aún lo peor de la actual crisis financiera, algunas Entidades han visto consumida la totalidad de su provisión genérica.

Y, en cuanto al cumplimiento del primer objetivo (enfriamiento del crédito), un sector de la doctrina ha llegado a hablar de fracaso, atendiendo a las tasas de crecimiento del crédito observados desde el año 2000 (como ya hemos comentado, año de la introducción de las provisiones genérica y estadística). Esta aseveración sería injusta; tal y como ha recordado el Banco de Pagos Internacionales, toda política macroprudencial habrá de desarrollarse buscando un objetivo razonable, no siendo en ningún caso razonable pensar que, con herramientas como la provisión genérica, pueda llegar a evitarse un excesivo crecimiento del crédito o la creación de burbujas especulativas como las que hemos padecido particularmente en nuestra economía.

---

<sup>2</sup> «As witnessed during the financial crisis, losses incurred in the banking sector during a downturn preceded by a period of excess credit growth can be extremely large. These can destabilise the banking sector, which in turn can bring about or exacerbate a downturn in the real economy. This in turn can further destabilise the banking sector. These inter-linkages highlight the particular importance of the banking sector building up its capital defences in periods when credit has grown to excessive levels». BIS (2009): *Strengthening the resilience of the banking sector*.



### 3.1.2. Soluciones planteadas por el Banco de Pagos Internacionales

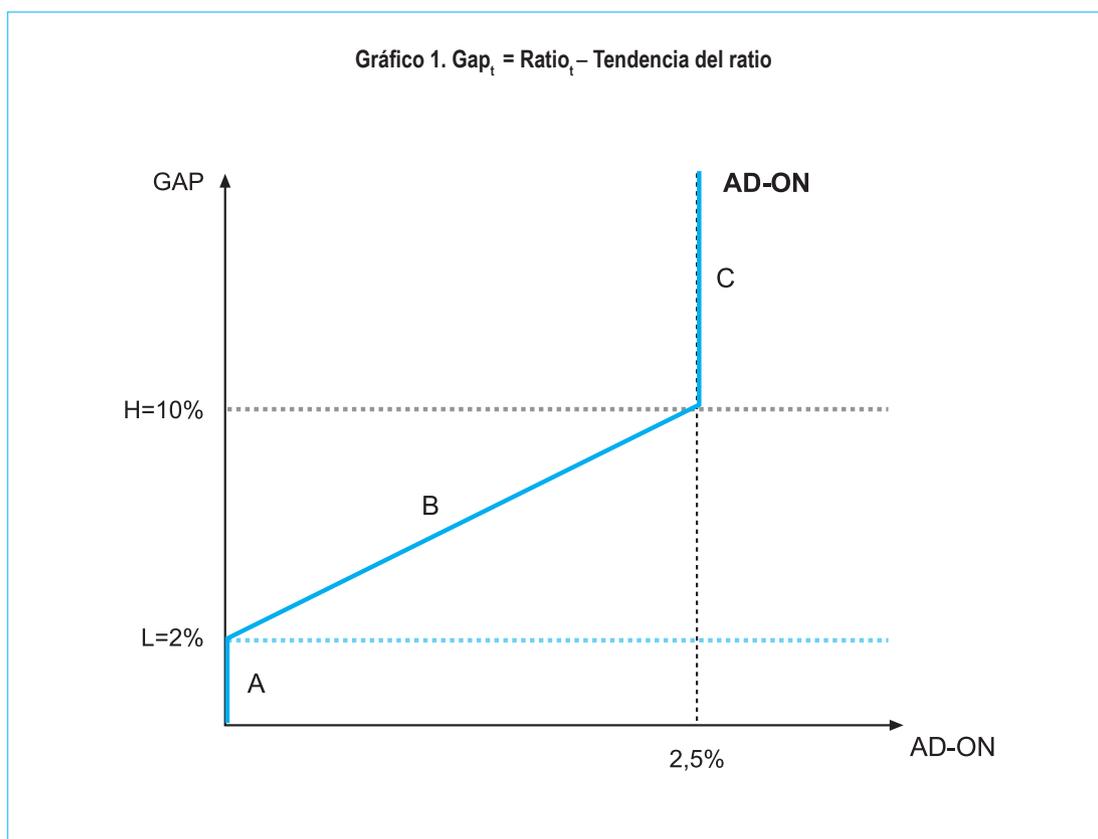
De entre las propuestas del futuro *Acuerdo Basilea III*, destacan, precisamente:

- a) La apuesta por la implantación de un sistema similar al articulado en España. En este sentido, ha venido mostrando su apoyo al IASB en su propuesta de reforma de la actual IAS 39, basada en la sustitución del actual método de valoración basado en pérdidas incurridas por otro basado en la estimación de pérdidas futuras.
- b) Su intención de modificar sus guías de gestión del riesgo, de cara a acercarlas progresivamente a la metodología de pérdidas esperadas (sobre todo su guía de 2006: *Sound Credit Risk Assessment and Valuation for Loans*).
- c) La modificación de parte del régimen regulatorio actual. Así, por ejemplo, el Banco de Pagos Internacionales:
  - Plantea sus dudas en cuanto a la conveniencia de mantener como recurso propio computable de segunda categoría parte del superávit de provisiones sobre pérdida esperada en el caso de entidades con modelos internos (y sólo para carteras con modelos aprobados).
  - Manteniendo como deducción el íntegro déficit de provisiones sobre pérdida esperada en el caso de entidades con modelos internos aprobados (y sólo para carteras con modelos aprobados).
- d) Sobre todo (es la propuesta de mayor impacto para las entidades), ha planteado la introducción de un primer *buffer* o colchón de capital (más adelante veremos un segundo *buffer*), destinado a cubrir los dos objetivos inicialmente planteados (enfriamiento del crédito y constitución de un colchón de reservas suficientes como para afrontar las mayores pérdidas latentes asociadas a un mayor crecimiento del crédito).

Este *buffer* de capital se adicionará al core capital mínimo de las entidades (4,5% en el futuro *Acuerdo de Basilea III*); siendo determinado en base a los principios dispuestos en el documento (*countercyclical capital buffer proposal*), publicado por el Banco de Pagos Internacionales el mes de julio pasado:

- a) Cuando el crédito crezca dentro de unos parámetros que, regulatoriamente, consideremos adecuados, no se adicionará cifra alguna al core capital mínimo de las entidades.
- b) Cuando el crédito crezca dentro de unos parámetros que, regulatoriamente, consideremos que pueden erosionar la estabilidad del sector real de la economía, adicionaremos un porcentaje variable (dependerá de las tasas de crecimiento del crédito), hasta llegar a una cifra máxima, del 2,5% sobre los activos ponderados por tipo de riesgo.

¿Cómo se podrá determinar si el crédito está mostrando tasas de crecimiento superiores a las que serían deseables? Para responder esta cuestión, el Banco de Pagos Internacionales ha estudiado distintas alternativas, quedándose finalmente con el uso de una variable financiera, el cociente (crédito agregado/PIB). Este ratio sería puesto en relación con su comportamiento durante un horizonte temporal suficiente, obteniendo así el GAP que será utilizado para determinar el *ad-on* a adicionar al core capital mínimo de las entidades:



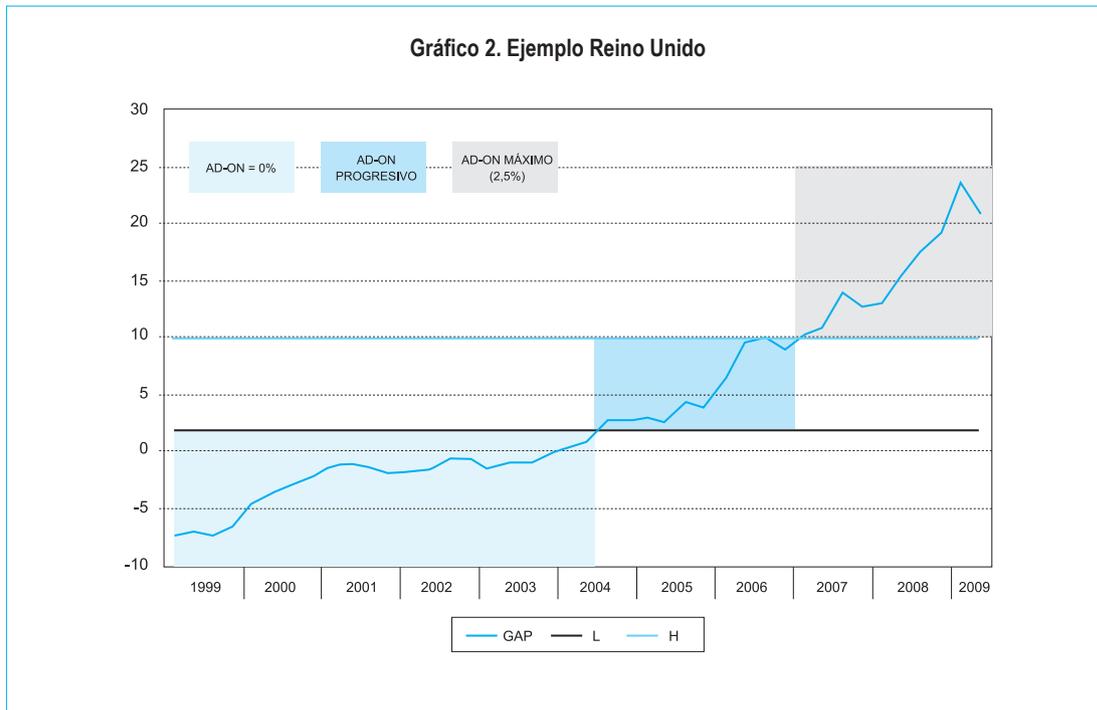
226

Referencia	Comentario
A	El GAP se encuentra por debajo del mínimo propuesto por BIS (L=2%), razón por la cual, el ad-on a sumar al core capital mínimo será igual a 0%.
B	El GAP se encuentra entre los límites mínimo (L=2%) y máximo (H=10%) propuestos por BIS. La suma a adicionar dependerá de criterios aún no aclarados por BIS.
C	El GAP se encuentra por encima del límite máximo propuesto por BIS (H=10%), razón por la cual, las Entidades aplicarán el ad-on máximo, un 2,5%.



La introducción de este *buffer* no sería inmediata; Banco de España avisaría a las Entidades de la activación del *buffer* con doce meses de antelación a su entrada en vigor.

BIS ha aportado en su documento (*countercyclical capital buffer proposal*) a efectos orientativos los datos mostrados por los sectores real y financiero de la economía británica. Mostramos a continuación los resultados (gráfico y conclusiones, de elaboración propia):



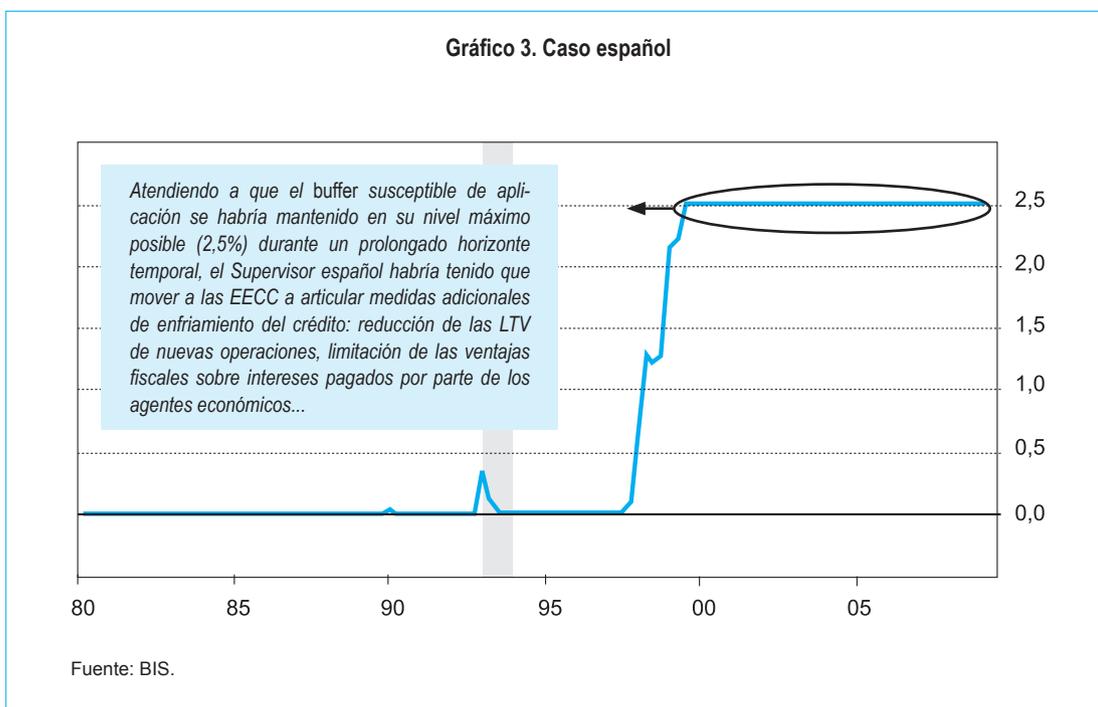
Tal y como se puede observar:

- Entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2004, las entidades británicas habrían afrontado un *core capital* del 4,5%<sup>3</sup>.
- Entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009, habrían afrontado un *core capital* mínimo del 4,5%, y un ratio objetivo del 7% (al haber adicionado un 2,5% adicional)<sup>4</sup>.
- Entre el tercer trimestre del 2004 y el cuarto trimestre de 2006, se habría adicionado una cantidad variable aún no especificada por BIS.

<sup>3</sup> Aún no hemos introducido el *buffer* de conservación del capital; en realidad, y teniendo en cuenta el mismo, el *core capital* de las Entidades se habría situado en un 7%.

<sup>4</sup> Aún no hemos introducido el *buffer* de conservación del capital; en realidad, y teniendo en cuenta el mismo, el *core capital* de las Entidades se habría situado en un 9,5%.

BIS ha aportado esta misma gráfica para el caso español:



### 3.1.3. Ligado a la prociclicidad del crédito: ratio de apalancamiento

228

De cara a evitar el excesivo apalancamiento de las Entidades, el Banco de Pagos Internacionales viene manejando la posible introducción de un nuevo ratio de solvencia, el ratio de apalancamiento; de este modo, en el futuro escenario regulatorio, coexistirán:

- a) Un total de cuatro *risk weighted ratios* (*core capital*, Tier\_1, Tier\_2, BIS).
- b) Un *non risk weighted ratio*, el ratio de apalancamiento, calculado como:

$$\frac{\text{Capital Tier}_1}{\text{Exposición}} \geq 3\%$$

En el denominador, estaríamos incorporando tanto operaciones con riesgo de crédito con presencia en balance, como operaciones con presencia en cuentas de orden, quedando aún pendiente el aclarar determinados aspectos, como si éstas computarán a un 100% o, en algunos casos tales como productos de línea unilateralmente cancelables, minorados vía aplicación de un porcentaje corrector.



## 3.2. Prociclicidad del capital

El capital de las entidades también presenta un claro comportamiento cíclico:

- a) Cuando el ciclo económico es favorable, mejora el perfil de riesgo de los agentes económicos, reduciéndose consecuentemente los requerimientos mínimos de capital de las entidades. Al tiempo, los beneficios registrados por éstas tienden a mejorar, fortaleciéndose sus reservas. En conclusión, durante los ciclos buenos de la economía, los ratios de solvencia de las entidades se fortalecen.
- b) Cuando el ciclo económico es desfavorable, empeora el perfil de riesgo de los agentes económicos, incrementándose consecuentemente los requerimientos mínimos de capital de las entidades. Al tiempo, los beneficios registrados tienden a reducirse, debilitándose sus reservas. En conclusión, durante los ciclos malos de la economía, los ratios de solvencia de las entidades tienden a empeorar, resultándoles además más difícil emitir nuevos instrumentos computables como recursos propios, tal y como se ha observado durante la última crisis financiera, abriéndose continuos debates en relación con la posibilidad de colocar nuevas emisiones de participaciones preferentes y deuda subordinada.

El Banco de Pagos Internacionales sabe que es imposible evitar este comportamiento cíclico del capital; ahora bien, con lo que no se alinea es con prácticas como las que a continuación mencionaremos:

- a) Mantenimiento de las mismas políticas de retribución a los accionistas. En un escenario de erosión de sus ratios de solvencia, no tiene sentido debilitar sus reservas manteniendo o (en todo caso) reduciendo mínimamente sus *pay-out*.
- b) Mantenimiento de altas retribuciones a la Alta Dirección. En un escenario de contracción del beneficio, ésta debería sacrificar temporalmente sus altos *bonus* para no erosionar aún más las reservas de la entidad. Este es un problema más característico de otros países.
- c) Incremento de su autocartera. Ante la caída del valor de las acciones de las entidades (en muchas ocasiones como consecuencia de la apertura de posiciones bajistas), éstas han buscado proteger el mismo vía compra de acciones. No olvidemos que estas acciones mantenidas en autocartera operan como deducción en base al *Acuerdo de Basilea II*.

Como respuesta a conductas como las descritas, BIS ha apostado por implementar un segundo *buffer* de capital («*buffer* de conservación de capital»), un colchón equivalente al 2,5% de los activos ponderados por tipo de riesgo de la entidad, que habrá de ser adicionado al futuro *core capital* mínimo (4,5%), hasta situar el mismo en un 7%.

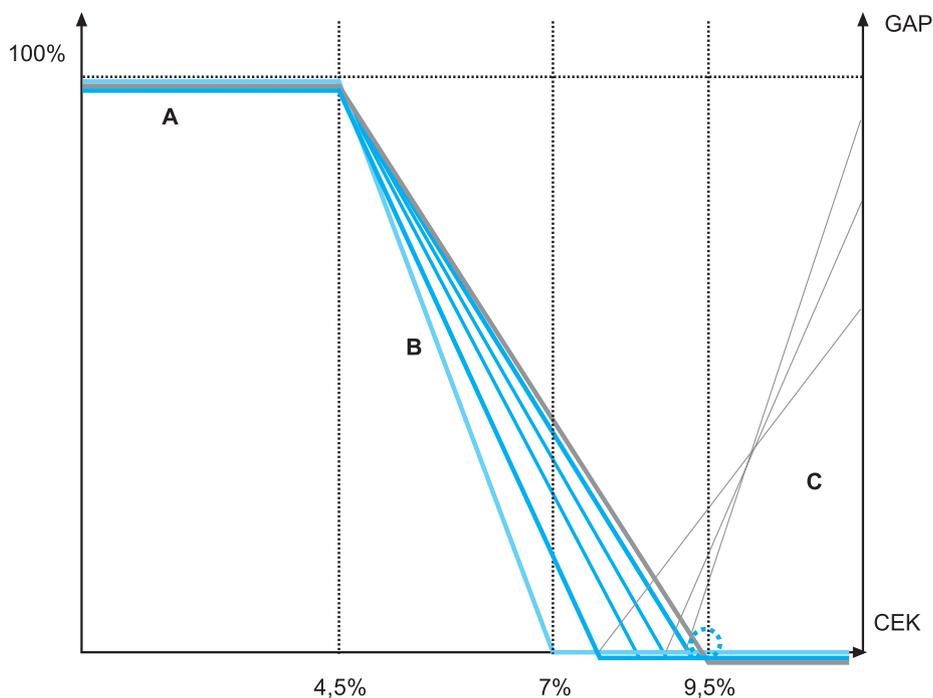
Atendiendo al impacto que sobre la solvencia de las entidades tendrá la introducción de este *buffer*, BIS ha apostado por una implantación progresiva, que comenzará el futuro 01/01/2015 (0,625% sobre RWA), y que irá incrementándose año a año (0,625% sobre RWA anual) hasta alcanzar el máximo (2,5% sobre RWA) el futuro 1 de enero de 2019.

### 3.3. Funcionamiento de ambos *buffers*

De este modo, tenemos que, en un futuro (como ya hemos dicho, BIS ha apostado por una implantación progresiva de sus medidas), las entidades de crédito habrán de cubrir:

- a) Un ratio core capital mínimo (4,5%).
- b) Un ratio core capital «objetivo», que irá desde un 7% (si sólo opera el *buffer* de conservación del capital) a un hipotético 9,5% (de activarse al 100% el *buffer* de enfriamiento del crédito).

Gráfico 4. Beneficios «retenidos» regulatoriamente





Si asumimos el mantenimiento de las disposiciones normativas relativas al incumplimiento de las normas de solvencia dispuestas en la Circular 03/2008 de Banco de España (Norma 118ª), las Entidades afrontarán un escenario como el que sigue:

El suelo regulatorio dispuesto por BIS («Group of Governors and Heads of Supervision announces higer global minimum capital standards», septiembre de 2010) para el futuro *common equity capital* es de un 4,5%. La Entidad destinará el 100% de sus beneficios a reserva de no alcanzar el mencionado 4,5%.

Por encima de dicho porcentaje, caben tres posibilidades:

1. El GAP de crédito sobre PIB frente a su tendencia a largo plazo está por debajo del mínimo regulatorio previsto ( $L=2\%$ ). En este caso, no se activaría el *ad-on* cíclico, operando sólo el buffer de conservación de capital (2,5%). El (*common equity capital+buffer*) se situaría en un 7%. De llegar a dicha cifra, el beneficio retenido regulatoriamente (exigido por Banco de España a mantener como reservas) será de 0%. Desde el mínimo regulatorio (4,5%) hasta el (mínimo+*buffer*, esto es, 7%) el porcentaje que se verá obligada a mantener como reservas irá disminuyendo.
2. El GAP de crédito sobre PIB frente a su tendencia a largo plazo está por encima del máximo regulatorio ( $H=10\%$ ). En este caso, el *ad-on* activado será el máximo regulatorio (previsiblemente, 2,5%), situándose el máximo consecuencia de ambos buffers en un 9,5% ( $4,5\%+2,5\%+2,5\%$ ). Por encima de esta cifra, el beneficio retenido regulatoriamente a reservas será de un 0%. Desde el suelo regulatorio (4,5%) hasta dicha cifra (9,5%), la retención de beneficios será progresivamente menor. Es de destacar que en este período de gran crecimiento del crédito, para cada core capital mantenido, los beneficios a destinar como reservas serán mayores que en el caso del punto. De este modo, se encarecerá el crédito (disuadiendo a las entidades de seguir con ese ritmo de concesión de crédito) y se fortalecerá el colchón de *common equity capital* en previsión de un posible cambio en la tendencia del ciclo.
3. El GAP de crédito sobre PIB frente a su tendencia a largo plazo está entre el mínimo ( $L=2\%$ ) y el máximo ( $H=10\%$ ). En este caso, el *ad-on* activado estará entre un 0% y un 2,5%, situándose el ratio (*CEK+buffer* total) en un intervalo entre (4,5% y 9,49%). Por encima de este 9,49%, el beneficio retenido regulatoriamente será de un 0%. Entre el suelo regulatorio (4,5%) y el (*CEK+buffer* total) irá decreciendo la cifra a destinar obligatoriamente a reservas. La cifra final de *CEK+buffer* total dependerá de la cifra a la que ascienda el GAP (pues el *buffer* de conservación es fijo, un 2,5%).

## 4. Riesgo de liquidez

### 4.1. Introducción

Tal y como menciona el Banco de Pagos Internacionales, las entidades deben otorgar la importancia de la gestión de un riesgo que, por serlo, ni debe ser minusvalorado, ni considerado como el resultado de la actualización de terceros riesgos realmente cruciales.

Un sector de la doctrina económica, al analizar las razones que explican la Gran Depresión, coincide en destacar la conjunción de dos factores: uno «latente o subyacente», y otro «desencadenante» (hizo detonar la bomba de relojería sobre la que se habían asentado un buen número de economías).

Algo así ha sucedido en la economía española, asentada en un modelo basado en el crecimiento de sectores tales como promoción, construcción y servicios inmobiliarios. Esta burbuja especulativa («burbuja inmobiliaria») ha operado como «factor latente o subyacente».

Este importantísimo crecimiento de la financiación de los sectores citados, no ha permitido a las Entidades desarrollar un plan de crecimiento orgánico y estable, siendo cada vez mayor el GAP entre las tasas de crecimiento del crédito a la clientela y de su financiación minorista. O, dicho de otra manera, las entidades españolas han prestado en las últimas décadas teniendo que compensar este déficit de recursos vía financiación mayorista. En un escenario de normalidad en los mercados, y de creación artificial de liquidez, las entidades no han percibido plenamente la inestabilidad de su situación. A raíz de la quiebra de Lehman Brothers y el desarrollo de la crisis *subprime*, se desencadenó en el sistema financiero una quiebra de la confianza en los mercados, éstos sufrieron un auténtico drenaje (crisis sistémica de liquidez), que ha operado como «factor desencadenante», al pinchar la burbuja inmobiliaria (o, como hemos indicado de forma más gráfica arriba, «hacer detonar la bomba de relojería sobre la que se ha asentado la economía española»).

En definitiva, la última crisis financiera ha tenido como primera fase una importantísima crisis sistémica de liquidez, posteriormente seguida por un considerable aumento de las tasas de morosidad de las entidades.

Con esta pequeña introducción, se pone en liza la importancia de la gestión del riesgo de liquidez. Que nadie olvide que, para la mayor parte de las Entidades, la introducción de estos estándares de liquidez representa el mayor reto regulatorio de los próximos ejercicios.



## 4.2. Medidas microprudenciales

Lo que plantea BIS es el tránsito de una gestión cualitativa del riesgo de liquidez (BIS II) a una gestión cuantitativa del mismo (BIS III). O, dicho de otro modo, propone la introducción de unos estándares mínimos de liquidez.

### 4.2.1. Liquidity coverage ratio

En primer término, las entidades habrán de mantener en todo momento, un volumen suficiente de activos financieros líquidos de alta calidad (para evitar el *market liquidity risk*) como para cubrir la salida neta de fondos que habrían de afrontar bajo una crisis sistémica y específica de liquidez. Teniendo en cuenta que, desde el punto de vista de BIS, las entidades requerirán como máximo 30 días para reconducir su situación de forma coordinada con, en este caso, Banco de España, éste es el horizonte temporal que fija a efectos de cálculo.

De este modo, tenemos:

$$LCR - \frac{\text{Activos altamente líquidos}}{\text{Obligaciones a cubrir bajo un escenario de estrés}} \geq 1\%$$

Aún quedan bastantes cuestiones por resolver. Así, por ejemplo, BIS maneja dos definiciones de «activos financieros altamente líquidos» (una amplia y otra restrictiva). De la aclaración de estos puntos, dependerá el mayor o menor impacto de la introducción de esta medida.

Esta variable entrará previsiblemente en vigor el futuro 1 de enero de 2015, iniciándose un proceso de revisión y monitorización por el supervisor a partir de 2011.

### 4.2.2. Net stable funding ratio

En segundo término, las Entidades habrán de asentar su negocio crediticio sobre una estructura de financiación adecuada:

- a) En lo que a financiación propia se refiere, las entidades no han mantenido una estructura razonable, al haber construido sólidos ratios Tier\_1 sobre débiles ratios core capital. Con la introducción de los nuevos ratios de solvencia, esta estructura mejorará considerablemente.

- b) En lo que a financiación ajena se refiere, y tal y como se ha comentado en la introducción, las entidades han financiado un excesivo crecimiento del crédito sobre financiación mayorista, llegando a niveles de apalancamiento inaceptables en términos de gestión del riesgo de liquidez. Esta es la razón por la cual BIS ha decidido introducir el *net stable funding ratio*:

$$NPSR - \frac{\text{Fuentes de financiación estables de la Entidad}}{\text{Fuentes requeridas de fondos}} \geq 100\%$$

La forma de cálculo propuesta para este ratio es similar a la ya conocida en términos de solvencia para las carteras crediticias que vayan por método estándar: Banco de España fijará unos porcentajes que habrán de ser aplicados a los activos y cuentas de orden de las Entidades, obteniendo así unos requerimientos mínimos en términos de liquidez. Las fuentes de financiación ajenas y estables de la entidad<sup>5</sup> habrán de cubrir dichas exigencias.

La fecha de introducción de este ratio propuesta por BIS es 1 de enero de 2018.

### 4.3. Medidas macroprudenciales

Las dos medidas microprudenciales previamente descritas se complementarán con una mayor actividad supervisora por parte de Banco de España, fijándose de este modo una serie de obligaciones en términos de información a remitir. De este modo, las entidades reportarán al supervisor mensualmente:

- a) Sus GAPS de liquidez por nodos temporales, así como los planes de contingencia para aquellos nodos temporales en los que las salidas de caja supere las entradas de caja.
- b) Concentración en términos de financiación; esto es, informarán a Banco de España de:
- Aquellas contrapartidas de las cuales la entidad haya logrado financiación ajena igual o superior al 1% de su pasivo.
  - Aquellas monedas en las que tenga referenciada financiación igual o superior al 1% de su pasivo.

<sup>5</sup> Previsiblemente, capital social, participaciones preferentes con vencimiento superior al año, financiación ajena con vencimiento superior al año, y parte de la financiación ajena con vencimiento inferior al año y sin vencimiento.



- c) El volumen de activos que, siendo descontables ante el Banco Central Europeo, se encuentran libres de carga a fecha de su reporte (representan en gran medida la capacidad de generación de liquidez por parte de la entidad).

Esta información será complementada por Banco de España con datos de mercado, logrando así el supervisor acometer una revisión efectiva del riesgo de liquidez de las entidades.

#### 4.4. Una reflexión final

A pesar de las reticencias del Banco de Pagos Internacionales en cuanto a su aceptación, surgen dos dudas en cuanto a la entrada en vigor de estos estándares de liquidez:

- a) La introducción del *liquidity coverage ratio* supondrá la necesidad de fortalecer la segunda línea de liquidez de las Entidades. O, lo que es lo mismo, las entidades tendrán que destinar parte de sus recursos no a cubrir las necesidades de inversión rentable de la economía, sino a cumplir esta nueva exigencia regulatoria. ¿Qué impacto tendrá sobre la capacidad de crecimiento de la economía española la entrada en vigor de este ratio?
- b) La introducción del *net stable funding ratio* supondrá la necesidad de fortalecer la financiación estable de las Entidades, reproduciéndose así un fenómeno que ya viene observándose en el sistema financiero español: la llamada «guerra por la captación de depósitos». Este fenómeno llevará aparejado un encarecimiento de la financiación de las entidades, transformándose finalmente en unos mayores tipos asociados a operaciones de activo, de cara a mantener la rentabilidad de las entidades. ¿La introducción de este ratio encarecerá sustancialmente el crédito? En este sentido, los nuevos estándares de liquidez implicarán un perjuicio para una banca tradicional como es el caso de la española, ya que la demanda de activos de alta calidad crediticia y liquidez aumentará de forma considerable en detrimento de los activos con características opuestas.

#### 5. Entidades con riesgo sistémico

Los rescates financieros puestos en marcha a raíz de la caída de Lehman Brothers ha refrendado la idea de la existencia de una serie de instituciones sistémicas. Estas Entidades se caracterizan:

- a) No porque su importancia sobre el sistema financiero permita distinguirlas de terceras entidades crediticias. Toda entidad de crédito que quiebre en un escenario de crisis global tendrá efectos sistémicos. Lo que realmente caracteriza a estas entidades es el hecho de presentar este rasgo sistémico en todo momento (habiendo o no habiendo crisis).
- b) Por plantear un claro caso de riesgo moral. Son entidades que son conscientes del impacto que supondría para la economía real su caída. Esta percepción se habría reforzado con los más de un billón de euros puestos al servicio de toda una red de rescates de bancos a nivel global. Ello puede hacer pensar a los gestores de estas Entidades que disponen de una especie de garantía pública, aumentando así sus incentivos a la hora de asumir mayores riesgos, lo cual redundará en un aumento en su probabilidad de quiebra. Además, los inversores percibirán esa semi-garantía pública, identificando su inversión en estas SIFI como libre de riesgo.

Es evidente que hay que tomar medidas para resolver este problema de riesgo moral, planteándose consecuentemente posibles soluciones regulatorias. Mencionamos a continuación algunas de las propuestas del Banco de Pagos Internacionales:

- a) Exigencias adicionales de capital a las SIFIS. Sobre todo hace hincapié en los requerimientos asociados a:
  - Cartera de *trading*.
  - Titulizaciones.
  - Operaciones intersectoriales.
- b) Introducción de capital contingente; esto es, abrir la posibilidad de emitir instrumentos financieros no computables como *core capital a priori*, pero susceptibles de cancelación o conversión en acciones ordinarias de llegar la entidad a un «punto de no viabilidad», lográndose así un doble objetivo: reforzamiento de la solvencia y disminución del apalancamiento.
- c) Desarrollo de herramientas que permitan identificar una entidad como sistémica.
- d) Introducción de medidas que reduzcan la probabilidad de *default* de una o varias entidades, con consecuencias lesivas sobre el sector real de la economía:
  - Exigencias adicionales de liquidez, penalizando la excesiva financiación basada en el corto plazo o en el interbancario.
  - Mayores limitaciones en términos de concentración.
  - Introducción de mejoras en términos de supervisión.
  - Motivar a las SIFIS a emplear entidades de contrapartida central en su contratación de instrumentos financieros derivados *over the counter*.



## 6. Conclusiones

Este paquete regulatorio vendrá a reforzar la solvencia de un sistema bancario que, en su *rol* de sector mitigador de los efectos de las crisis producidas en el sector real de las economías, reducirá la hemorragia económica derivada de una mayor recesión, desempleo o volatilidad en los mercados.

De este modo, vendrá a reducir el impacto de futuras crisis reales ya que, según BIS, se ha estimado que con la introducción del conjunto de mejoras del futuro Acuerdo de *Basilea III*, se reducirán a la mitad las probabilidades de que se den crisis financieras, viéndose de este modo reducido el coste asociado a las mismas.

Asimismo, mejorará la eficiencia en la distribución de recursos, ya que las entidades habrán de tener en cuenta los costes en términos de capital y de liquidez asociados a sus carteras; a la vez que se evitará la excesiva dependencia de las economías frente a sectores procíclicos.

No obstante, de forma temporal, debemos asumir (afirma BIS) que existirán costes, y que habrán de ser gestionados durante un período de transición entre el sistema regulatorio actual y el futuro sistema regulatorio. En este período de transición, las entidades deberán fortalecer su solvencia a través de unas mayores reservas así como su liquidez de una forma ordenada.

En el medio-largo plazo, aunque las carteras de las entidades quedarán sujetas a mayores costes en términos de capital y liquidez, previsiblemente, éstas verán mejorar su solvencia y estabilidad, derivado de ello su calificación crediticia mejorará, reduciéndose consecuentemente el coste de financiarse en los mercados. Además, deberíamos disfrutar de grandes beneficios sobre la economía real, beneficios de los que también disfrutarán las entidades de crédito. En este sentido, BIS considera que no queda claro hasta qué punto, estos mayores costes repercutirán en los clientes de las entidades de crédito, mientras que el mercado no parece estar completamente alineado con esta afirmación.





MEDITERRANEO ECONÓMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario



## RETOS PARA EL NEGOCIO BANCARIO: CAJAS DE AHORROS EN PROCESO DE CAMBIO

Santiago Carbó \*

### Resumen

Ante la actual coyuntura económica, resulta imprescindible que el sistema financiero transmita y genere confianza, de forma que se asienten unos pilares sólidos que faciliten un crecimiento económico sostenible y fomenten la creación de empleo, lo que permitirá a su vez desarrollar nuevas capacidades para solventar la delicada situación de la deuda pública y privada. La concreción del proceso de restructuración bancaria, que parece haber alcanzado ya un importante grado de madurez, es un elemento esencial en este sentido. Sin embargo, aún quedan importantes tareas en este proceso para poder cerrar el círculo de la reforma y retornar a la estabilidad financiera. En este proceso, especialmente en los últimos meses, se ha echado de menos un mayor debate académico, de la enjundia que pudo tener, por ejemplo, el desarrollado en torno a la reforma del mercado de trabajo o las pensiones. Este debate podría haber, y puede aún, enriquecer el proceso. En particular, es preciso que se expliciten dónde residen los principales riesgos y cómo se quieren acometer, algo que aún no se ha desarrollado y cuyo entramado contable e informativo incomoda a los analistas y a inversores extranjeros. La prioridad no ha sido explicitar y hacer transparentes estos riesgos para intervenir allí donde sea preciso sino hacer esta intervención dependiente de una nueva exigencia de solvencia.

### Abstract

*Given the current economic circumstances, it is essential for the financial system to convey and generate confidence with a view to building solid foundations that facilitate sustainable economic growth and foster the creation of employment, which will in turn allow for the development of new capacities to resolve the delicate situation of public and private debt. The definition of the banking restructuring process, which seems to have achieved an important degree of maturity, is an essential element in this regard. However, there are still important tasks to achieve in this process in order to close the circle of reform and return to financial stability. In this process, especially in recent months, there has been a lamentable lack of wider academic debate as substantial as that which has taken place surrounding the reform of the employment market or pensions. This debate could have, and still could enrich the process. Specifically, the location of the main risks must be specified, along with how they should be undertaken, something that has not yet been developed and whose accounting and informative framework still leaves analysts and foreign investors feeling uncomfortable. The priority has not been to explain these risks and make them transparent in order to intervene where necessary but rather to make this intervention dependent on new solvency requirements.*

## 1. Introducción

Los hechos acontecidos en el sector bancario español durante los dos últimos años representan la transformación estructural más importante desde la reforma liberalizadora del sistema financiero iniciada a finales de la década de 1970, que permitió la equiparación funcional entre bancos y cajas, propició la libertad operativa y geográfica del sector, al tiempo que favoreció su apertura al exterior. Si bien durante las décadas de 1980 y 1990 buena parte del crecimiento del crédito se financió merced al ahorro interno, en los últimos 20 años se ha observado una creciente dependencia de la financiación externa en los mercados interbancarios y de bonos. En los años anteriores a la crisis, esta dependencia de la financiación foránea se tornó particularmente significativa, al tiempo que la concentración de riesgos en el mercado inmobiliario alcanzó niveles muy elevados. Cuando la crisis financiera internacional secó literalmente los mercados de deuda de todo el mundo en 2007 y a medida que se constató que en muchos países —entre ellos España— se producía el final de un ciclo de demanda y el colapso del mercado inmobiliario, los problemas para el sector bancario español estaban servidos.

\* Universidad de Granada y FUNCAS.

La protección que suponía la supervisión bancaria en España –apoyada en un fuerte sistema de provisiones (incluidas las contracíclicas)– permitió afrontar las primeras embestidas de la crisis con mayor resistencia que en otros países europeos, donde se produjeron episodios improvisados y unilaterales de rescate. Incluso durante mucho tiempo, esta resistencia hizo que se confundiera desde algunas instancias un problema evidente de solvencia con una dificultad transitoria de liquidez. Sin embargo, con el tiempo, el agujero inmobiliario se hizo demasiado grande y la necesidad de saneamiento y reestructuración fue evidente. Desde entonces, se han realizado varios cambios regulatorios de importancia entre los cuales han destacado tres: el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, que establece la creación del FROB; el Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros; y, finalmente, la aprobación del Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

En estas tres iniciativas, bien de forma directa o indirecta, en su concepción o en su incidencia final, las cajas de ahorros han acaparado el protagonismo. Llegados a este punto, cabe cuestionarse cómo se puede cerrar el proceso de reforma y qué implicaciones actuales y futuras tendrá para las cajas de ahorros, abocadas con el resto de la banca minorista española a un cambio de modelo. A estas cuestiones se dedica el presente artículo a lo largo de los cuatro apartados que siguen a esta introducción. El apartado 2 se ocupa del proceso de transformación experimentado por el sector bancario en los últimos años y trata de aproximar los principales ingredientes de la política económica que ha inspirado este proceso, prestando especial atención a las cajas de ahorros. El tercer apartado desarrolla un análisis de la evolución de las principales magnitudes de rentabilidad, eficiencia y solvencia de las cajas en relación al promedio del sector bancario español durante la crisis. El apartado 4 se centra en las claves del negocio futuro del sector cajas de ahorros, con especial atención a la financiación a pymes. El artículo se cierra en el apartado 5 con un resumen de las principales conclusiones.

## 2. Cambios regulatorios y reestructuración bancaria en España: un planteamiento crítico

### 2.1. El deterioro de activos y la reestructuración ordenada: el FROB

Buena prueba de la relativa tardanza con la que la crisis se manifestó en España y del reconocimiento explícito del problema de solvencia es que la primera gran iniciativa regulatoria orientada a la ordenación del sector no se produjo hasta junio de 2009. Hasta esa fecha, el esfuerzo más destacado había sido la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), creado por el Real Decreto-ley 6/2008 y desarrollado por la Orden EHA/3118/2008. El FAAF fue concebido como un fondo sin personalidad jurídica propia, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, que se dotó inicialmente con 30.000 millones de euros, ampliables



a 50.000 millones de euros, para la compra de activos financieros de máxima calidad, «según criterios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación, con el fin de fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España». Se trataba, por lo tanto, de una ayuda orientada a solucionar un problema de liquidez. Como se indicaba en la propia redacción del RD-I 6/2008, el FAAF:

«Surge como respuesta a un fallo de mercado y no como medida de rescate dirigida a una o unas entidades determinadas. Aspira, pues, a contribuir a la activación del flujo de crédito a empresas y particulares que otorgan las entidades de crédito».

Sin embargo, el problema de fondo, el deterioro de activos y la necesaria reestructuración del sector, se hacía cada vez más evidente. Como se comentó anteriormente, para comenzar a afrontar este problema hubo que esperar a la aprobación del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, que propone un modelo de reestructuración bancaria articulado en torno a una nueva institución creada al efecto, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El desarrollo del FROB apostaba por la búsqueda de soluciones privadas a las dificultades de viabilidad de las entidades de crédito. Asimismo, se establecían medidas para afrontar esas debilidades, con la aportación de fondos por parte del FROB y/o eventualmente de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito. Simplificando, el FROB abría cuatro grandes escenarios para las entidades financieras, no excluyentes entre sí y con posibilidad de cambiar de una situación a otra en el corto plazo:

- Cualquier entidad cuya solvencia estuviera demostrada podía seguir su propio camino y desarrollar sus propias estrategias de financiación, crecimiento e integración.
- Se preveía que un determinado número de entidades no entrara en el supuesto anterior y presentara algunas dudas sobre su viabilidad. Estas instituciones, a iniciativa propia o del Banco de España, debían presentar (en el plazo de un mes) un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio ente supervisor, que se reservaba la potestad de introducir modificaciones en el mismo. A partir del plan de viabilidad se planteaban escenarios de lo que debía ser la entidad, al menos para un horizonte de tres años. En cualquier caso, la principal vía por la que estos planes de recapitalización eran considerados era a través de fusiones o absorciones. Además, se incluían medidas disciplinarias en caso de incumplimiento de los planes de viabilidad o los compromisos adquiridos que podrían implicar potencialmente cambios en los órganos de administración de las entidades objeto de análisis.
- La tercera posibilidad contemplaba situaciones de dudas importantes sobre la viabilidad de entidades financieras en las que el Banco de España podría intervenir directamente la entidad de acuerdo a los supuestos legales que le permitía la Ley de Disciplina e Intervención. El Banco de España, en ese caso, destituiría a los administradores y el

Comité del FROB se haría cargo de la entidad con problemas. En este punto no habría dudas, la reestructuración pasaría por una fusión o absorción o por el traspaso total o parcial del negocio de la entidad, con el apoyo de los fondos del FROB.

- El cuarto supuesto era novedoso en cierta medida, dado que se consideraba que aquellas entidades que no presentaran problemas de viabilidad pero quisieran fusionarse, podrían solicitar ayuda financiera del FROB para hacerlo en las mejores condiciones de solvencia, de forma similar a como había ocurrido en otros países europeos. Eso sí, con el seguimiento del Banco de España.

## 2.2. Cambios en la Ley de Cajas: el Real Decreto-ley 11/2010

La pauta marcada por el FROB abrió la vía a un número importante de procesos de concentración, la mayor parte de ellos protagonizados por las cajas de ahorros. Ya en 2010 y en paralelo al desarrollo de los tests de estrés, se aprueba un importante cambio normativo referente a las cajas de ahorros que iba, en cierta medida, a dar mayor soporte legal a algunas de las formas de integración que se estaban prodigando, al tiempo que se comenzaba a poner especial énfasis en la necesidad de aumentar capital y se abrían nuevas fórmulas de configuración jurídica de las cajas para poder acceder a ese capital en la forma de acciones. El RD-L 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros supuso un cambio legal de trascendencia muy significativa. En sentido genérico, se presentó con el objetivo de facilitar la entrada de capital privado en las cajas de ahorro por varias vías. La reforma introducía novedades importantes en el ámbito de las cuotas participativas, la estructura de propiedad que las cajas de ahorros podían adoptar y otros aspectos entre los que destacaba la posibilidad de extensión del FROB para entidades solventes que, en escenarios especialmente adversos (entiéndase, de estrés) pudieran atravesar dificultades, aun cuando no participasen en procesos de integración.

En el ámbito de las cuotas participativas se estableció (como opción) la posibilidad de su emisión con derechos de voto. Estos derechos se establecieron en proporción a la participación del cuota-partícipe en el patrimonio de la entidad y no podían representar más del 50% del total de derechos de voto. El resto de consejeros generales debía ajustar la proporción de sus derechos de voto al margen que dejaran las cuotas participativas. La participación individual no tenía límites salvo el genérico del 50% del patrimonio. Este mecanismo abría ya la posibilidad de establecer importantes participaciones cruzadas entre bancos y cajas de ahorros que, hasta la fecha, no se habían podido producir.

Por otro lado, la reforma introdujo novedades importantes respecto a los modelos de cajas de ahorros que pueden adoptarse en el ámbito de la posible entrada de capital privado en las mismas. Junto al Sistema Institucional de Protección o SIP, del que se discuten más adelante



algunos aspectos específicos, se establecía la posibilidad de «ejercicio indirecto de la actividad». Esta posibilidad supone la cesión de todo el negocio financiero de la caja (o parte, si se prefiere) a un banco. Las cajas que optaran por este modelo conservarían su naturaleza jurídica. En este supuesto, la caja debe participar en ese banco en el 50% de sus derechos de voto y el banco podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa. Otra posibilidad es la transformación de la caja en fundación de carácter especial segregando sus funciones financieras de las benéfico-sociales. Las cajas que opten por esta opción deberán traspasar todo su patrimonio afecto a la actividad financiera a un banco a cambio de acciones de esta último. Se transformarán en fundaciones de carácter especial perdiendo su condición de entidad de crédito. La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores.

Los SIP merecen una atención particular. En términos prácticos, el SIP es un mecanismo de apoyo y defensa mutuo entre las entidades integrantes, cuyo objetivo primordial es el de garantizar la liquidez y solvencia de todos sus miembros, permitiendo a su vez a cada miembro mantener su identidad y personalidad jurídica. No se trata de una fusión, ya que las entidades integrantes mantienen su forma jurídica y su capacidad de decisión, así como su independencia económica. En el caso del SIP, el RD-I 11/2010 confirmó que la sociedad central había de ser una sociedad anónima y que las cajas participantes debían representar, al menos, un 50% del accionariado. Es importante señalar que la escisión de cualquier entidad o entidades del SIP debe ser aprobada por el Banco de España, que podría denegarla en caso de considerar que tal escisión amenaza la viabilidad de la entidad integrada o alguna de sus partes.

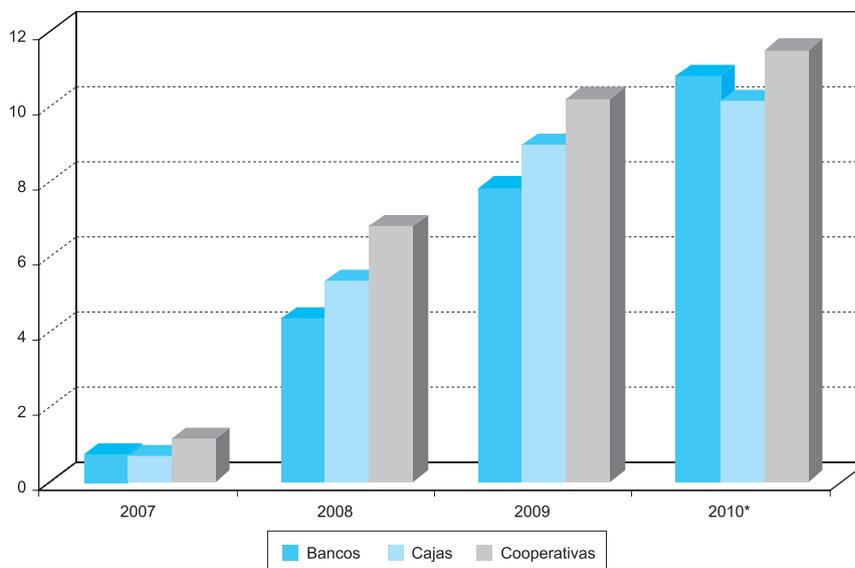
Asimismo, en el RD-I 11/2010 es preciso destacar los cambios en lo referente al gobierno corporativo. Se establece la incompatibilidad del ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una caja con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de las administraciones públicas. En cuanto a la representación de intereses en los órganos de gobiernos de las cajas, las principales novedades son la reducción del límite de la representación de las administraciones públicas al 40%. Asimismo, la participación de las comunidades autónomas se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por su cámara legislativa y que, al tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad.

Otro cambio muy importante –que en términos prácticos supuso la prolongación del FROB– se produce en el ámbito de la solvencia, en lo referente a «recapitalización de entidades individuales». En concreto, se admite la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho Real Decreto-ley («debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración»), precisen a juicio del Banco de España de un reforzamiento de sus recursos propios.

### 2.3. El deterioro de activos y los procesos de integración en el marco del FROB y el RD-I 11/2010

En términos generales –y aun teniendo en cuenta las importantes disposiciones que aún estaban por venir– el FROB se convirtió en el marco de referencia fundamental de la reestructuración bancaria en España. Destacaba, como su propio nombre indicaba, su carácter ordenado, que contrastaba con los rescates, inyecciones de capital y otras medidas *ad hoc* desarrolladas anteriormente en buena parte de los sectores bancarios europeos. En todo caso, la apuesta fundamental era por la vía de las integraciones y el RD-I 11/2010 dio el soporte jurídico necesario a muchos de estos procesos. Eso sí, aun quedaba pendiente clarificar un aspecto fundamental, la magnitud del deterioro de activos vinculada a la exposición inmobiliaria y la pérdida esperada derivada. Ya en 2010, la tasa de morosidad de bancos, cajas y cooperativas de crédito relacionada con créditos a construcción y promoción inmobiliaria alcanzó el 10,94%. Como muestra el Gráfico 1, cabe destacar que si las cajas se han visto particularmente afectadas ha sido por el volumen de crédito concedido, dada su participación mayoritaria en el sector bancario minorista español. Sin embargo, la tasa de morosidad media de las cajas en 2010 en este sector (10,15%) estaba ya en 2010 por detrás de la de bancos (10,82%) y cooperativas (11,51%).

**Gráfico 1.**  
Ratio de morosidad y exposición en el sector de la construcción: bancos, cajas y cooperativas\*



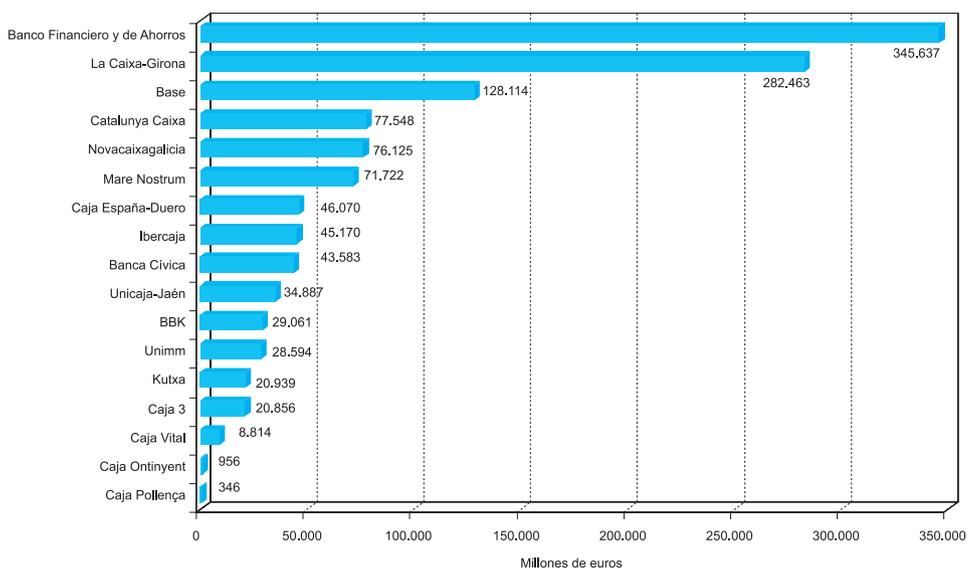
\* Último dato a septiembre de 2010.

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.



En todo caso, el deterioro de activos no se ve reflejado únicamente en las tasas de morosidad en el crédito concedido a construcción y promoción inmobiliaria. Es necesario, además, aproximar la exposición total a este sector, qué parte de ella es problemática y que valor tienen los activos que dan soporte colateral a estos créditos. La estimación más reciente es la proporcionada por el Banco de España en su nota informativa de 21 de febrero de 2011 (Banco de España, 2011). En esta nota, de forma algo sorprendente, se hace mención explícita casi exclusiva de la exposición inmobiliaria de las cajas a diciembre de 2010 mientras que para el conjunto del sector no se ofrece información actualizada y se hace referencia a los datos proporcionados anteriormente, con motivo de la publicación de los test de estrés de julio de 2010. La exposición problemática de las cajas se estima en 100.000 millones de euros. Según el Banco de España, las provisiones específicas constituidas suponen un 31% del total de estas exposiciones. Si a ello se agrega el importe de la provisión genérica, mayoritariamente utilizada para atender estos quebrantos, se comprueba que las provisiones totales cubren el 38% de esta cartera. En cuanto al conjunto del sector, los datos referentes a julio de 2010 arrojan una exposición problemática total de 181.000 millones de euros, con una cobertura total del 33%. Comparando los datos de las cajas a diciembre de 2010 con los del promedio del sector seis meses antes parece deducirse que durante 2010, gran parte del esfuerzo de saneamiento se ha producido por la vía de las provisiones, lo que puede estar mitigando la pérdida esperada, si bien son precisos datos bastante más específicos para calibrar hasta qué punto esto puede ser así.

**Gráfico 2.**  
**Activos totales de las cajas de ahorros en el proceso de integración financiera. En millones de euros**

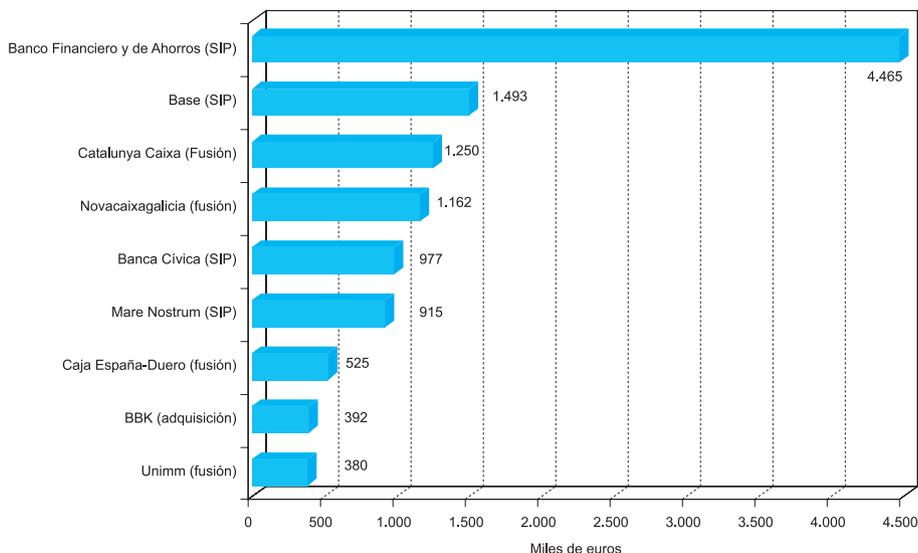


Fuente: CECA. Elaboración propia.

Al margen de la exposición inmobiliaria, cabe también preguntarse en qué medida el FROB ha supuesto un cambio en la estructura competitiva del sector, en la medida en que se han impulsado numerosos procesos de integración, hasta la fecha exclusivamente entre cajas de ahorros. Cabe destacar la flexibilidad con la que el FROB ha contado para apoyar integraciones con independencia de su formato jurídico, de manera que tanto en el caso de fusiones entre cajas, como de acuerdos de constitución de los SIP, el FROB ha tenido la suficiente capacidad para instrumentar tales apoyos. Como resultado, ha habido 12 procesos de integración que han reducido el número de cajas de ahorros de 45 hasta 17, en las que han participado 40 cajas de ahorros cuyos activos representan más del 90 por 100 del sector de cajas. El Gráfico 2 muestra los activos totales de las entidades resultantes. Resulta ilustrativo señalar que el tamaño medio del sector de las cajas de ahorros se ha casi triplicado, pasando de 28.825 millones de euros en 2008, hasta 75.906 millones de euros en septiembre de 2010.

Hasta el cierre de edición del presente trabajo (abril de 2011), el proceso de reestructuración se ha concretado en cuatro SIP, cuatro fusiones puras y una adquisición. Según la información del Banco de España, el FROB ha desembolsado hasta la fecha 11.559 millones de euros, cuya distribución se muestra en el Gráfico 3.

**Gráfico 3.**  
**Ayudas concedidas por el FROB**



Fuente: CECA. Elaboración propia.



## 2.4. Una reforma inconclusa: el Real Decreto-ley 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero

El FROB marcó la primera hoja de ruta y el RDL 11/2010 dio desarrollo a aspectos específicos de las cajas de ahorros que estaban llamados a transformar este modelo de entidad de forma significativa. Sin embargo, la evolución de la llamada crisis de la deuda soberana durante 2010 y 2011 y las dudas que los inversores internacionales mantenían sobre la capacidad de las entidades financieras españolas para solventar los problemas de solvencia –así como sobre las estructuras de integración que se estaban formando y su gobernanza– precisó de nuevas iniciativas regulatorias. En este sentido se desarrolló el RD-L 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero. En el tratamiento de esta disposición normativa, aun de forma implícita, subyace un foco particularizado en las cajas de ahorros. Es más, como ejemplo de la forma en que se ha entendido este RD-L 2/2011 y el propio proceso de reestructuración en España, cabe citar un párrafo ilustrativo de la nota circulada por el Banco de España el 21 de febrero de 2011, en la que se afirma que:

«Una parte de los problemas de las cajas de ahorros están asociados a las peculiaridades de su naturaleza jurídica. En primer lugar están dotadas de una estructura de gobernanza compleja y rígida, que no favorece la aplicación de las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo; y, en segundo lugar, tienen restricciones legales para obtener recursos propios de primera calidad por una vía que no sea la retención de beneficios» (véase Tabla 1).

Tabla 1. Dificultades estructurales y medidas adoptadas

Dificultades estructurales	Medidas adoptadas
Obtención de recursos propios	Reforma legal para emitir capital (2010)
Estructura jurídica compleja	Nueva Ley de Cajas (RDL 11/2010)

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

El Real Decreto-ley 2/2011 persigue tres objetivos fundamentales. En primer lugar, se elevan las exigencias de solvencia de las entidades de crédito españolas para «favorecer su acceso a los mercados de capitales, y en general, para reforzar la confianza en la solidez del sistema bancario español». En segundo lugar, se incentiva a las entidades para que «acudan a los mercados de capitales y para que adopten estructuras fáciles de comprender y evaluar por los mercados». Y en tercer lugar, se «acelera el proceso de reestructuración en concordancia con las normas comunitarias».

En primer lugar, el RD-L 2/2011 propone nuevas exigencias de capital a las entidades financieras, que se aproximan a las exigencias de capital previstas en *Basilea III*. Estas nuevas exigencias son:

- Un 8% de los activos ponderados por riesgo en cada momento.
- La exigencia se elevará al 10% para:
  - Aquellas entidades que verifiquen que tengan una proporción mayor del 20% en los mercados mayoristas superior al 20%.
  - Y que no hayan colocado frente a terceros inversores al menos el 20% de su capital social.

La Tabla 2 muestra el cómputo de core capital bajo el RD-I 2/2011.

**Tabla 2. Definición de core capital en el RDL 2/2011**

+	Capital desembolsado
+	Reservas
+	Prima de emisión
+	Resultado positivo del ejercicio
+	Plusvalía en RF y RV AFDV
+	Intereses minoritarios
+	Deuda obligatoriamente convertible en acciones
+	Participaciones del FROB
-	Acciones propias
-	Pérdidas del ejercicio
-	Fondo de comercio
-	Otros activos inmateriales
-	Minusvalías en RF y RV AFDV
-	Ajuste por valoración de AFDV que forman parte del patrimonio neto

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

En este RD-I de reforzamiento, el FROB asume un papel catalizador en el proceso de reestructuración. La reforma del funcionamiento del FROB incluye la autorización para adquirir acciones del capital social de las entidades financieras con el fin de reforzar sus recursos propios, mediante un periodo limitado de tiempo, a condición de que la entidad aplique un plan de recapitalización con posibles compromisos referidos a los costes de estructura, gobierno corporativo y otros. Para el caso particular de las cajas de ahorros o de una integración mediante un SIP, se exigirá pasar todo el conjunto de la actividad crediticia a un banco: a) mediante el ejercicio indirecto de la actividad financiera; y b) transformación en una fundación titular de un banco. Además el FROB se incorporaría como administrador adicional al consejo de administración del banco resultante. No obstante, la entidad beneficiaria deberá presentar un plan de recapitalización que ha de aprobar el Banco de España en el que se establecerán las medidas suficientes para orientar la mejora de la eficiencia, la racionalización de su administración, así como un redimensionamiento de su actividad productiva. Por su parte el FROB enajenará los títulos adquiridos en un plazo máximo de cinco años.



El RD-I 2/2011 puede tener importantes implicaciones para el sistema financiero español. En primer lugar, la exigencia del 8% de capital de máxima calidad para las entidades de crédito incentiva que éstas acudan a los mercados de capitales para financiarse. En segundo lugar, facilita el acceso al mercado puesto que da mayores garantías a los inversores de renta fija y variable. Por otro lado, el nuevo RD-I permite conservar la condición de cajas de ahorros a las entidades beneficiarias.

La siguiente pregunta que cabe hacerse es cuáles son los próximos pasos a seguir tras la aprobación del RD-I 2/2011. El primer paso, que se dará en marzo de 2011, será indicar a las entidades de crédito si cumplen los requisitos establecidos o si bien necesitan capital adicional y aquellas entidades que no vean factible el cumplimiento del requisito, deberán acudir al FROB. La segunda fase entra en vigor en el mes de septiembre de 2011. Para las entidades que sea necesario, el FROB aportará los fondos que surjan de la diferencia entre la necesidad de capital para cumplir con lo establecido en el RD de reforzamiento y lo que han obtenido en los mercados. Por otro lado, existe el plazo de otorgar un plazo de flexibilidad hasta diciembre de 2011 para aquellas entidades que, por motivos suficientemente justificados, no hayan podido cumplido con el objetivo. Además de una tercera prórroga hasta el primer trimestre de 2012 en casos de procesos de admisión a cotización.

Si bien el RD-I 2/2011 se asienta bajo principios claros y hace una apuesta decidida por el reforzamiento de la solvencia que, por sí sola, puede tener efectos positivos, existen algunos aspectos controvertidos que aún deberán afrontarse para poder cerrar la hoja de ruta de la reforma bancaria en España, entre los cuales cabe destacar los siguientes:

- En términos generales, el RD-I 2/2011, en su intento de reforzar la solvencia, establece criterios diferenciados en cuanto a requerimientos de capital según determinadas circunstancias lo que, en ciertos casos, puede generar algunas asimetrías y algo de discrecionalidad en su aplicación.
- Resulta algo sorprendente que se exija más capital atendiendo a criterios distintos al de la exposición al riesgo y concentración del mismo, que ha sido el eje tradicional de la regulación de recursos propios. Se ha preferido fijar distintos niveles de coeficiente regulatorio atendiendo a otros criterios como la propiedad del capital social o la apelación mayorista para obtener liquidez, cuya relación con el nivel de capital necesario no está suficientemente documentada.
- Un aumento tan considerable de las exigencias mínimas de core capital –como se ha mostrado en la literatura bancaria convencionalmente– ha de tener necesariamente un efecto restrictivo sobre el crédito, aunque este pueda ser justificable por un objetivo superior de estabilidad financiera. Por tanto, parece existir una cierta asimetría entre la resolución de los problemas de corto plazo y la de los de largo plazo.

- La importante batería de actuaciones que implica el RD-I 2/2011 –que, en todo caso, muestran una cierta inconsistencia temporal en la economía política de la reestructuración por los varios cambios acometidos en la hoja de ruta– con algunos de los análisis contemporizadores que suelen hablar de modestas cantidades de recursos que finalmente pueden necesitarse aplicar desde el FROB para recapitalizar las entidades financieras. No termina de entenderse que la regulación vaya in crescendo cuando, al parecer, la situación se está normalizando.
- En algunos supuestos del RD-I 2/2011, la financiación del FROB puede conllevar una nacionalización parcial de las entidades, que en todo caso puede ser transitoria. Este es un aspecto fundamental porque, por sí sólo, podría ser la solución principal al problema del saneamiento de activos. Sin embargo, la prioridad no ha sido explicitar y hacer transparentes estos riesgos para intervenir allí donde sea preciso sino hacer esta intervención dependiente en una nueva exigencia de solvencia.
- Para solventar el problema de confianza respecto a las entidades financieras españolas, lo que realmente precisan los inversores, algo discutido y debatido desde hace tiempo, es saber cómo se va a resolver el problema del deterioro de activos en una economía muy endeudada que va a crecer con poca intensidad en los dos próximos años y que tiene un problema estructural de elevado desempleo. Y aunque los desequilibrios de la economía española se están corrigiendo, aún existen nubes en el horizonte que pueden afectar al sector financiero. La principal demanda de información, en nuestra opinión, desde el exterior sobre el sector financiero español –además de conocer la pérdida esperada no solamente hoy sino una estimación de la futura– es cómo se cubrirá a lo largo del tiempo la exposición problemática bancaria que se vaya convirtiendo en fallida y no esté suficientemente provisionada. Será crucial, asimismo, determinar cómo afectará esta eventualidad a los resultados, los planes de viabilidad y, en sentido último, al negocio, que son los parámetros que finalmente condicionan las decisiones de los inversores y la valoración a largo plazo de las entidades financieras.

En todo caso, estos aspectos podrían aún cerrarse en los próximos meses, con una actuación decidida a favor de la transparencia. En todo caso, cabe considerar como muy positivo que el RD-I 2/2011 ha hecho más explícito el papel del FROB y sus funciones como participante activo el proceso es un elemento positivo. En particular, se ha acogido de forma positiva que el FROB adopte el rol de backstop o barrera para solventar problemas de acceso a los recursos de capital.

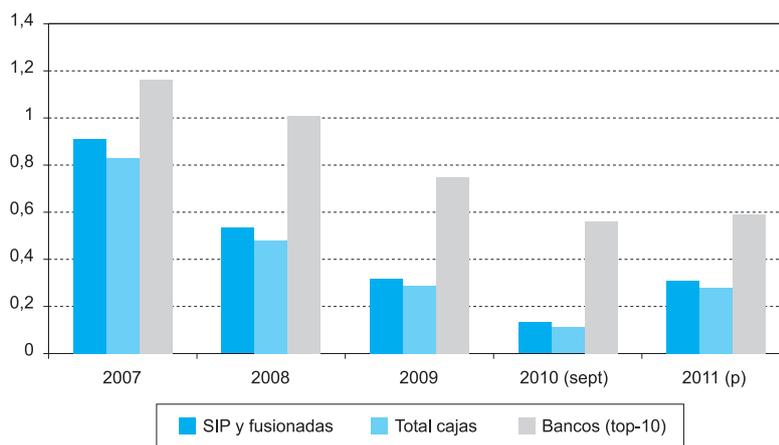


### 3. Las cajas durante la crisis: principales magnitudes y proyecciones

Al margen de los importantes cambios regulatorios y sus implicaciones para las cajas, cabe preguntarse cómo han evolucionado estas entidades durante la crisis en relación a los bancos, y también cómo se están desarrollando aquellas cajas implicadas en procesos de integración. Para las comparaciones temporales, las entidades integradas se consideran antes de su consolidación como suma contable de los distintos parámetros individuales de cada caja por separado. En las comparaciones se emplean los datos de balance y cuentas de resultados ofrecidos por la Asociación Española de la Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). El período temporal es 2007-2011. Los grupos comparados son el top-10 de los bancos, el promedio del sector de cajas de ahorros y el promedio de los grupos de cajas integrados. Las estimaciones ofrecidas para 2011 surgen a partir de una estimación del autor a partir de las ganancias estimadas de los procesos de integración, los planes de eficiencia puestos en marcha por las entidades y los indicadores previstos de evolución macroeconómica y financiera.

En el Gráfico 4 se muestra la rentabilidad sobre activos (RoA). Como es propio de los períodos de inestabilidad financiera, la rentabilidad promedio de bancos y cajas ha disminuido desde 2007. En particular, entre 2007 y 2010, el RoA de las cajas pasó del 0,83% al 0,11%, mientras que la del top-10 de los bancos lo hizo del 1,16% al 0,56%. En 2010, el RoA estimado para las cajas involucradas en procesos de integración es del 0,13%. En todo caso, resulta esperable que con el proceso de consolidación y la relativa normalización de la situación de inestabilidad financiera esta ratio pueda aumentar hasta el 0,31% para las cajas que han afrontado procesos de integración y hasta el 0,59% en los bancos.

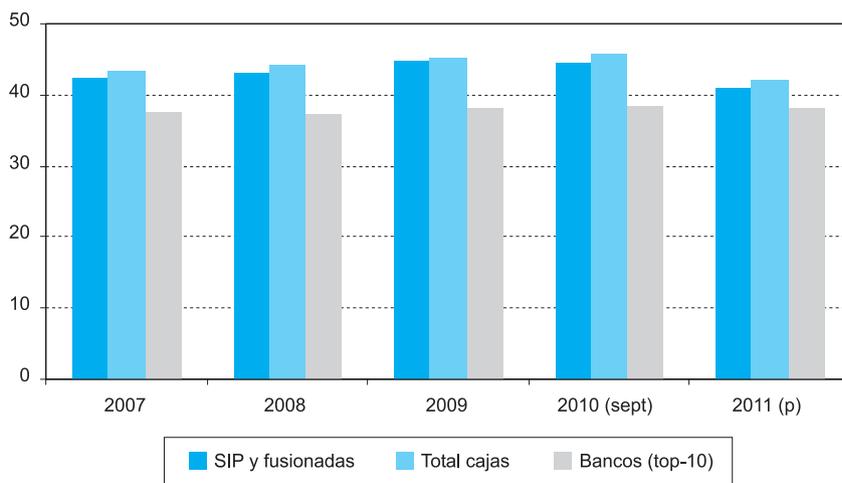
**Gráfico 4. Rentabilidad sobre activos del top-10 bancos, cajas de ahorros y cajas involucradas en procesos de integración (2007-2011)**



Fuente: AEB, CECA y estimaciones propias.

Uno de los aspectos donde más cambios se están produciendo con la reestructuración del sector es en lo que se refiere a eficiencia operativa. En los años anteriores a la crisis, los clientes bancarios españoles se habían beneficiado de una red de servicios y de atención amplia que, con la crisis y habida cuenta de las diferencias con otros países europeos, pareció evidenciar un cierto exceso de capacidad. No resulta sorprendente por lo tanto, que en la mayor parte de planes de eficiencia presentados por las cajas de ahorros involucradas en procesos de integración y, en general, en el conjunto del sector, se haya procedido a una reducción del número de oficinas y empleados, con objeto de corregir en alguna medida ese exceso de capacidad. Desde 2008 y hasta finales de 2010 el número de oficinas bancarias se había reducido en 3.075 (-13,1%) y el de empleados en 14.112 (-11,2%). Como muestra el Gráfico 5, esto está posibilitando una progresiva mejora en los ratios de eficiencia expresada como el cociente «costes de explotación/margen bruto». En el caso del top-10 de los bancos, la ratio se había deteriorado desde el 37,52% en 2007 hasta el 38,29%, si bien se espera una mejora en 2011, hasta el 37,98%. En el caso de las cajas, la ratio pasó del 43,31% en 2007 al 45,81% en 2010, esperando que la ratio se reduzca significativamente hasta hasta el 42,13% en 2011 a medida que se consoliden los procesos de integración. En particular, la eficiencia estimada en las cajas inmersas en procesos de integración en 2010 era del 44,43%, estimando que se llegue al 41,12% en 2011. Estas ratios, en cualquier caso, se encuentran muy por debajo (mejor eficiencia) del promedio medio estimado para la UE-27, que según el BCE (2010) se situaba en 2009 en el 55,3%.

**Gráfico 5. Ratio de eficiencia (costes de explotación/margen bruto) del top-10 bancos, cajas de ahorros y cajas involucradas en procesos de integración (2007-2011)**



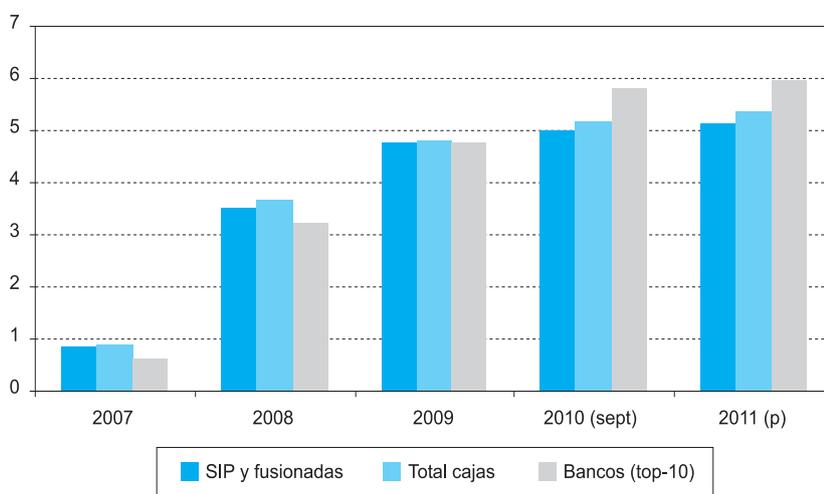
Fuente: AEB, CECA y estimaciones propias.



En cuanto a la morosidad, el deterioro de la ratio de «créditos dudosos/créditos totales» desde 2007 es evidente y está en consonancia con el significativo aumento de los niveles de desempleo que en diciembre de 2010 alcanzaron ya el 20,3%. Con este panorama, las entidades financieras españolas habrán de lidiar aún durante 2011 con un aumento de la morosidad. En particular, ésta ha aumentado para el top-10 de los bancos del 0,64% al 5,81% entre 2007 y 2010 y en 2011 podría llegar hasta el 5,98%. En cuanto a las cajas, entre 2007 y 2010, la ratio de morosidad pasó del 0,89 al 5,16% y en 2011 podría alcanzar el 5,36%. En el grupo de cajas participantes en procesos de integración la morosidad en 2010 era del 5,01% y se espera que aumente en 2011 hasta el 5,16%. Cabe reseñar que la morosidad de los bancos ha superado a las de las cajas debido a que gran parte de los créditos fallidos se están concentrando más recientemente en el crédito-consumo, donde los bancos cuentan con una participación tradicionalmente más elevada que las cajas de ahorros.

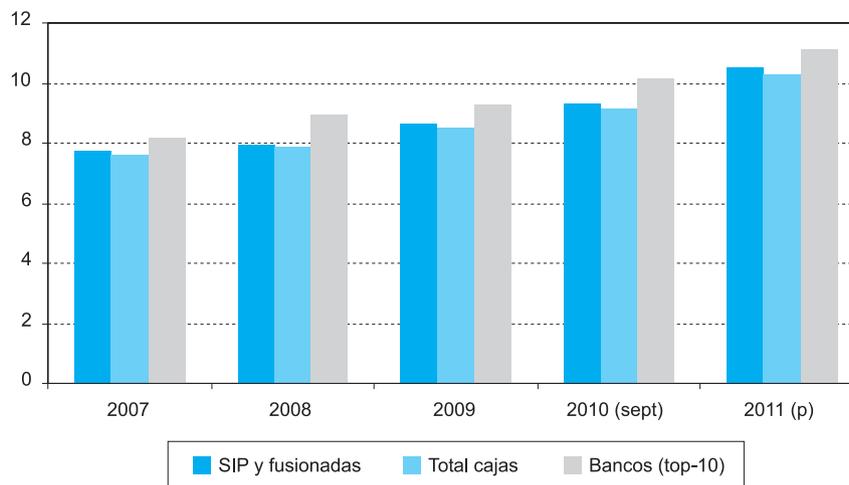
Finalmente, parece conveniente estimar la evolución probable de la solvencia, teniendo en cuenta que gran parte de las iniciativas regulatorias reseñadas en el apartado anterior se han orientado en esta dirección. Con los datos disponibles aportados por las entidades a la fecha, la ratio Tier 1 de capital del top-10 de los bancos españoles habría pasado del 8,19 al 10,17% entre 2007 y 2010; y podría llegar hasta el 11,09% en 2011. En cuanto a las cajas, entre 2007 y 2010, la ratio Tier 1 pasó del 7,61 al 9,16%. En 2010, esta ratio era del 9,32% y en 2011 puede llegar al 10,53%, habida cuenta del esfuerzo que las entidades han de realizar con las exigencias previstas en el RD-I 2/2011.

**Gráfico 6. Tasa de morosidad del top-10 bancos, cajas de ahorros y cajas involucradas en procesos de integración (2007-2011)**



Fuente: AEB, CECA y estimaciones propias.

**Gráfico 7. Ratio Tier 1 del top-10 bancos, cajas de ahorros y cajas involucradas en procesos de integración (2007-2011)**



Fuente: AEB, CECA y estimaciones propias.

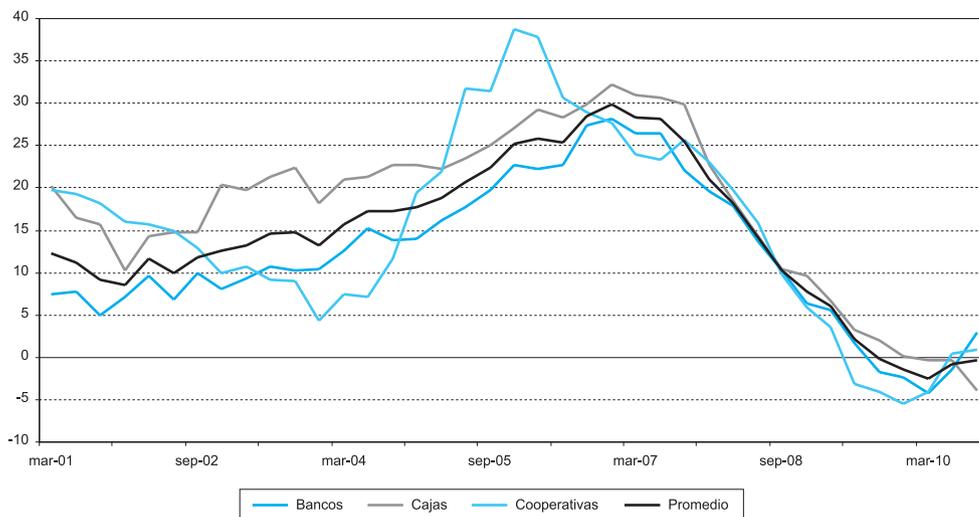
## 4. El futuro del negocio de las cajas de ahorros

Durante la larga etapa de expansión económica previa a la crisis financiera, el sector bancario español acumuló desequilibrios, dado que tanto la capacidad instalada como el crédito, sobre todo el concedido al sector de promoción y construcción inmobiliaria, habían crecido a ritmos difícilmente sostenibles a medio y largo plazo. Por otro lado, esta expansión se financió en buena parte acudiendo a los mercados de renta fija internacionales, ya que los depósitos captados a las familias y empresas españolas no eran suficientes para sostener un ritmo de crecimiento del crédito tan intenso. Uno de los principales retos a los que se enfrenta el conjunto del sistema financiero español –y el de las cajas de ahorros en particular– en la actualidad, es el de hacer frente a estas transformaciones y a los cambios introducidos en materia regulatoria, de gran calado, que han tenido lugar recientemente. Será preciso, entre otros aspectos, desarrollar una reorientación del negocio, desde la financiación de actividades relacionadas con el ladrillo, hacia otros aspectos de la actividad productiva. Necesariamente, y en concordancia con la estructura de la financiación bancaria en otros países, el crédito tendrá que orientarse en mayor medida hacia las pymes.

Desde el inicio de 2007 el volumen de financiación externa de las empresas no financieras españolas comenzó a decrecer, alcanzando una tasa de variación negativa a partir del segundo trimestre de 2009. Como se muestra en el Gráfico 8, según los últimos datos del Banco de España, el crédito a empresas del sector bancario español ha alcanzado una tasa de variación promedio negativa del 0,28% en el tercer trimestre de 2010. En cualquier caso, se trata de una mejora relativa respecto al mínimo alcanzado en marzo de 2010 (-2,48%). Cabe señalar,



**Gráfico 8.**  
**Tasa de variación del crédito destinado a empresas**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

eso sí, que dicha disminución ha sido motivada principalmente por una tasa de variación del crédito negativa del 12,71% en el sector de la construcción. Por otro lado, las cajas de ahorros han sido el sector que mayores tasas de crecimiento del crédito ha registrado con anterioridad al inicio de la crisis financiera, siendo asimismo más estable durante el periodo de recesión posterior, en el que mientras los bancos registraron una tasa negativa del 1,4%, las cajas de ahorros alcanzaron una leve reducción del 0,3%, demostrando su esfuerzo por mantener su compromiso de financiación con empresas y familias y su implicación social.

257

La diversificación del crédito hacia sectores con proyección de futuro e industrias con un componente innovador, podría representar una alternativa fundamental no sólo ante el menor dinamismo de la actividad bancaria vinculada al mercado inmobiliario, sino también ante el potencial de penetración de estos nuevos sectores. Si bien la implantación de este tipo de políticas crediticias basadas en la diversificación hacia nuevos sectores podría provocar un menor crecimiento de los activos bancarios, dado su menor volumen, al mismo tiempo, podría significar la vinculación con sectores más rentables y de menor apalancamiento<sup>1</sup>. Por otro lado, al tratarse de operaciones más complejas con riesgo menos conocidos, que requiere una gestión más activa que aquellas vinculadas al sector hipotecario, es de esperar que se produzca una reorientación de las capacidades de los recursos humanos de la industria hacia los mismos.

<sup>1</sup> Véase Carbó y Rodríguez (2010) para un análisis de la importancia del cambio de modelo de banca minorista en España.

A lo largo del periodo 2000-2008, tal y como se establece en Carbó *et al.* (2010), las cajas de ahorros han registrado una sensibilidad en la financiación de crédito a la inversión de las pyme tanto a corto como a largo plazo. El coeficiente estimado a largo plazo para las cajas se sitúa en un 0,12, lo que permite deducir que variaciones en la tasa de crecimiento del crédito a las pymes del 10% implican un incremento en los niveles de inversión de las mismas del 1,2%, mientras que dicho coeficiente resulta algo inferior en el caso de los bancos comerciales, alcanzando un valor de 0,09. El corto plazo mantiene diferencias similares, siendo el coeficiente de las cajas de ahorros de 0,09 y el de bancos de 0,06.

Para dinamizar y dar una nueva dimensión a la actividad de financiación a las pymes, es importante resaltar la necesidad de mejorar y diversificar las tecnologías crediticias (como por ejemplo, las técnicas de *screening* o *scoring*) de forma que no se descarten oportunidades de financiación rentables por no encajar en los parámetros tradicionales de evaluación crediticia. Considerando que la banca minorista podría, gracias a su modelo relacional, presentar una ventaja comparativa a la hora de generar información débil (*soft information*) respecto a las entidades mayoristas, la utilización de dicha información por parte del sector de las cajas debería favorecer el empleo de modelos de *screening* crediticio relajados sobre la existencia de dicha información relacional.

## 5. Conclusiones

Ante la actual coyuntura económica, resulta imprescindible que el sistema financiero transmita y genere confianza, de forma que se asienten unos pilares sólidos que faciliten un crecimiento económico sostenible y fomenten la creación de empleo, lo que permitirá a su vez desarrollar nuevas capacidades para solventar la delicada situación de la deuda pública y privada. La concreción del proceso de reestructuración bancaria, que parece haber alcanzado ya un importante grado de madurez, es un elemento esencial en este sentido. Sin embargo, aun quedan importantes tareas en este proceso para poder cerrar el círculo de la reforma y retornar a la estabilidad financiera. En este proceso, especialmente en los últimos meses, se ha echado de menos un mayor debate académico, de la enjundia que pudo tener, por ejemplo, el desarrollado en torno a la reforma del mercado de trabajo o las pensiones. Este debate podría haber, y puede aún, enriquecer el proceso. En particular, es preciso que se explicita dónde residen los principales riesgos y cómo se quieren acometer, algo que aún no se ha desarrollado y cuyo entramado contable e informativo incomoda a los analistas y a inversores extranjeros. La prioridad no ha sido explicitar y hacer transparentes estos riesgos para intervenir allí donde sea preciso sino hacer esta intervención dependiente en una nueva exigencia de solvencia. Esto es importante si se tiene en cuenta que los inversores foráneos precisan conocer con detalle cómo se va a resolver el problema del deterioro de activos en una economía muy endeudada, que va a crecer con poca intensidad en los dos próximos años y que tiene un problema estructural de elevado desempleo.



La transparencia y claridad deben ser características intrínsecas del futuro modelo bancario, de forma que este pueda propalar su viabilidad y valor económico, reforzando la confianza y la recuperación económica en España. La generalizada crisis de solvencia de nuestro sistema financiero, que ha afectado de manera más específica al sector de las cajas de ahorros, ha abierto la vía del mercado como alternativa para hacer frente a los nuevos requerimientos de recursos propios. El valor de franquicia de los negocios de las cajas es muy importante, y puede que su salida al mercado sea un medio efectivo para demostrarlo. De cara al futuro, las cajas pueden tener en la financiación empresarial de las pequeñas y medianas empresas la alternativa fundamental para reorientar su negocio. Si bien es verdad que la financiación de este tipo de actividades requiere el desarrollo de capacidades y habilidades específicas para valorar riesgos menos conocidos, éstas presentan también características muy deseables como son el carácter innovador y la diversificación. Asimismo, el sector de las cajas de ahorros cuenta en su favor con un elevado valor añadido, dado por su modelo de banca relacional, que a través de la cercanía al cliente puede suponer una clara ventaja en términos de mercado.

Es preciso tener también presente que la validez de la función social de las cajas de ahorros debería prevalecer, dado su importante papel en España. El modelo económico-social y la vinculación territorial son características propias de las cajas de ahorros, que las definen como tal. Estos aspectos diferenciadores resultan fundamentales para el desarrollo de la actividad financiera tanto por parte de las cajas de ahorros como por parte de los ciudadanos, y debe verse en ellos el valor añadido que hace de las cajas algo único y especial.

## Referencias bibliográficas

- Banco de España (2011): «Evolución y reforma de las cajas de ahorros»; nota Informativa (21 de febrero de 2011). Disponible en [http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/reestructura\\_sane/ficheros/notareformacajas210211.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/reestructura_sane/ficheros/notareformacajas210211.pdf)
- Banco Central Europeo (2010): *EU Banking Structure*. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eubankingstructures201009en.pdf>
- Carbó, S. y Rodríguez, F. (2010): «Hacia un nuevo modelo de servicios bancarios minoristas»; en *Cuadernos de Información Económica* (218); pp. 121-130.
- Carbó, S.; Mansilla, J. M. y Rodríguez, F. (2010): «Cajas de ahorros e inversión a largo plazo»; en *Cuadernos de Información Económica* (219); pp. 119-127.





# LOS RETOS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA CRISIS

Joaquín Maudos \*

## Resumen

El objetivo de este artículo es analizar los principales retos a los que se enfrenta el sector bancario español. Son problemas cuyo origen está en el creciente endeudamiento de nuestra economía apoyado en tasas de crecimiento del crédito bancario muy por encima del crecimiento del PIB, especialmente en el crédito destinado a las actividades relacionadas con la construcción (incluyendo el de las actividades inmobiliarias y el crédito para la adquisición de vivienda); en la expansión acelerada de la red de sucursales; y en la abundancia de liquidez en los mercados mayoristas en un contexto de tipos reducidos como consecuencia de las políticas monetarias expansivas aplicadas en los últimos años donde el ahorro mundial tenía «apetito» por el riesgo.

## Abstract

*The aim of this article is to analyse the main challenges facing the Spanish banking sector. They are problems originating in the growing indebtedness of our economy, supported by banking credit growth rates that are significantly higher than growth in GDP, especially in credit allocated to activities related with construction (including real estate activities and mortgages); the accelerated expansion of the branch network; and the abundance of liquidity in wholesale markets in a context of low interest rates as a consequence of expansive monetary policies applied in recent years when global savings had an «appetite» for risk.*

## 1. Introducción

En un artículo conjunto con Santiago Carbó publicado en el periódico *El País* de mayo de 2010 (basado en un trabajo más extenso de Carbó y Maudos, 2010), señalábamos lo que en nuestra opinión eran los «Diez interrogantes del sector bancario español»: 1) elevada concentración del riesgo en el «ladrillo»; 2) aumento de la morosidad; 3) modelo de negocio basado en la construcción; 4) dificultades en el acceso a la financiación de los mercados mayoristas; 5) reducción de los niveles de rentabilidad; 6) efectos colaterales de la crisis de la deuda (rebaja de ratings y competencia de la deuda pública); 7) exceso de capacidad instalada; 8) necesidades de incrementar los recursos propios (*Basilea III*); 9) el cierre del grifo del crédito bancario; y 10) retraso y prisas de última hora en el proceso de reestructuración.

Transcurridos unos cuantos meses desde aquella reflexión, en mayor o menor intensidad los retos persisten lo que demuestra que las respuestas hasta ahora dadas para hacer frente a los problemas del sector bancario (aprobación del FROB, cambios en la ley de cajas, publicación de las pruebas de resistencia, nueva normativa de provisiones, transparencia informativa, etc.), si bien van en la dirección adecuada, todavía no han dado sus frutos. La intensidad de la crisis económica en España y el retraso y falta de certidumbre en la salida (con previsiones de crecimiento del PIB de escasa cuantía, con una prolongación en el tiempo de elevadas tasa de paro, con dudas sobre el cumplimiento a tiempo del pacto de estabilidad, con reformas estructuras pendientes, etc.) conforman un entorno macroeconómico adversos para el desarrollo de la actividad bancaria como muestra la brusca caída de los beneficios en 2010.

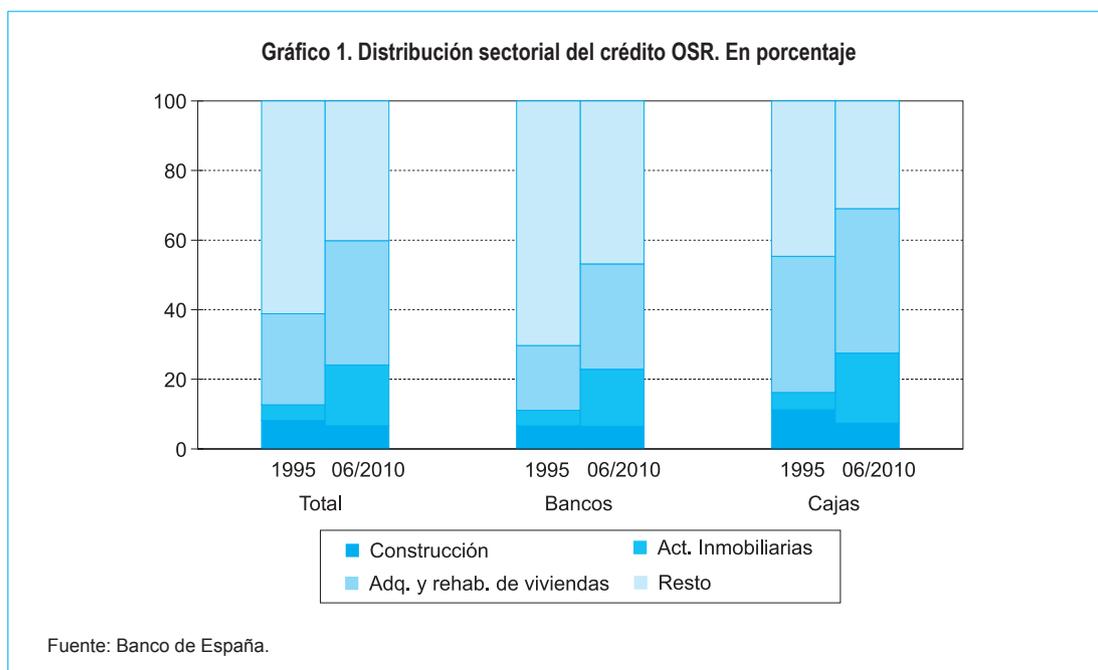
\* Universidad de Valencia e Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE)..

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar los principales retos a los que se enfrenta el sector bancario español. Son problemas cuyo origen está en el creciente endeudamiento de nuestra economía apoyado en tasas de crecimiento del crédito bancario muy por encima del crecimiento del PIB, especialmente en el crédito destinado a las actividades relacionadas con la construcción (incluyendo el de las actividades inmobiliarias y el crédito para la adquisición de vivienda); en la expansión acelerada de la red de sucursales; y en la abundancia de liquidez en los mercados mayoristas, en un contexto de tipos reducidos como consecuencia de las políticas monetarias expansivas aplicadas en los últimos años donde el ahorro mundial tenía «apetito» por el riesgo.

## 2. Los retos del sector bancario español

### 2.1. Elevada concentración del crédito en el «ladrillo»

Existe un acuerdo generalizado de que uno de los problemas más importantes de las entidades de depósito españolas es el elevado peso que tiene en sus balances los créditos concedidos a la actividad que gira en torno al sector inmobiliario, incluyendo el crédito a la construcción, la promoción inmobiliaria y para la adquisición de vivienda. Como muestra el Gráfico 1, en la década y media que transcurre desde 1995 a 2010, el peso del crédito relacionado con las actividades ligadas al «ladrillo» ha aumentado 20 puntos porcentuales en el total del crédito al sector privado residente, hasta alcanzar en junio de 2010 el 60% del total con un saldo vivo de 1,1 billones de euros. El crecimiento más acelerado se ha producido en el crédito destinado a la promoción inmobiliaria donde por término medio ha crecido a una tasa anual del 30,5% de 1995-2007, con un máximo anual del 50% en 2006.





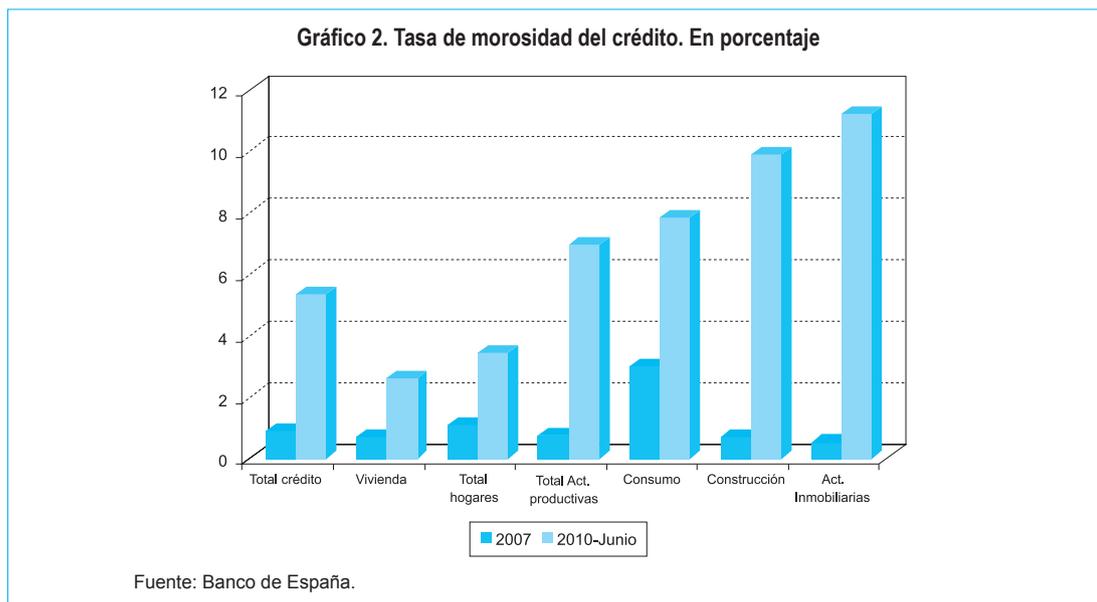
La orientación del negocio bancario hacia las actividades relacionadas con la construcción es mayor en las cajas de ahorros, ya que concentra en junio de 2010 el 68,7% del total del crédito al sector privado, frente a un 52,1% en los bancos. No obstante, a pesar de ese mayor sesgo de las cajas hacia el ladrillo, la mayor diferencia entre ambos tipos de instituciones se da en el préstamo para la compra de vivienda, ya que concentra el 41,5% del crédito total de las cajas frente a un 29,8% en los bancos. En cambio, las diferencias son más reducidas en el crédito destinado a la promoción inmobiliaria (26,2% en cajas y 21,8% en bancos) y a la construcción (6,2% en bancos y 7,3% en cajas). En términos de saldo vivo, en junio de 2010 las cajas de ahorros tienen 178.000 millones de euros más que los bancos en créditos relacionados con el ladrillo, de los que 121.000 millones son créditos hipotecarios, 33.500 millones son créditos destinados a la promoción inmobiliaria y el resto (10.000 millones de euros) a la construcción.

## 2.2. Aumento en la tasa de morosidad y de los activos «problemáticos»

Tras el inicio de la crisis internacional en verano de 2007 y de forma más acusada tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria unos meses más tarde, las tasas de morosidad bancarias experimentaron un crecimiento acelerado prácticamente ininterrumpido que llega hasta nuestros días. Como muestra el Gráfico 2, la morosidad del conjunto de entidades de crédito españolas se sitúa en junio de 2010 en el 5,3% (5,5% en septiembre de 2010), habiendo crecido de forma acelerada desde finales de 2007, donde era sólo del 0,92%.

El dato agregado de la morosidad del crédito bancario enmascara importantes diferencias según el destino sectorial del crédito. Como muestra el Gráfico 2, las tasas más elevadas se sitúan en la promoción inmobiliaria (11,2% en junio de 2010) y en la construcción (9,9%), siendo también muy elevada en el crédito al consumo (7,8%). En cambio, la morosidad es mucho más reducida en el préstamo destinado a la compra de vivienda (2,6%).

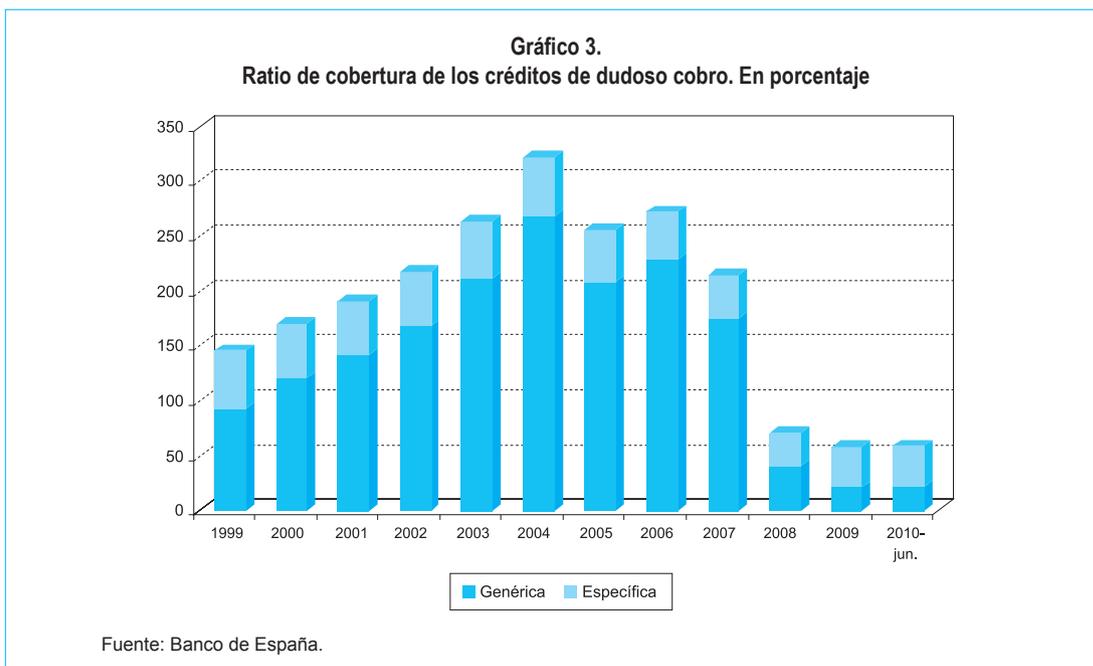
La comparación de la morosidad con la de otros países debe de realizarse con cautela dado que su definición no está armonizada a nivel internacional. Además, existe un desfase temporal en la disponibilidad de información que nos impide poder realizar la comparación con el último dato disponible en el caso del sector bancario español. En concreto, el último dato que ofrece el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de estabilidad financiera de abril de 2010 sitúa la morosidad de la banca española en el 5,1% en diciembre de 2009, frente a un valor del 5,4% en Estados Unidos. En el caso de la banca europea, la información que ofrece el FMI no permite realizar una comparación dado el distinto momento en el que están fechadas las tasas por países.



Además de los activos de dudoso cobro, los activos problemáticos incluyen los catalogados como subestándar, los activos adjudicados, así como los fallidos. Según información facilitada en el informe de estabilidad financiera del Banco de España en octubre de 2010, el montante de estos activos problemáticos relacionados con el sector inmobiliario y la construcción asciende a 181.000 millones de euros, de los que 47.900 millones son de dudoso cobro, 57.600 millones son subestándar, 70.000 millones son activos adjudicados y adquiridos y 5.300 millones son fallidos. A pesar de lo elevado de la cuantía (en torno al 17% del PIB y el 41% de la inversión crediticia en este sector), el porcentaje de cobertura es elevado ya que alcanza el 33% incluyendo las provisiones genéricas. La incógnita que se plantea es cuál es el verdadero valor de mercado de los activos adjudicados y las garantías que respaldan esos préstamos, y si las provisiones acumuladas son suficientes para absorber las pérdidas potenciales asociadas a posteriores caídas en el valor de esos activos reales.

264

El acelerado ritmo de crecimiento de la morosidad ha sido algo más llevadero en España como consecuencia del colchón de provisiones genéricas del que se partía como consecuencia de las exigencias del Banco de España en forma de provisiones anticíclicas (ver Gráfico 3). No obstante, la caída en la ratio de cobertura ha sido intensa pasando de un máximo del 322% en 2004 al 59% en junio de 2010. En comparación con otros sectores bancarios, el nivel de cobertura actual está en línea con el existente en otros países. En concreto, el último dato del Banco Central Europeo referido a diciembre de 2009 sitúa la cobertura de la morosidad de la banca de la UE-15 en el 51%, frente a un 58,7% en España y un 58,1% en EEUU (según el Fondo Monetario Internacional). La duda que se plantea y que preocupa es que el recurso de algunas entidades a las provisiones acumuladas en el pasado (ya se han consumido unos 18.000 millones de euros) está llegando a su fin lo que situaría en pérdidas la cuenta de resultados como consecuencia de la necesidad de continuar dotando provisiones en un escenario de aumento de la morosidad y tras el endurecimiento de la normativa de provisiones del Banco de España que entró en vigor en octubre de 2010.



### 2.3. Hacer frente a vencimientos de deuda en un entorno de restricciones de liquidez en los mercados mayoristas

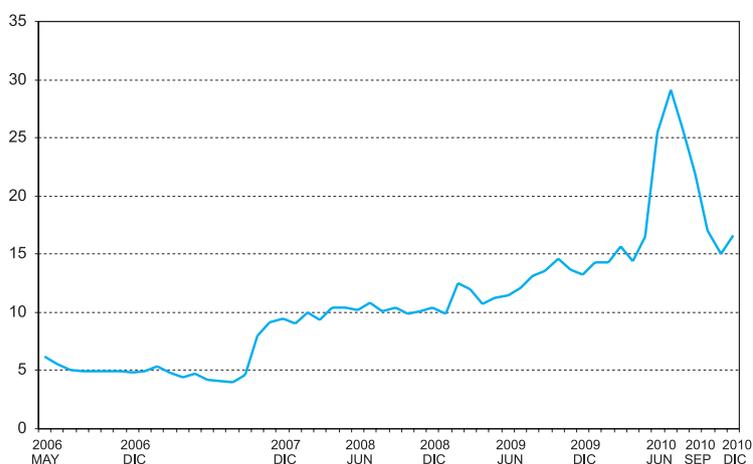
En un contexto de abundancia de liquidez de los mercados internacionales, la banca española pudo financiar sin dificultad el elevado ritmo de crecimiento del crédito. La importancia creciente de los mercados mayoristas como fuente de financiación se pone claramente de manifiesto viendo la evolución de la relación depósitos/crédito (del sector privado no financiero) que cayó del 111% en 1997 al 90% en 2009, situándose en este último año por debajo de la media de la banca de la Eurozona (93,2%). En paralelo, se produjo un intenso crecimiento en la importancia relativa de la emisión de deuda para obtener financiación, de forma que el peso de la renta fija en el activo total pasó de un 3,6% en 1997 (frente a un 15,5% en la Eurozona) a un 12,7% en 2009 (frente a un 15,8% en la Eurozona).

Pero este contexto de abundancia de liquidez cambió por completo con la crisis financiera de verano de 2007 y con más intensidad tras la quiebra en Lehman Brothers en septiembre de 2008. Este último episodio fue de tal importancia que dio paso a una crisis de confianza en los mercados financieros plasmada en un cierre del mercado interbancario así como de los mercados de deuda internacionales. El cierre en la financiación mayorista ha tenido efectos negativos en la banca española, dada la magnitud de su deuda externa y la necesidad de hacer frente a vencimientos de deuda de elevada cuantía. Algunas estimaciones recientes sitúan el volumen de vencimientos de deuda hasta finales de 2012 en 265.000 millones de euros, lo que supone uno de los principales retos a los que tienen que hacer frente a corto/medio plazo las entidades españolas.

Dada la magnitud de los vencimientos a los que hay que hacer frente y en un contexto de dificultades en la obtención de financiación en los mercados internacionales (a los que solo algunas grandes entidades han tenido acceso), la banca española ha tenido que centrar sus esfuerzos en aumentar la captación de depósitos, iniciándose en 2010 una guerra que llega hasta nuestros días y que ha hecho saltar las alarmas dado el impacto negativo que tiene sobre los niveles de rentabilidad. En concreto, en el momento de redactar estas líneas (noviembre de 2010), un buen número de entidades ofrecen tipos pasivos en torno o por encima del 4%, frente a un 1,5% del Euribor a 12 meses.

Otro indicador de los problemas de liquidez de la banca española es la creciente apelación a la financiación que concede el Banco Central Europeo en su condición de prestamista de última instancia. Como muestra el Gráfico 4, el peso de la banca española en la financiación que aporta el eurosistema ha pasado de un porcentaje del 4% en agosto de 2007, a un porcentaje superior al 30% en julio de 2010, hasta alcanzar un saldo neto de 130.000 millones de euros. Si bien en los meses más recientes se ha producido una importante caída en el saldo vivo de la financiación del eurosistema a la banca española (hasta alcanza 67.000 millones de euros en diciembre, lo que supone el 17% del total del eurosistema), el peso de la banca española en el total sigue estando por encima de lo que le correspondería por su tamaño. Además, no es de extrañar que con la crisis de la deuda soberana en Irlanda y Portugal que ha salpicado a la deuda española (con un *spread* frente a Alemania por encima del nivel alcanzado tras la crisis de la deuda griega y antes de la publicación de los *stress test*), el sector bancario español vuelva a aumentar sus peticiones de financiación al Banco Central Europeo.

**Gráfico 4.**  
Participación del sector bancario español en la financiación del Eurosistema. En porcentaje



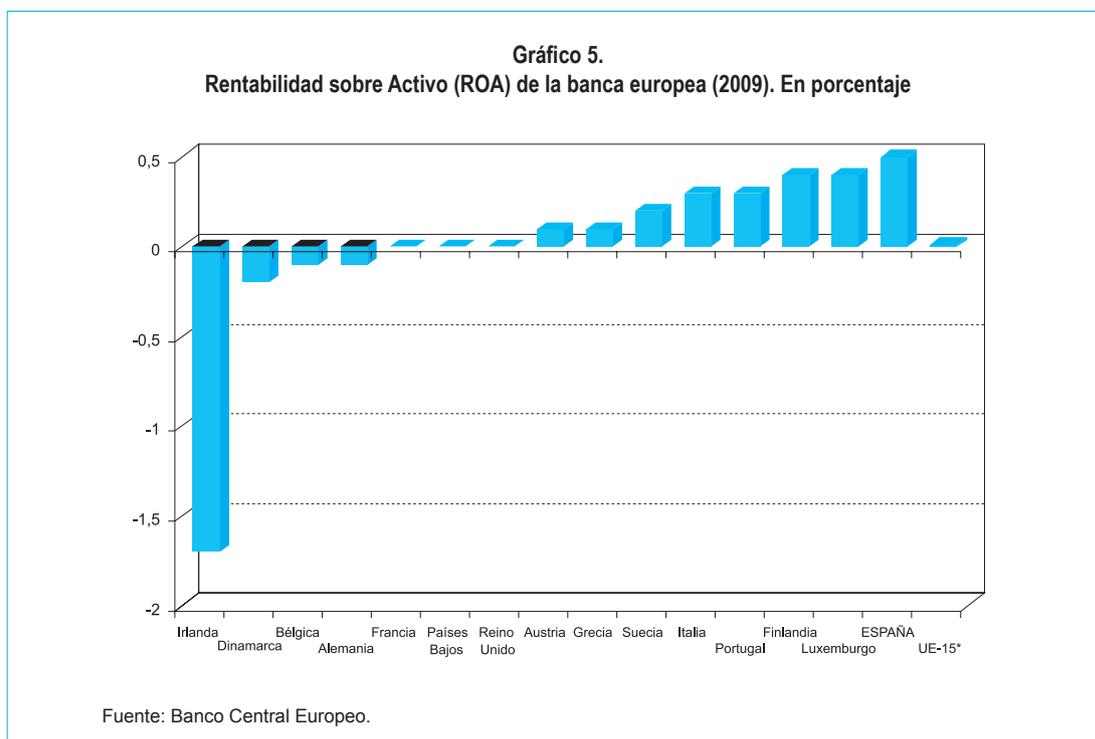
Fuente: Banco de España.



## 2.4. Entorno macroeconómico adverso e incierto: reducción de la rentabilidad

La caída tan acusada en el ritmo de crecimiento de la actividad bancaria (con tasas de crecimiento negativas del crédito desde finales de 2009) y la necesidad de dotar provisiones para hacer frente al deterioro de activos, se traduce en una brusca caída en el resultado de la actividad y por tanto en los niveles de rentabilidad. De hecho, en 2009, las entidades de crédito contabilizan un total de 22.245 millones de euros en pérdidas por deterioro de activos financieros, con un incremento del 28,1% respecto a 2008. No obstante, el crecimiento más intenso se produjo en 2008, con un aumento de las dotaciones del 102,6%. Además, la caída en el tipo de interés del mercado monetario y el encarecimiento en las fuentes de financiación recortan el margen de intermediación lo que ya de partida condiciona los niveles de rentabilidad.

A pesar del impacto de la crisis sobre los niveles de rentabilidad, hasta ahora, la banca española ha disfrutado de niveles más elevados. Así, la última información referida a 2009 facilitada por el Banco Central Europeo en su último informe de estabilidad financiera sitúa la ROA de las entidades de crédito en el 0,5%, con una caída importante respecto del año anterior. Y en comparación con el resto de países europeos, la banca española encabeza el ranking de rentabilidad sobre activos en 2009 (Gráfico 5), frente a tasas negativas o nulas en siete de los quince sectores bancarios de la UE-15.



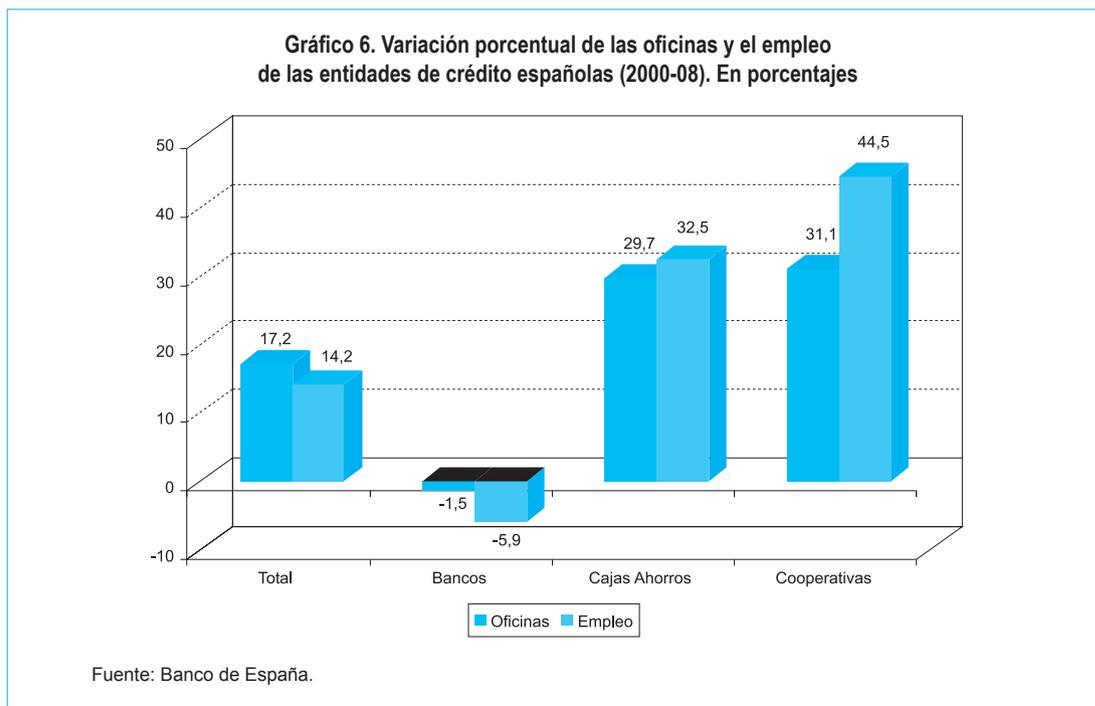
Respecto a las previsiones para 2010, el propio gobernador del Banco de España declaró públicamente a finales de 2010 (discurso del gobernador del 16 de noviembre de 2010) que se avecina un futuro inmediato caracterizado por nuevos recortes en los beneficios como consecuencia de los bajos tipos de interés activos, el agotamiento de las provisiones genéricas acumuladas en el pasado, el encarecimiento en el coste de la financiación (tanto mayorista como la minorista como consecuencia de la guerra del pasivo) y, muy importante, de los desequilibrios existentes en la economía real (bajo crecimiento y elevado nivel de paro que pueden pasar factura en términos de aumentos de la morosidad).

## 2.5. Reducción el exceso de capacidad instalada

El intenso ritmo de crecimiento del crédito bancario que tuvo lugar hasta 2007 permitía financiar con comodidad los mayores gastos de estructura asociados al aumento de la red de oficinas y del empleo. Era tal el ritmo de expansión de la actividad bancaria, que algunas entidades (sobre todo cajas de ahorros) se expandieron muy lejos de sus territorios tradicionales, en ocasiones confiando en que las nuevas promociones inmobiliarias serían suficiente para asegurar la viabilidad futura de la oficina. Eso explica que de 2002 a 2008 (periodo de mayor crecimiento del crédito en España), las entidades de crédito abrieron en España 7.056 oficinas, lo que supone un aumento del 18%. La mayor apertura de oficinas corresponde a las cajas de ahorros, con un crecimiento de 4.659 sucursales de 2002 a 2008, frente a 1.508 de los bancos y 822 de las cooperativas de crédito. En términos de empleo, en el mismo periodo la plantilla creció un 14,3%, pasando de 243.677 empleados en 2002 a 278.301 en 2008. De los 34.600 empleos creados, el 78% (27.041) corresponde a las cajas de ahorros, un 13% a las cooperativas de crédito (4.526) y un 3,1% a los bancos (1.089). Esta expansión de la red de sucursales en las cajas de ahorros explica que sean estas entidades las que se enfrentan en este momento a un mayor problema de exceso de capacidad.

Como consecuencia de la crisis y la consiguiente necesidad de reducir costes y mejorar la eficiencia, las entidades de depósito se han visto obligadas a reducir la red de oficinas y el empleo. En concreto, desde finales de 2008 hasta mediados de 2010, las entidades han cerrado 2.121 oficinas en España, de las que 1.082 corresponden a las cajas de ahorros, 865 a los bancos y 78 a las cooperativas de crédito. Con este recorte, la red actual de oficinas en España (a fecha junio de 2010) alcanza un total de 43.944 sucursales. El ligero recorte en la red de oficinas no ha hecho cambiar a España de los primeros puestos del *ranking* europeo en términos de densidad de red ya que, según información del Banco Central Europeo, a finales de 2009 España ocupa la segunda posición con 1.034 habitantes por oficina, frente a 1.766 en la banca de la eurozona (Unión Monetaria-16) y 2.131 en la UE-27.

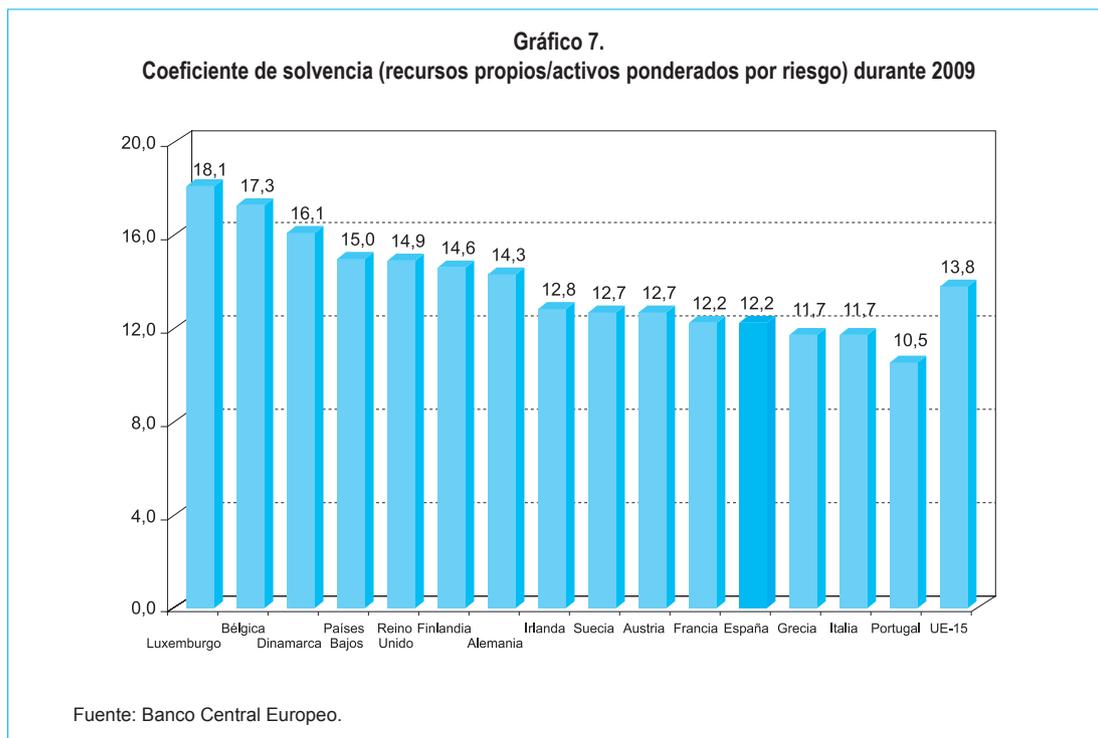
Como también refleja el Gráfico 6, el empleo de las entidades de depósito españolas también aumentó considerablemente (en concreto, un 14,2%) de 2000 a 2008. Pero con la crisis y el consiguiente exceso de capacidad instalada, el empleo cayó en 7.754 unidades en



2009, con una más que previsible caída en 2010 en el contexto de las fusiones llevadas a cabo en el sector de las cajas de ahorros. Así, en las operaciones con planes de integración aprobados por el Banco de España y con ayudas aprobadas por el FROB, los planes incluyen una reducción de plantillas entre el 11% y el 27% y en el número de sucursales entre el 10 y el 30%. No obstante, la «queja» actual tanto de la AEB, del Banco de España y del propio Gobierno es que el proceso de ajuste es lento con una reducción del empleo y de la red de sucursales que apenas llega al 20% del propuesto en los planes de viabilidad presentados al FROB.

## 2.6. Incrementar los recursos propios: *Basilea III*

En el contexto internacional, el último dato que ofrece el BCE en su informe de estabilidad financiera de septiembre de 2010 sitúa la solvencia de la banca española (recursos propios con respecto a los activos ponderados por riesgo) en el 12,2%, siendo el quinto país de la UE-15 con menor solvencia (ver Gráfico 7). Sin embargo, la comparación de los niveles de solvencia que contiene dicho gráfico debe de hacerse con mucha cautela teniendo en cuenta las importantes diferencias existentes en el volumen de capital que diversos gobiernos europeos han inyectados en sus sectores bancarios. En el caso concreto del sector bancario español, hasta la fecha, sólo se han intervenidos dos entidades de tamaño reducido (Caja Castilla La Mancha y Cajasur) y los procesos de reestructuración que han recibido ayuda del FROB han supuesto unas ayudas en torno a 11.000 millones que representan aproximadamente el 1% del



PIB frente a porcentajes muy superiores en otros países europeos (8% en el Reino Unido, 7% en Holanda e Irlanda –en este último caso antes de plan de rescate de finales de noviembre de 2010, 4% en Bélgica, etc.).

270

Como consecuencia de la crisis financiera y de la necesidad de reforzar la solvencia, en 2009 las entidades españolas hicieron un esfuerzo por mejorar sus niveles de capitalización con un aumento de 0,9 puntos porcentuales en su coeficiente de solvencia. Y a lo largo de la primera mitad de 2010, el coeficiente de solvencia ha seguido subiendo hasta alcanzar el 11,8%, con una *Tier 1* del 9,6% y un *core capital* del 8%. En consecuencia, como afirma el Banco de España en su informe de estabilidad financiera de octubre de 2010: «esta fortaleza en los coeficientes de solvencia sitúa a las entidades españolas en una buena posición de partida para afrontar las mayores exigencias que se derivarán de *Basilea III*».

En este ámbito de la solvencia, un reto añadido es hacer frente al endurecimiento que supone las nuevas propuestas conocidas como *Basilea III* ya aprobadas en la cumbre del G-20 de Seúl de noviembre de 2010. La subida del coeficiente de solvencia hasta el 10,5% (8% mínimo más 2,5% adicional de *buffer* de capital conservativo) obliga a las entidades a aumentar su capital, sobre todo el de mayor calidad (el *core capital*) del 2% actual al 4,5%, a lo que hay que añadir el 2,5% adicional de capital conservativo hasta situar el *core capital* total en el 7% de los activos ponderados por riesgo. El coeficiente *Tier 1* pasa del 4% al 6% (8,5% si sumamos el capital conservativo) y, además, se crea un nuevo colchón de capital contracíclico que se exige por las autoridades nacionales en casos en los que el crecimiento



del crédito sea excesivo. Por tanto, como máximo, el coeficiente de solvencia exigido podría situarse en el 13% (8%+2,5% de capital conservativo+2,5% de capital contracíclico). Además, la propuesta de *Basilea III* también incorpora dos coeficientes de liquidez, uno coyuntural para garantizar la liquidez en un periodo de 30 días, y otro estructural a 12 meses.

La duda que se plantea es cuál va a ser el impacto de la nueva regulación del capital sobre el sector bancario español. A este respecto, algún informe reciente lo cuantifica en 35.000 millones (en el caso de AFI). Independientemente de la cifra, las cajas de ahorros, *a priori*, pueden tener más dificultades para hacer frente a las mayores exigencias de capital como consecuencia de estar involucradas en procesos de reestructuración con ayuda (en algunos casos) del FROB a un elevado tipo de interés (mínimo del 7,75%) que hay que devolver en un plazo de 5 años. En este contexto, su capacidad de generar reservas (vía beneficios) es reducida lo que dificulta su capitalización. Por este motivo, la reciente entrada de vigor de la reforma de la ley de cajas va dirigida a poner a su disposición nuevas vías de capitalización o fomentar las ya existentes (como las cuotas participativas pero ahora con derechos políticos). El interrogante que en estos momentos se plantea es si en un entorno macroeconómico complicado (con una modesta tasa de crecimiento del PIB para 2011 y una tasa de paro en torno al 20%) los inversores institucionales van a estar dispuestos a adquirir capital de las cajas de ahorros. Por fortuna, el horizonte de exigencia de *Basilea III* no es de corto plazo ya que hay un calendario progresivo de exigencia que comienza en 2013 hasta ser 100% efectivo en 2019.

## 2.7. Abrir el «grifo» del crédito bancario

Desde el inicio de la crisis que estamos sufriendo, las empresas españolas se han quedado reiteradamente del cierre del grifo del crédito bancario como factor que estrangula aun más la salida de la crisis. Y si es indiscutible que la negativa tasa de crecimiento del crédito (desde finales de 2009) obedece tanto a factores de oferta como de demanda, la información que ofrece las encuestas contestadas por los propios bancos no deja lugar a dudas de que por el lado de la oferta se han endurecido las condiciones para acceder a la financiación bancaria. En concreto, la encuesta que elabora periódicamente el Banco Central Europeo sobre el acceso de las pymes a la financiación muestra que el porcentaje de empresas cuyas peticiones de financiación bancaria se deniegan en los seis meses anteriores al momento de realización de la encuesta se sitúa en España muy por encima de la media europea. En la misma línea, la encuesta sobre préstamos bancarios que elabora el Banco de España también muestra que los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a empresas y a hogares se han endurecido con la crisis.

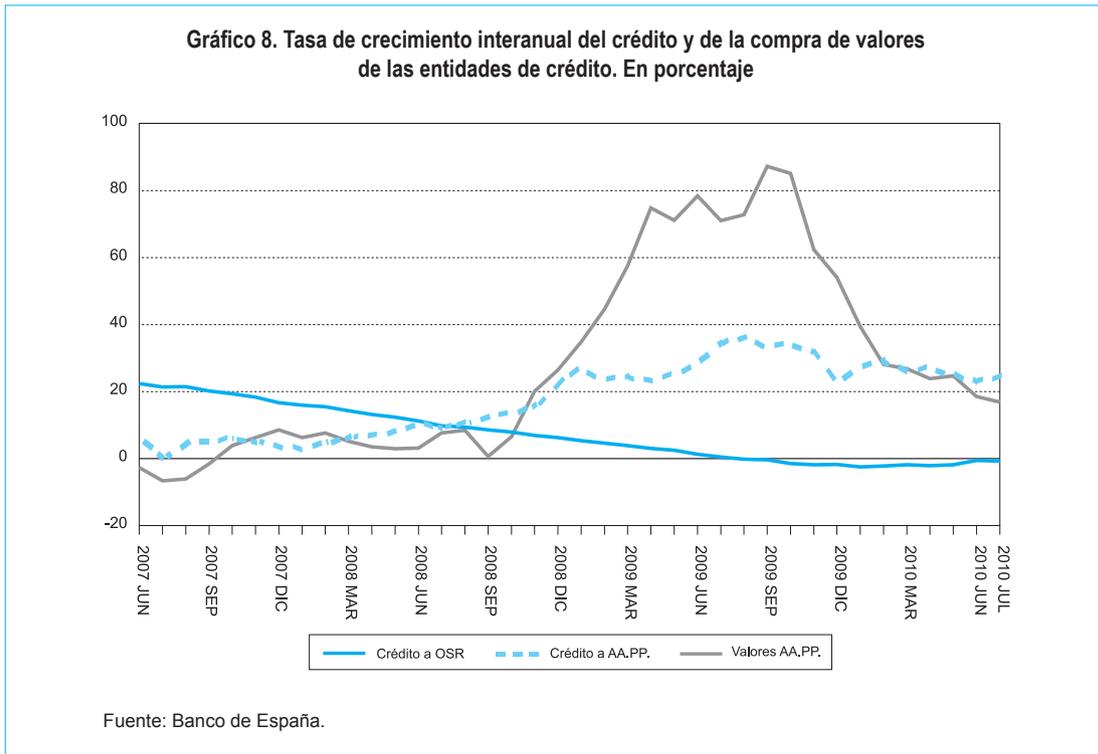
¿Qué explica este aumento en las restricciones por el lado de la oferta? Varios pueden ser los motivos explicativos: 1) en un contexto macroeconómico adverso, aumenta el grado de aversión al riesgo de las entidades financieras lo que se ve reflejado tanto en las mayores

primas de riesgo que aplican como en las restricciones de cantidad (*credit crunch* o racionamiento financiero); 2) el aumento de la tasa de morosidad y de los activos dañados pasa factura en el nivel de provisiones y en el grado de solvencia de las entidades. Y para mejorar sus niveles de solvencia, las entidades han optado por reducir el peso en el balance de los activos más arriesgados que suelen ser préstamos a las empresas; y 3) el elevado volumen de deuda bancaria que ha sido financiado en años pasados en los mercados mayoristas obliga a hacer frente a montantes muy cuantiosos, algo muy difícil de gestionar cuando los mercados mayoristas se cierran. En este contexto, la urgencia es hacer frente a los vencimientos de la deuda, lo que afecta negativamente al nuevo crédito bancario.

La mayor aversión al riesgo de las entidades españolas y la estrategia de mejorar la solvencia invirtiendo en activos de menor riesgo se pone claramente de manifiesto viendo el contraste que existe entre las negativas tasas de crecimiento del crédito al sector privado y los elevados ritmos de crecimiento de la financiación a las AAPP, tanto en forma de préstamos como de adquisición de deuda pública. Como muestra el gráfico 8, el crédito a las AAPP y, con mucha más intensidad, la adquisición de deuda pública por parte de la banca, se disparó desde finales de 2008, llegando a alcanzar una tasa de crecimiento anual del 87% en septiembre de 2009 en el caso de la compra de deuda pública y del 36% en el caso de los préstamos a las AAPP. Estas tasas tan elevadas han caído a lo largo de 2010 si bien siguen siendo muy superiores a la correspondiente al crédito al sector privado.

Otro factor que explica el intenso crecimiento de la financiación bancaria al sector público es la política de «barra libre» (*full allotment*) del Banco Central Europeo instrumentada para hacer frente a la crisis. La obtención de financiación «ilimitada» a tipos reducidos (que sigue en el 1% desde mayo de 2009) incentiva que los bancos maximicen las demandas de liquidez para su posterior colocación en deuda pública a tipos muchos más altos que puede ser utilizada como colateral a la hora de acudir a las subastas del Banco Central Europeo. En este contexto, la efectividad de las medidas extraordinarias del BCE para reactivar el «grifo» del crédito es muy limitada, siendo este el motivo que explica que en octubre de 2010 se hayan aprobado una serie de modificaciones encaminadas a endurecer las condiciones para el acceso a la liquidez del prestamista en última instancia.

En una economía como la española en la que las pymes tienen un elevado peso relativo y que son muy dependientes de la financiación bancaria, el cierre del grifo del crédito tiene un impacto negativo superior al que podría ocurrir en otras economías no tan dependientes de la financiación bancaria. Desgraciadamente, mientras que los interrogantes señalados en los puntos anteriores sigan sin resolverse y, muy importante, la economía española no inicie una senda de recuperación a una tasa de crecimiento que le permita volver a crear empleo, es muy difícil que se recupere el crédito en España.



### 3. Conclusiones

A modo de conclusión, los principales retos del sector bancario español para afrontar la crisis son los siguientes:

- Hacer frente a un volumen de vencimientos de deuda de elevado importe (90.000 millones en 2011), que está obligando a las entidades a utilizar de forma muy intensa la financiación que aporta el Banco Central Europeo y a remunerar a tipos muy elevados los depósitos bancarios en un guerra del pasivo insostenible a medio plazo por el deterioro que supone sobre la cuenta de resultados.
- Reducir un claro exceso de capacidad instalada para mejorar la eficiencia. De 2000 a 2008, la red de sucursales aumentó un 17% en España (y el empleo un 14%), frente a una caída del 15,5% en la UE-15. Si bien el proceso de ajuste ya se ha iniciado con el cierre de 2.174 oficinas desde septiembre de 2008, se anticipan recortes en torno al 25% para cerrar las menos eficientes.
- Enfrentarse al problema que supone la concentración del riesgo en las actividades ligadas con el «ladrillo» (construcción, promoción inmobiliaria y compra de vivienda), ya que el saldo vivo del crédito existente de 1,1 billones de euros representa el 60% del total del crédito al sector privado. Con una tasa de morosidad «contable» del 11,2% en el crédito a la promoción inmobiliaria y del 9,9% en la construcción, las entidades

han tenido que hacer frente al problema recurriendo en parte a la adjudicación de activos (70.000 millones de euros hasta junio de 2010). El endurecimiento desde el 1 de octubre de 2010 de la normativa de provisiones (que obliga a dotar un 30% si el activo permanece más de 24 meses en el balance) ya está pasando factura en la cuenta de resultados.

- d) Reforzar la solvencia aumentando la cantidad y calidad del capital. La caída en el beneficio y el aumento en el consumo de capital como consecuencia del deterioro de activos repercuten negativamente en la solvencia, a lo que hay que añadir el impacto de la próxima entrada en vigor de *Basilea III* que exige más capital y de más calidad.
- e) Enfrentarse a un contexto macroeconómico adverso e incierto caracterizado por reducidas tasas de crecimiento del PIB, elevada tasa de paro, reducción del apalancamiento del sector privado, reducción de márgenes, etc. En definitiva, menores beneficios en los próximos ejercicios.

Si bien la imagen que se obtiene del sector bancario español es que es solvente, la visión agregada enmascara importantes diferencias entre entidades como demuestra que dos entidades hayan sido intervenidas y que cinco no superaran las pruebas de resistencia realizadas en julio de 2010. Y si bien el ejercicio de transparencia realizado en España con los *stress test* permitió mejorar internacionalmente la imagen del sector y reducir nuestra prima de riesgo, las pruebas realizadas no tienen en cuenta situaciones de dificultad distintas a la solvencia como la elevada dependencia de la financiación de los mercados mayoristas, la actual guerra del pasivo o la prolongación de la crisis.

En el caso concreto de las cajas de ahorros, la mala gestión llevada a cabo en algunas entidades (con una clara infravaloración del riesgo en el sector inmobiliario, con un crecimiento exagerado del crédito en los últimos años, y con un mayor exceso de capacidad instalada) ha obligado a acelerar el proceso de reestructuración con ayudas del FROB (que hay que devolver en un plazo limitado y a un elevado coste) y a reformar la ley de cajas sobre todo para dotarlas de vías de capitalización. La «prueba del algodón» de la efectividad de las medidas llevadas a cabo será si consiguen despertar el interés de los inversores (comprando instrumentos de capital) y si se abre el hasta ahora cerrado grifo del crédito bancario.

En el momento de redacción de estas líneas (finales de 2010), el área del euro y la economía española están sufriendo las consecuencias de la crisis de Irlanda. En concreto, tras la aprobación del plan de rescate, la prima de riesgo de la deuda española ha llegado incluso a superar el valor máximo que alcanzó tras la crisis de la deuda griega, con una fuerte caída de la bolsa española arrastrada por los valores bancarios. Lo que estos hechos reflejan es que es necesario despejar incertidumbres en el cuadro macroeconómico de la economía española por el bien tanto de la economía en su conjunto como del sector bancario. Mientras los problemas de fondo de la economía española no se resuelvan (lo que exige reformas



estructurales en la dirección en la que se acaba de empezar con reformas en el mercado de trabajo, propuestas en el sistema de pensiones, reestructuración de las cajas de ahorros, etc.), la economía española y nuestro sector bancario serán vulnerables a lo que le ocurra a otros países del área del euro. Por tanto, este es un reto añadido al que tiene que enfrentarse la banca española en los próximos años.

Finalmente, si uno de los motivos por lo que los mercados están penalizando a los bancos españoles es por la falta de información y transparencia sobre su exposición al sector inmobiliario, es necesario ir más allá de la recomendación del Banco de España de que «en un momento de ajuste del sector inmobiliario y en el que la confianza en el sector bancario es todavía débil, la falta de información sólo sirve para dibujar un panorama peor que la propia realidad» (discurso del Gobernador del Banco de España en el X Encuentro Financiero Internacional Caja Madrid, el 15 de noviembre de 2010); o de que «sería conveniente que las entidades españolas destinaran mayores esfuerzos a informar a los participantes en los mercados sobre la situación de su inversión potencialmente problemática al sector de construcción y promoción inmobiliaria, sobre las coberturas constituidas y sobre sus decisiones estratégicas para abordar los problemas que pudieran existir» (*Informe de Estabilidad Financiera* de octubre 2010, p. 30). Afortunadamente, a finales de 2010 el Banco de España ha pasado a la acción, pasando de la recomendación a la obligación de aportar a principios de 2011 información que hasta ahora está vedada al mercado como la exposición al ladrillo (promoción y construcción), las garantías, los *loan-to value*, los vencimientos de deuda, etc.

## Referencias bibliográficas

- Banco de España (2010): *Informe de Estabilidad Financiera* (octubre).
- Carbó, S. y Maudos, J. (2010): «Los 10 interrogantes del sector bancario español»; en *Cuadernos de Información Económica* (215). FUNCAS.





# RETOS DEL NEGOCIO FINANCIERO DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS CAJAS DE AHORROS

Antonio Pulido \*

## Resumen

Es innegable que las cajas de ahorros vivieron tiempos felices vivieron entre 1995 y 2008, gracias al largo periodo de expansión experimentado por la economía española. Este crecimiento permitió a las cajas de ahorros un espectacular aumento de sus volúmenes de negocio y un acentuado incremento en el número de oficinas y del empleo creado. No obstante, este crecimiento vino aparejado de un intenso avance del endeudamiento de los agentes privados, sobre todo entre 2002 y 2008. Del mismo modo, el notable desarrollo del sector constructor en este periodo vino aparejado, en no pocos casos, de un crecimiento desmesurado de la financiación a dicho sector, sin atender a veces a una adecuada diversificación de riesgos. Todos estos motivos hacen ineludible una reforma que permita la reorganización del sector a fin de lograr un ajuste más necesario que nunca en aquellas entidades más afectadas por la morosidad y la caída de los beneficios, en sintonía con el resto de agentes privados. Con estas novedades legales las cajas podrán reforzarse, mejorar su solvencia y liquidez y en suma podrán contribuir a un mejor acceso al crédito por parte de todos los que en la actualidad encuentran restricciones para ello. No debemos tampoco subestimar la dimensión comunitaria de las cajas.

## Abstract

*Undeniably, savings bank experienced a period of boon between 1995 and 2008, thanks to a long period of expansion in the Spanish economy. This growth allowed savings banks to spectacularly increase their turnover and significantly expand their branch network and the level of employment created. However, this growth was accompanied by an intense increase in the indebtedness of private agents, especially between 2002 and 2008. Similarly, the marked development of construction in this period was often accompanied by excessive growth in the finance offered to this sector, sometimes without ensuring adequate diversification of risks. For all these reasons, a reformation that would allow for the reorganisation of the sector is unavoidable with a view to making adjustments that are more important than ever before in banking entities that are most affected by bad debt and falling profits, in line with other private agents. With new legal regulations, savings banks could be strengthened, improve their solvency and liquidity and in short could contribute to improving access to credit for all those currently facing difficulties in this regard. We should also not underestimate the community dimension of savings banks.*

## 1. Introducción

La crisis actual tendrá como consecuencia la aparición de nuevas normas y cambios regulatorios. En lo que se refiere al sector financiero, situado en el epicentro de la «Gran Recesión», las modificaciones normativas más relevantes que se vislumbran a nivel global son las nuevas exigencias de capital requeridas por el acuerdo *Basilea III*. Sin embargo, esta nueva oleada internacional de reformas está provocando también cambios en los marcos legislativos locales a los que no van a permanecer ajenas las entidades de crédito y ahorro de nuestro país.

Quizás la reforma de más calado, en el contexto español, la van a protagonizar las cajas de ahorros, que caminamos hacia un imparable proceso de bancarización con entrada de inversores privados y salidas a bolsa. Estas entidades, con una dilatada presencia y un papel más que relevante en nuestro sistema financiero, ya han experimentado varias reformas desde su origen y en todas ellas el sector ha salido fortalecido y ha conseguido conservar con éxito sus señas de identidad.

\* Presidente de Cajazol y Banca Cívica.

A nuestro juicio, también en la profunda transformación que le toca ahora al sector hay márgenes suficientes para poner a salvo el compromiso social de las cajas, un valor añadido que debe seguir siendo en el nuevo marco la principal ventaja competitiva con respecto a los bancos. La modificación normativa más relevante en la historia reciente del sector la hemos vivido con la publicación en julio del año anterior del Real Decreto-Ley 11/2010. Esta norma ha permitido introducir nuevas formas de organización hasta ahora desconocidas en el mundo de las cajas. Del mismo modo, la publicación del Real Decreto-Ley 2/2011 el pasado mes de febrero contribuyó al reforzamiento de la capitalización de las entidades financieras fijando estándares de solvencia superiores a los exigidos en cualquier otro país del mundo. Estas elevadas necesidades de capital hacen ineludible una mayor bancarización de las cajas de ahorros que pasa necesariamente por la búsqueda de inversores privados.

Con esta norma se habilita al sector de cajas de ahorros para adaptarse a un nuevo entorno caracterizado por un incremento de la morosidad, una reducción de los márgenes financieros y una menor facilidad para acudir al recurso de la financiación en los mercados mayoristas. Constituye también una oportunidad para acometer cambios en las redes comerciales y en servicios centrales con el fin de adaptarse a la nueva realidad del negocio bancario. Del mismo modo, el decreto permite al sector enfrentarse a los nuevos desafíos que se plantean a nivel global y que pasan, entre otros, por unas mayores necesidades de capital y una supervisión del riesgo más estricta.

Es innegable que las cajas de ahorros vivieron tiempos felices vivieron gracias al largo periodo de expansión experimentado por la economía española entre 1995 y 2008. Este crecimiento permitió a las cajas de ahorros un espectacular aumento de sus volúmenes de negocio y un acentuado incremento en el número de oficinas y del empleo creado. No obstante, este crecimiento vino aparejado de un intenso avance del endeudamiento de los agentes privados, sobre todo entre 2002 y 2008. Este incremento del endeudamiento se produce, además, de manera asimétrica entre regiones españolas, con Andalucía como una de las Comunidades Autónomas con un mayor endeudamiento privado. Del mismo modo, el notable desarrollo del sector constructor en este periodo vino aparejado, en no pocos casos, de un crecimiento desmesurado de la financiación a dicho sector, sin atender a veces a una adecuada diversificación de riesgos.

Todos estos motivos hacen ineludible una reforma que permita la reorganización del sector a fin de lograr un ajuste más necesario que nunca en aquellas entidades más afectadas por la morosidad y la caída de los beneficios, en sintonía con el resto de agentes privados. Con estas novedades legales las cajas podrán reforzarse, mejorar su solvencia y liquidez y en suma podrán contribuir a un mejor acceso al crédito por parte de todos los que en la actualidad encuentran restricciones para ello. No debemos tampoco subestimar la dimensión comunitaria de las cajas.



Para ello, habría que tener en cuenta que cualquier reforma, aun cuando se realice para garantizar su supervivencia a largo plazo, debería ser capaz de preservar sus labores de asistencia social, de apoyo a la educación, la cultura y la investigación y su lucha secular en pos de la inclusión financiera. En Cajasol, y a pesar de la difícil coyuntura, mantenemos estas prioridades originarias y nos hemos integrado en un proyecto, el de Banca Cívica, que precisamente estrenará en el mercado un nuevo modelo de negocio de marcado carácter social.

En este artículo se pretende analizar de forma somera la trayectoria del sector de las cajas de ahorros en nuestro país poniéndolo en relación con los nuevos retos organizativos que se plantean. Para ello, el artículo se estructura en tres grandes secciones que siguen a la introducción. En el segundo apartado, expondremos la evolución de las cajas en los últimos treinta años así como su exitosa trayectoria de expansión y crecimiento, en paralelo al del resto de entidades de depósito y crédito y sin olvidar su vocación social y de apoyo a las actividades productivas. A continuación, en el punto tercero, se expone la evolución de la crisis financiera internacional desde su aparición hasta los acontecimientos más recientes con impacto sobre el sector.

También se hace referencia a las particularidades de la crisis en nuestro país y las perspectivas que se plantean ante el futuro. La sección cuarta resume los retos y oportunidades del sector ante el turbulento entorno en el que nos movemos hoy en día y en qué medida las cajas pueden adaptarse al mismo. Contempla las medidas de reforma que se han planteado y cómo pueden actuar las cajas en consecuencia. La quinta sección esboza cómo Cajasol se ha ido adaptando e incorporando al actual devenir histórico del sector en los últimos tiempos. Finalmente, en la última sección señalamos las conclusiones más destacadas de este trabajo.

## 2. Cajas de ahorros: una breve historia de éxito

Las cajas de ahorros nacieron hace más de dos siglos para combatir la usura y los abusos que sufrían las clases más humildes. Muchas cajas tienen su origen en los Montes de Piedad, un antecedente de los actuales microcréditos. Allí donde se implantaban, las cajas facilitaban el acceso a la vivienda y también a la bancarización de sus habitantes. La expansión de las cajas permitió proporcionar créditos y financiación a las pequeñas y medianas empresas, que son las que crean la mayor parte del empleo.

Por otro lado, las cajas son, y han sido siempre, un instrumento fundamental en la lucha contra la exclusión social y el fomento de la igualdad de oportunidades. Favoreciendo el acceso a los servicios financieros de clases populares, medio rural o inmigrantes. Hacen llegar sus servicios a lugares donde no se encuentran oficinas de otras instituciones. Así, se ha conseguido la importante bancarización de la sociedad española, alcanzando unos niveles que serían impensables sin las cajas. También son las entidades pioneras en el desarrollo de

políticas de responsabilidad social. La obra social de las cajas es uno de los mayores esfuerzos de acción social y cultural dentro del mundo empresarial español y con cifras comparables al mecenazgo de los países anglosajones.

Su forma de trabajar está basada en la cercanía al cliente, lo que explica las grandes redes de sucursales y de cajeros automáticos, y las enormes inversiones en tecnología que realizan las cajas. También, en una amplia oferta de productos y servicios financieros y no financieros, pero diferenciada de las demás entidades financieras por su marcado acento social y por su vinculación al territorio en el que operan. Todo esto -cercanía al cliente, acento social, compromiso con la comunidad- hace que las cajas sean líderes en España tanto en la concesión de créditos como en la gestión del ahorro de los clientes.

Calificar a las cajas como verdaderas pioneras en la banca minorista es cuanto menos acertado. La vinculación al ámbito más cercano facilita la cercanía y la comprensión de la situación financiera y de las necesidades del cliente, especialmente en sectores como jóvenes, familias o pymes. En este sentido, las cajas han estado pegadas al terreno, fomentando el ahorro y trabajando con sus depósitos en el fomento de la actividad económica, empresarial y la obra social.

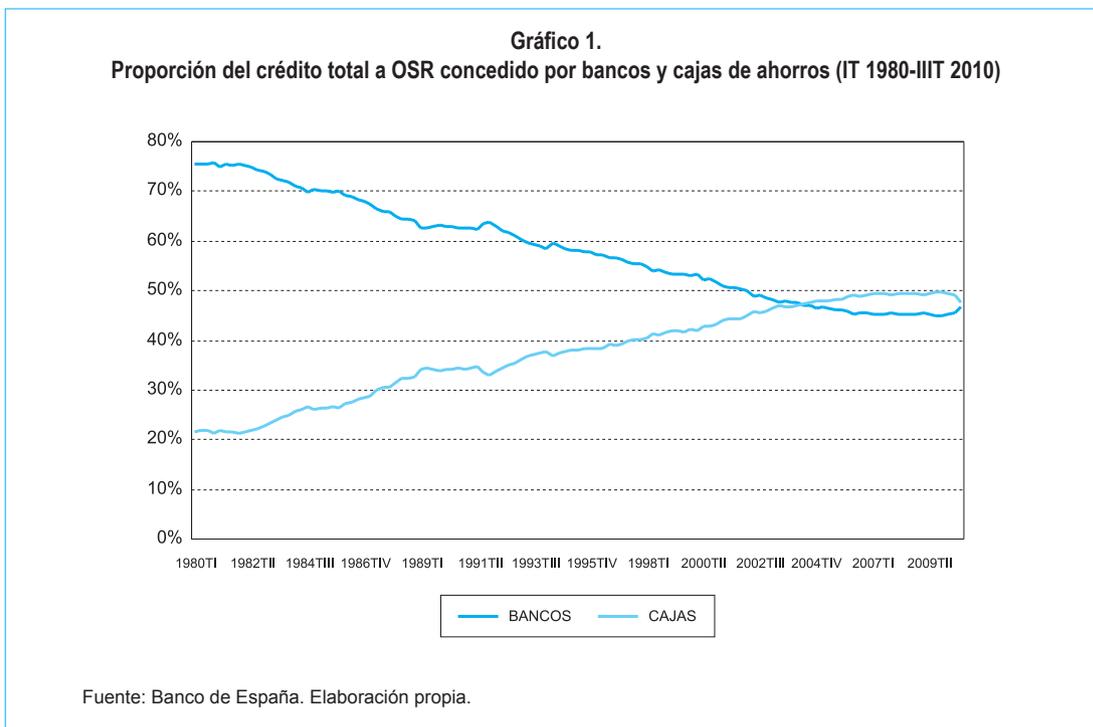
Hace mucho tiempo que quedó desfasada aquella visión de las cajas como instituciones que sólo captaban depósitos y se resistían a la inversión crediticia. La crisis actual, por su parte, no ha sancionado al tipo de banca que hacen las cajas (al por menor y de proximidad), sino a aquélla que se ha dedicado a negocios financieros sofisticados y opacos. Tras los últimos acontecimientos vividos en el mundo financiero, el modelo de actividad bancaria cambiará necesariamente. Se centrará en instrumentos financieros más sencillos, de naturaleza minorista y de talante relacional. Justamente lo que hacen las cajas de ahorros desde hace doscientos años y en tres siglos diferentes. Todo esto unido a una gestión basada en la eficiencia, rentabilidad, creación de valor, reforzamiento de la solvencia y buenas prácticas de gobierno corporativo, hacen que podamos afirmar que las cajas de ahorros en nuestro país son una historia de éxito.

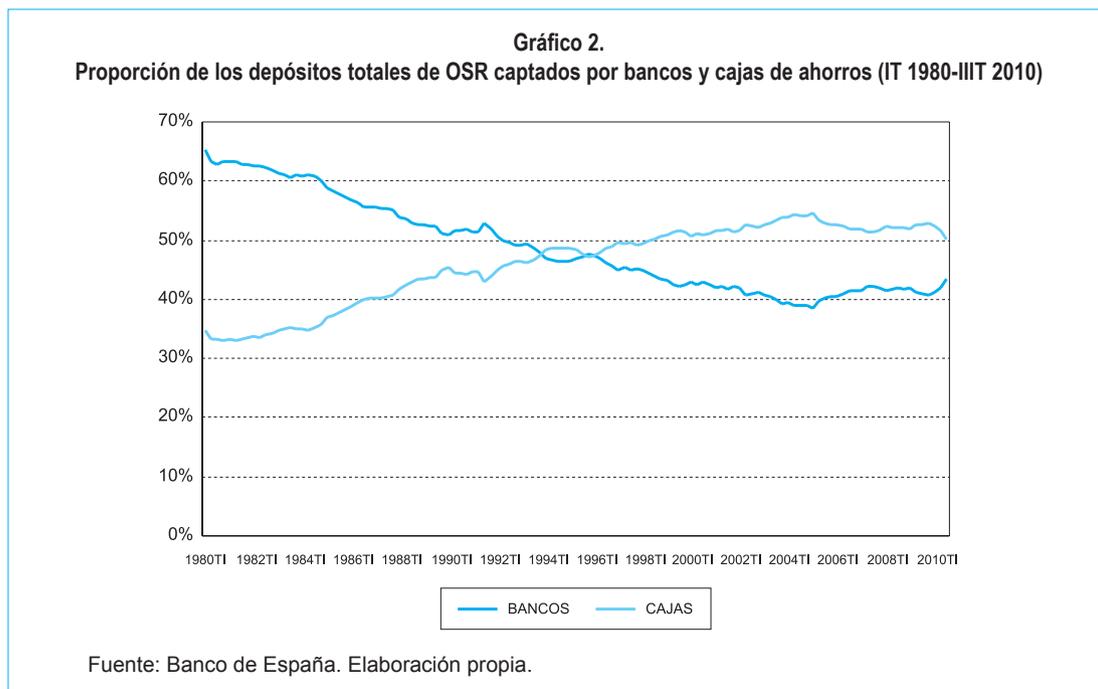
Veamos algunas cifras que ilustren los principales rasgos de la operativa del sector. Las cajas de ahorros suponen aproximadamente un 50% de la cuota de mercado del sistema financiero español. Aunque estas instituciones no son ni mucho menos un fenómeno exclusivamente español, sí lo es que alcancen una cuota de mercado similar o superior a los bancos. En efecto, esta cuota ha sido ganada con el fuerte crecimiento del negocio, especialmente a través de la inversión crediticia, los depósitos y las estrategias de expansión. Actualmente un 40% de las oficinas de las cajas están localizadas fuera de su comunidad de origen. A mediados de los años 90 este porcentaje se situaba en el 20%. El esfuerzo en la apertura de oficinas se ha convertido en la clave para ganar cuota de mercado siendo España uno de los países donde más ha crecido el negocio bancario minorista en la últimas dos décadas. En los últimos treinta años el crecimiento, la expansión y el peso que las cajas de ahorros han alcanzado en nuestro sistema financiero es relevante. Sería difícil encontrar alguna otra institución que haya



sido capaz de expandirse en tan poco tiempo como lo han hecho las cajas de ahorros. En el Gráfico 1 puede observarse cómo ha evolucionado la proporción del crédito a otros sectores residentes (OSR) concedido por bancos y cajas desde 1980 hasta la actualidad. El reparto del mercado del crédito era del 20% para las cajas frente al 80% de los bancos a principios de la década de los 80. En quince años, sin embargo, las cajas duplicaron su peso en el mercado y en poco más de veinte el crédito concedido por las cajas ya suponía la mitad del mercado. Desde 2004, la proporción sobre el total crédito concedido correspondiente a las cajas de ahorros supera a la de los bancos.

Por el lado de los depósitos procedentes de OSR, encontramos un proceso similar al descrito para los créditos. Hay que tener en cuenta que la posición de partida, a principio de los 80, era menos desigual para las cajas en este caso (35% frente al 65% de los bancos) que en relación a los créditos. En el Gráfico 2 podemos ver cómo ya en 1993 bancos y cajas tienen la misma proporción del mercado, y a partir de 1996 el volumen de depósitos captados por las cajas es mayor que el captado por los bancos.





En otro orden de cosas, cabe admitir que nuestro reciente modelo de crecimiento ha sido considerablemente extensivo. Es decir, ha primado la generación de volumen de negocio en detrimento, en muchas ocasiones, de una estrategia más intensiva y concentrada en la rentabilidad. Así, a fin ilustrarlo con un dato, durante la última década el volumen de negocio de nuestro sector se multiplicó por tres, mientras el margen por unidad de negocio se redujo un 35 por ciento.

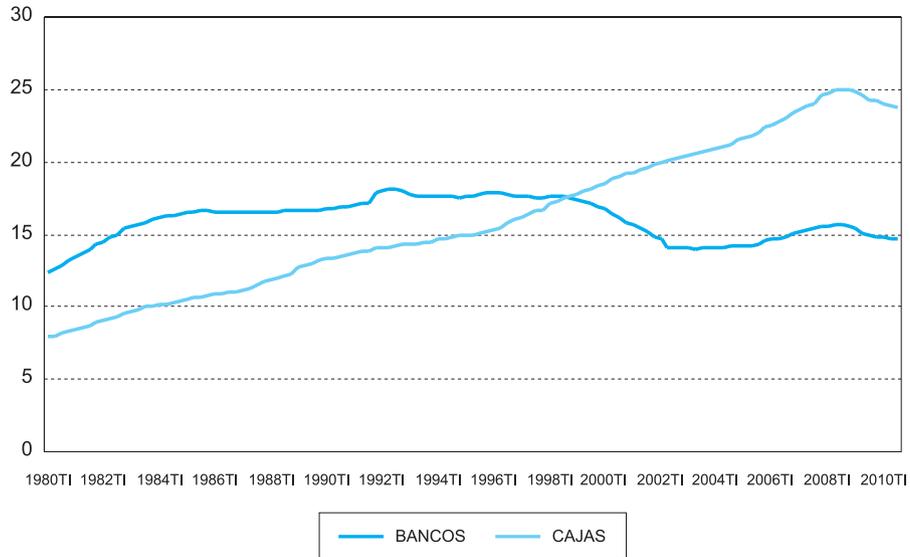
Ciertamente, las condiciones económicas de los últimos años incentivaron una demanda de vivienda y, con ello, una actividad inmobiliaria que necesitaba ser satisfecha desde el punto de vista financiero. Una estrategia de negocio acorde con este objetivo fue la expansión de la red de oficinas. Es decir, se buscaba el acercamiento físico al nuevo cliente. Y ello nos ha llevado a una red de oficinas excepcionalmente amplia, pero compuesta por pequeñas sucursales. La relación de empleados por oficina es, por término, medio un 50% mayor en bancos que en cajas.

El Gráfico 3 recoge la evolución del número de oficinas de bancos y cajas en los treinta años que analizamos. En 1998, cajas y bancos igualaron su red en unas 17.500 sucursales. A partir de ese momento, el proceso de expansión las cajas supera con holgura al de los bancos. En 2008, las cajas alcanzan su máximo número de oficinas, poniendo a disposición de sus clientes 25.000 oficinas frente a las 15.650 de los bancos.

Este proceso de expansión, lógica y necesariamente, se acompañó de una importante creación de empleo en el sector. En el Gráfico 4 se puede observar cómo la plantilla de las cajas de ahorros aumenta desde 1981 hasta la actualidad, en tanto que la de los bancos va disminuyendo. Entre 2003 y 2004 ambas plantillas se elevan a unos 110.000 empleados, y partir de ahí el número de empleados de las cajas supera al de los bancos. Actualmente más de un 50% de los empleados del sector financiero prestan sus servicios en una caja de ahorros.

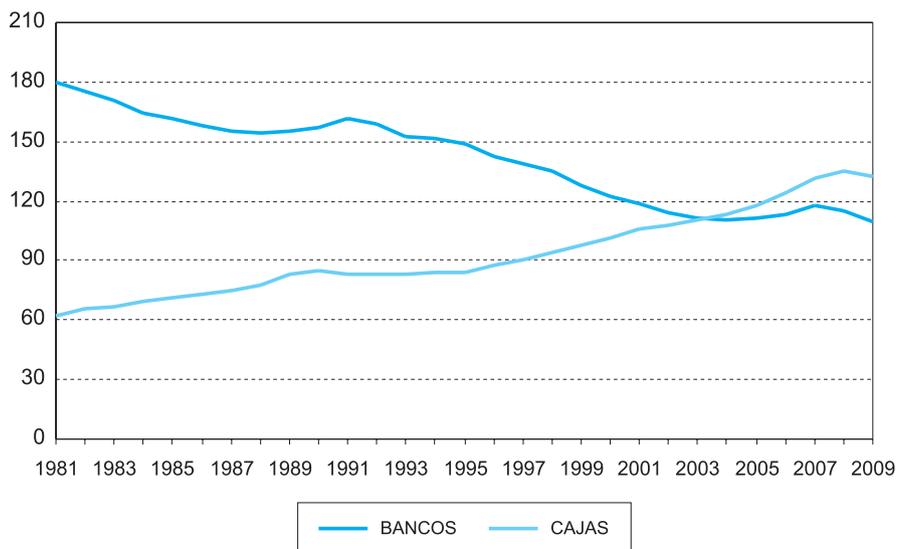


**Gráfico 3.**  
**Número de oficinas de bancos y cajas de ahorros (IT 1980-IIIIT 2010). En miles de oficinas**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

**Gráfico 4.**  
**Número de empleados de bancos y cajas de ahorros (1981-2009). En miles de empleados**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

En este contexto, la existencia de un exceso de capacidad en las entidades financieras españolas es un tema de candente actualidad. Después de años de expansión de la red comercial y de la actividad financiera, con crecimientos interanuales del crédito cercanos al 30%, pensar que sobran oficinas es algo razonable. Pero hay que tener presente que el aumento del número de oficinas y empleados experimentado en los últimos años estaba perfectamente justificado por el auge de la actividad económica y financiera. El crecimiento económico del que disfrutamos en nuestro país desde finales de los 90 hasta el estallido de la crisis, no hubiese sido posible sin el esfuerzo realizado por las cajas de ahorros en términos de expansión comercial.

### 3. La crisis financiera

La evolución descrita en el apartado anterior se interrumpe con la llegada de la crisis financiera que se inicia en el verano de 2007. En la génesis de dicha crisis podemos encontrar una época de tipos bajos que en algunos países (como EEUU y España) acabaron provocando burbujas inmobiliarias. Otros factores fueron una supervisión insuficiente, en particular la relacionada con la regulación complicados productos derivados y una liquidez excesiva. Es significativo recordar también el importante papel que jugaron factores eminentemente microeconómicos, tales como las asimetrías en la información, en el desencadenamiento de la Gran Recesión que siguió a las turbulencias financieras de 2007.

No hay que olvidar, por su importancia, la secuencia de acontecimientos que dieron lugar a la crisis. En los primeros compases de la recesión, el factor catalizador fue, sin duda, la crisis *subprime* originada en EEUU. Inicialmente, la evolución de la crisis, se circunscribió a EEUU y parecía deberse a circunstancias exclusivas del sistema financiero estadounidense, lo que provocó que quizás no se tomase suficiente atención a este lado del Atlántico. No obstante, la elevada interrelación de los mercados financieros desencadenó una serie de reacciones que provocaron el contagio a entidades en otros países y continentes.

Las primeras noticias que tuvimos sobre la crisis financiera hacían referencia a la concesión de hipotecas por parte de determinadas entidades de crédito norteamericanas a prestatarios de dudosa solvencia. Estos activos fueron vendidos, a través de complicadas estructuras de titulización, a otros agentes que desconocían los riesgos vinculados a las hipotecas que actuaban como colateral, que a su vez, contaban con excelentes calificaciones de las agencias de *rating*. Dada la fuerte interdependencia entre mercados globales, los riesgos de estos activos financieros se trasladaron a países e instituciones de crédito diferentes de las que los originaron, camuflados por su complejidad.

La falta de información sobre la magnitud de las pérdidas en activos tóxicos fue crucial y condujo al afloramiento de restricciones en el mercado de crédito que tuvieron efectos globales. Las condiciones de acceso al crédito se tuvieron que racionalizar tras los excesos de la



época anterior, lo que condujo a un cierto racionamiento del crédito. Este *credit crunch*, unido a la falta de confianza entre las entidades financieras, tuvo efectos como la práctica sequía del mercado interbancario y el cierre de los mercados mayoristas.

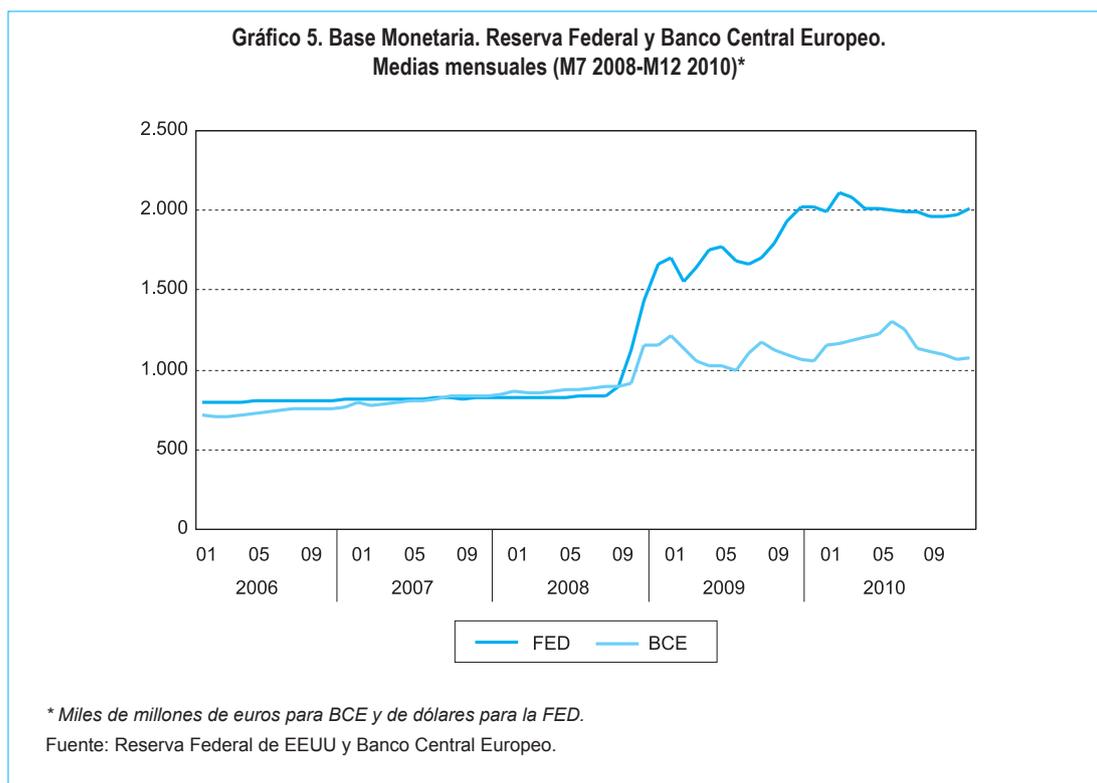
En España, ya en la primera mitad de 2008, se comienzan a advertir efectos en la economía real (desaceleración del PIB, incremento del desempleo, contracción del sector inmobiliario). No obstante, todas las entidades financieras de nuestro país, y las cajas en particular, gracias a una supervisión más estricta, resistieron dignamente beneficiadas también por su carácter de banca minorista. A la larga y tras los acontecimientos posteriores de la crisis, este modelo de banca, aunque menos rentable, se ha demostrado como más efectivo.

Los efectos más graves de la crisis los pudimos vivir en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009, con posterioridad a la decisión de las autoridades estadounidenses de no rescatar el banco de inversión *Lehman Brothers*. El fin del problema de riesgo moral que supuso romper con la presunción de que determinadas entidades eran demasiado grandes para caer y que serían rescatadas por el sector público, implicó un aumento de la volatilidad y fuertes crisis de confianza. En el último tercio de 2008, cada día parecía vivirse un momento histórico. Sin ánimo de ser exhaustivo, podemos recordar que en aquellos momentos las bolsas registraron descensos asimilables a los del *crack* de 1929 y se produjeron capitalizaciones masivas de entidades bancarias y de seguros en la mayoría de las economías desarrolladas.

La crisis se trasladó globalmente a la economía real, los índices de producción industrial cayeron acentuadamente y el comercio internacional llegó a una práctica parálisis. Sin embargo, las medidas implantadas por gobiernos y bancos centrales (operaciones coordinadas de compra de bonos, medidas de estímulo fiscal, bajadas de tipos de intervención, etc.) fueron eficaces a la hora de evitar una depresión global. Así, la mayor parte de las economías (entre ellas la española) tocaron fondo en la primera mitad de 2009. Ello no evitó que el número de parados creciera notablemente tanto en EEUU como en la Zona Euro, con especial incidencia en nuestro país.

Una vez alcanzado el objetivo de evitar una depresión mundial, las políticas fiscales fueron divergentes a ambos lados del Atlántico. Mientras EEUU proseguía con fuertes medidas de políticas expansivas tanto fiscales como monetarias, continuando con una fuerte expansión cuantitativa, cómo podemos comprobar en el Gráfico 5. Los países de la UE, en cambio, comenzaban una retirada lenta pero progresiva de los estímulos. En efecto, las políticas fiscales expansivas implementadas unidas a la acción de estabilizadores automáticos como los subsidios de desempleo en la Zona Euro supusieron alcanzar déficits presupuestarios masivos. Los excesos fueron tales que, muy pronto y ante la gravedad de la crisis, se optó por tirar por tierra los criterios de convergencia y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Una vez alejados los temores de deflación y depresión económica mundial en 2009, el principal reto que se plantea desde comienzos de 2010 para las economías desarrolladas es la reducción de los abultados déficits públicos y el restablecimiento de los equilibrios financie-



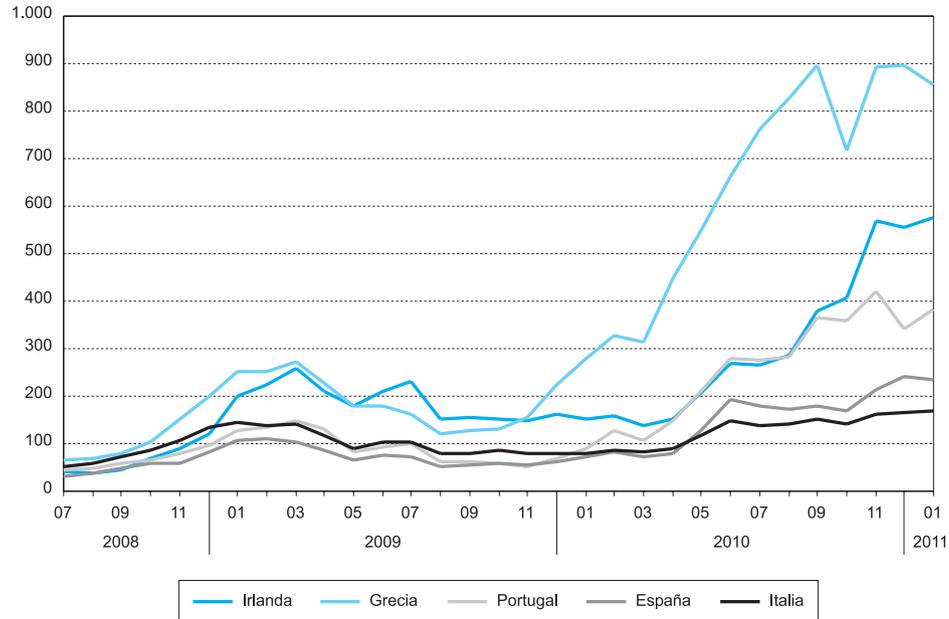
ros. La mayoría de los países emergentes, afectados en menor medida por las convulsiones globales, crecen a un ritmo considerable y similar al periodo pre-crisis mientras que en Europa y EEUU el PIB ha vuelto ya a crecer. Esta recuperación, sin embargo, parece incapaz de crear empleo en EEUU y lo hace muy moderadamente en Europa.

Por otra parte, estos fuertes déficits y la expansión del endeudamiento público subsiguiente han supuesto costes de financiación crecientes para la mayor parte de los gobiernos europeos. Este fenómeno se manifestó con particular virulencia en los países periféricos de la Zona Euro, donde los diferenciales con los bonos alemanes, considerados los más seguros, crecieron hasta niveles inéditos en la última década. Este problema tuvo una de sus consecuencias más acusadas en el rescate por parte de las autoridades europeas de Grecia en mayo, que tuvo como efecto colateral la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Más recientemente, en noviembre, Irlanda también hubo de ser rescatada. Podemos comprobar cómo los diferenciales de Grecia e Irlanda, situados por debajo de 200 puntos básicos a finales de 2009 se han multiplicado por tres y por cuatro durante 2010 en el Gráfico 5 y como hubieron de ser rescatadas en el momento que sus diferenciales medios sobrepasaron la barrera de 500 puntos básicos.

Estas presiones de los mercados de deuda han tenido como consecuencia un mayor énfasis en la reducción de déficits estructurales, tanto a través de incrementos en la imposición, como de reducciones de gastos corrientes y futuros (reforma de los sistemas de pensiones). La economía española, junto con la portuguesa, ha sido una de las protagonistas más señaladas



**Gráfico 6. Diferenciales países periféricos Zona Euro con el bono alemán a 10 años.  
Medias mensuales (M07 2008-M11 2011). En puntos básicos**



Fuente: AFI.

de este proceso de reducción del déficit. Las continuas subidas del diferencial con el bono alemán a lo largo de 2010 han puesto a nuestro país en el punto de mira de los mercados lo que ha incentivado sobremanera la necesidad de hacer reformas.

Sin embargo, concurren una serie de circunstancias, exclusivas de nuestro país, que complican sobremanera la necesidad de reducir el déficit. Por un lado, la débil recuperación, aún incapaz de generar empleo, que contribuye a una tasa de paro excesiva. Por otro, la lenta y pesada digestión de los activos inmobiliarios y del excesivo endeudamiento de los agentes privados derivados de la burbuja inmobiliaria.

En cualquier caso, se han emprendido actuaciones para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las medidas puestas en marcha, aunque con fuertes reacciones de oposición al generar, ciertas de ellas, efectos contractivos a corto plazo, son extremadamente necesarias para recomponer los desequilibrios estructurales de la economía española. Es por ello más imprescindible que nunca ahondar en la reducción del déficit, incluyendo todos los niveles de la Administración.

Asimismo, se han planteado otras medidas (aunque aún no se han acometido) que podrían contribuir tanto a la salida de la crisis como a que recesiones futuras tuvieran efectos menos lesivos. Podríamos señalar, entre otras, la reforma de los mercados de servicios, la

modernización de las AAPP o la revisión de la negociación colectiva. Del mismo modo, el Gobierno ha abordado, con vistas a mejorar la posición competitiva de nuestro país, otras reformas estructurales (sistema público de pensiones, mercado laboral, desarrollo del sistema austriaco de indemnizaciones de despidos) entre las que debemos destacar, por lo que nos compete, la reforma del sector financiero.

#### 4. Lo que está por venir: retos del sistema bancario

En un contexto de notable volatilidad normativa y con buena parte de la opinión pública y los mercados financieros pendientes del sistema financiero de nuestro país, éste se enfrenta en los próximos años a múltiples y variados retos. Sería muy difícil priorizar unos sobre otros; además, siempre se corre el riesgo de confundir lo urgente con lo importante. Pero podemos enumerarlos para analizarlos con algo más de profundidad:

1. Nuevo marco regulatorio (reforma de la LORCA y sus posteriores modificaciones y *Basilea III*) e incremento de la base de capital.
2. Reducción del apalancamiento.
3. Lucha contra la morosidad.
4. Exposición al sector inmobiliario.
5. Calidad de los activos.
6. Exceso de capacidad.
7. Dependencia de la financiación mayorista.
8. Atomización versus concentración.
9. Nuevas tecnologías.
10. Cambios sociales y demográficos.

Aunque algunos otros retos podrían haber quedado en el tintero, entendemos que este decálogo recoge los más relevantes, aunando importancia con urgencia en muchos casos.

El nuevo marco regulatorio que ha definido la LORCA y su posterior modificación ha impulsado el cambio más importante sufrido por el sector de las cajas de ahorros desde su fundación. En pocos meses se ha pasado de un escenario atomizado a otro concentrado. Más de cuarenta entidades han convergido en menos de veinte, y en vías de una mayor concentración. Además, la nueva ley capacita a cada institución para adaptar su estructura jurídica a la visión del negocio con la que mejor se identifique. La transformación legal se verá acelerada este año con nuevas exigencias de solvencia que empujarán a la mayoría de las cajas a crear bancos y dar entrada a inversores privados, una vía por la que ya se había decantado Banca Cívica con carácter pionero.



Por otro lado, *Basilea III* ha supuesto otro tremendo revulsivo al sistema financiero. El acuerdo presenta instrumentos de regulación muy útiles como el control del apalancamiento, la exigencia de mayor cantidad y calidad de capital, las provisiones dinámicas, etc. De ahí, el segundo reto que mencionaba anteriormente, el incremento de la base de capital. Para que las entidades financieras cumplan con las condiciones del acuerdo necesitan adaptar su base de capital a los nuevos requerimientos. Esto va a suponer algo más que un mayor número de inversores que simplemente aumente el capital. Más bien se espera que *Basilea III* incorpore a inversores firmemente comprometidos con la institución, evitando las operaciones puramente especulativas. En definitiva, se pretende que exista un núcleo duro que sirva a la entidad para responder a situaciones de crisis.

El segundo reto al que nos enfrentamos es la reducción del apalancamiento. Tras la crisis las entidades financieras se han encontrado con que están fuertemente comprometidas con sectores muy endeudados que lastran su posibilidad de conceder nuevos créditos. Este proceso de desapalancamiento no va a ser rápido ni fácil, pero es imprescindible para proporcionar créditos a nuevos sectores de la economía que son solventes y con potencial de crecimiento.

Por su parte, el progresivo incremento de los activos dudosos se ha debido en gran medida al contagio de la crisis a la economía real desde la economía financiera. Desde 2007 la morosidad ha ido aumentando a gran velocidad, alcanzando tasas que no se conocían en España desde la crisis de los años 90. Aun así, todavía se está muy lejos de aquellas tasas y no hay ninguna previsión de volver a alcanzarlas. La gestión de la morosidad se está convirtiendo pues en una prioridad absoluta para las entidades financieras. Aunque lentamente, podemos ver cómo este esfuerzo está dando resultado: se ha atajado el crecimiento de la morosidad y casi se puede hablar de una estabilización de la tasa.

Es bien sabido que el sector inmobiliario ha sido el gran motor de la economía española en los últimos 15 años. Y esto hay que reconocerlo y valorarlo sin ningún tipo de rubor. Todas las entidades financieras han apoyado la actividad inmobiliaria en mayor o menor medida. El estallido de la llamada burbuja inmobiliaria a partir de 2007 ha sumido a este sector en una profunda crisis de la que poco a poco va saliendo, pero hay que ser conscientes de que es un problema que no se resolverá a corto plazo. La exposición que las entidades tienen con respecto a este sector es muy diferente entre unas y otras, pero en general, ya sea a través de hipotecas o préstamos a promotores, es elevada. Afortunadamente, los sistemas de supervisión y exigencia de provisiones impuestos por el Banco de España consiguen que esta exposición no alcance la peligrosidad que ha tenido en Estados Unidos y otros países europeos.

La calidad de los activos es otro desafío para las entidades financieras. Disponer de una cartera de préstamos bien concedidos nunca ha sido fácil, y lo es menos en un entorno con tanta incertidumbre como el actual. Los procedimientos de concesión y seguimiento de riesgos son cada vez más precisos y eficaces. De este modo se garantiza, en la medida de lo posible, la calidad de nuestros activos.

Anteriormente se ha hablado sobre la importante expansión en oficinas y plantilla desarrollada por las cajas de ahorros en los últimos años. Un objetivo prioritario para estas entidades es adaptar la capacidad instalada a la actual situación del mercado. Con ello se mejorará la eficiencia, pero debe hacerse sin menoscabar la calidad de servicio. Combinar ambos conceptos, eficiencia y calidad de servicio, puede parecer contradictorio en un primer momento, pero es algo que con esfuerzo e inteligencia puede conseguirse a medio plazo.

En otro orden de cosas, es evidente que las entidades financieras en particular, y la economía española en general, tienen una gran dependencia de la financiación exterior. Las futuras renovaciones de la deuda ya emitida van a mantener durante bastante tiempo esa dependencia del exterior. Además, las circunstancias actuales son mucho más complejas y exigentes que las que existían antes de la crisis para conseguir financiación. Para nuestro sistema financiero será un reto reducir la necesidad de financiación exterior y de recurso al Banco Central Europeo.

Por su parte, el proceso de concentración de las cajas de ahorros que hemos vivido en los últimos meses no ha terminado. La tendencia hacia entidades cada vez más grandes es imparable y reportará grandes beneficios para nuestra economía. Con entidades de mayor tamaño se obtendrá una gestión más eficiente al centralizar actividades, mejor asignación de recursos, expansión geográfica, y músculo financiero suficiente para afrontar proyectos de gran envergadura.

En este contexto más competitivo y con mayores exigencias de eficiencia, las nuevas tecnologías están abriendo canales de distribución impensables hasta ahora. Internet, cajeros (cada vez más sofisticados), banca telefónica o telefonía móvil se han mostrado como complementarios, en ningún caso sustitutivos, de la red tradicional. Por ello, para afrontar el aumento de costes que este modelo bancario minorista representa, hay que buscar nuevos modelos de economías de escala. ¿Cómo hacerlo? Existen varios mecanismos para generar un crecimiento inorgánico que reduzca costes unitarios. Una opción a tener en cuenta la podemos encontrar en los procesos de internacionalización: dirigir nuestra actividad hacia mercados emergentes aún poco bancarizados.

Finalmente, no podemos dejar de mencionar los profundos cambios sociales y demográficos que estamos viviendo. Estas transformaciones generan nuevos sectores y segmentos a los que atender. Me estoy refiriendo al envejecimiento de la población, a los inmigrantes o a los nuevos modelos de familia. También están surgiendo nuevas actividades empresariales. Tenemos que estar atentos, pues, a las oportunidades de negocio que puedan ofrecernos. Así mismo, hay productos financieros que aún están relativamente poco desarrollados en España. Las sociedades inmobiliarias de alquiler, las hipotecas inversas o los sistemas de previsión social y fondos de pensiones tienen aún un amplio recorrido por delante.



## 5. La respuesta de Cajasol y su entrada en Banca Cívica

Frente a estos radicales cambios normativos y de mercado, Cajasol se ha destacado en el sector con una gestión modélica por su capacidad de anticiparse a unos movimientos que luego se han visto obligadas a realizar la mayoría de las entidades. Así, por una parte, nuestra entidad emprendió una medida política de desinversiones inmobiliarias en los ejercicios previos al estallido de la crisis económica y, por otro lado, se anticipó a la ola de fusiones y alianzas con la unión que protagonizamos El Monte y Caja San Fernando en el año 2007.

Gracias al éxito de esta primera apuesta por la dimensión pudimos abordar el pasado año, también con el mejor resultado, la primera fusión interregional de España cuando unimos nuestras fuerzas a las de Caja Guadalajara. Cajasol trascendía de esta forma las limitaciones geográficas de la anterior etapa y se convertía en entidad de referencia en dos comunidades, Andalucía y Castilla La Mancha. Este movimiento pionero y estratégico demostró que era ésta la vía más eficiente para la reordenación del sector por su falta de solapamientos, abriendo con ello la senda de las integraciones entre cajas de diferentes autonomías. Se trata de un camino en el que luego hemos profundizado y al que se ha sumado casi todo el sector de cajas por sus menores costes y obstáculos institucionales en relación a las fusiones tradicionales entre entidades regionales.

Una vez roto este paradigma, Cajasol también estrenó, en el tramo final del año pasado, la segunda fase de la reordenación del sector al sumarse, precisamente, al primer SIP que se constituyó en España, el de Banca Cívica. El resultado es un grupo de ámbito nacional formado por cuatro cajas cuyos activos casi rozan los 80.000 millones de euros. Sobresale nuestro gran potencial de crecimiento nacional e internacional y la alta capacidad de generar beneficios gracias a las importantes sinergias. Nuestra entidad, que concentra en la alianza más del 50% del negocio, aporta además de tamaño y liderazgo nuestro destacado nivel de solvencia.

Como primera singularidad y ventaja competitiva hay que señalar que nuestra alianza es de facto una fusión total sin los inconvenientes de estas uniones. Estamos en estos momentos culminando el traspaso al banco creado por la SIP del cien por cien de nuestros activos y pasivos, lo que supone una unidad de gestión, operativa, financiera y de negocio. El nuevo marco y la flexibilidad de la SIP permiten que esta integración global se vea compensada por el mantenimiento en cada territorio de nuestra marca y nuestra Obra Social.

Nos encontramos pues ante el movimiento más importante en la historia de nuestra caja y, nuevamente, inmersos en un proyecto que va por delante del resto de bancos que han creado las cajas, y va por delante en tiempo y en fondo. Es el primer banco operativo de una SIP, ya preparado para captar capital y se diferencia además de los que están surgiendo empujados por las nuevas exigencias de solvencia por un modelo de negocio singular. Se trata de una apuesta innovadora y a la vez entroncada con la naturaleza esencial de las cajas que implica una gestión con criterios sociales y una nueva forma de relacionarse con el cliente. También en este campo se ha tratado de conciliar lo mejor de los dos modelos.

En este sentido, los nuevos requerimientos de capital, que deben acometer las entidades financieras antes del 30 de septiembre, y los movimientos y reformas que serán necesarios para cumplirlos no suponen grandes alteraciones en los planes estratégicos de Banca Cívica, que ya había anunciado su intención de abrirse al capital privado y a los mercados aprovechando la flexibilidad de los nuevos instrumentos. Gracias a la incorporación de Cajasol, el grupo ha cerrado el ejercicio de 2010 con una solvencia por encima del 8%, el límite fijado por el Gobierno y el Banco de España para las entidades cotizadas, como será el caso de Banca Cívica a corto plazo. Además, nuestro grupo espera elevar en 2011 este listón del capital básico hasta el 10% cuando culminen nuestras apuestas de capitalización. Nos configuramos así como la punta de lanza de un sector que está haciendo un considerable y veloz esfuerzo por recapitalizarse recurriendo en la menor medida posible a ayudas públicas.

Las necesidades de recapitalización publicadas por el Banco de España en marzo no hacen sino reforzar nuestra decisión de participar activamente en el mercado. Esto llevará aparejadas nuevas formas de gestión más profesionalizadas, que redundarán en un mejor servicio al cliente. También se beneficiarán los inversores de las mayores exigencias de transparencia establecidas para las entidades cotizadas. Supondrá, sin duda, un mayor esfuerzo por procurar información financiera relevante, con mayor periodicidad y detalle. Por otra parte, el fuerte compromiso social de las cajas que integramos Banca Cívica permitirá responder con eficacia a las obligaciones de Responsabilidad Social Corporativa que deben cumplir las entidades presentes en los mercados de capitales.

## 6. Conclusiones

292

En suma, es un hecho incontestable el que las transparencia cajas de ahorros son un actor principal dentro del sistema financiero español y que han realizado de forma sobresaliente su labor a lo largo de tres siglos al servicio de las pymes y los hogares. Frente a la banca privada ha destacado por su fuerte vinculación con su territorio de origen y un intenso apoyo al desarrollo local. Los fondos obtenidos por beneficios y destinados a Obra Social las convierte, además, en entidades imprescindibles y difícilmente reemplazables por el Estado o la iniciativa privada, en especial en una época de recortes de presupuestos. No olvidemos tampoco que el sector acusó un impacto menor al que se produjo, a nivel internacional en otras entidades muy especializadas en banca minorista, por su cercanía al cliente.

Sin embargo, el desarrollo de los acontecimientos en el sector, reclama una adaptación al nuevo entorno y nuestra apertura a los inversores privados. Este proceso, aunque laborioso, debe hacerse de una forma rápida y ordenada. Es necesaria una intensa labor de búsqueda de inversores que favorezca la entrada de aquellos que apuestan por participaciones estratégicas y a largo plazo en las entidades. Sólo con este requisito de compromiso con la entidad, junto con el respeto por el carácter social de las cajas, se evitaría la entrada de fondos especulativos que poco pudieran aportar a la estabilidad del sistema financiero español.



Es indudable que los retos que se plantean son ambiciosos, pero estamos capacitados para hacerles frente. Las cajas cuentan con marcas locales consolidadas y una extensa y fidelizada base de clientes en los territorios de origen que hacen muy difícil la competencia con entidades foráneas. Asimismo, la mayor parte del sector cuenta con niveles de solvencia más que suficientes para hacer frente a *shocks* negativos.

En cualquier caso, se abren nuevas e interesantes perspectivas con incipientes formas de gestión como los SIP y la presencia de capital privado a través de cuotas participativas o de acciones de la sociedad central de los SIP. Ante la magnitud e importancia de las reformas que se vislumbran, es de justicia resaltar que se pueden acometer estos enormes retos sin desvirtuar la vocación social de las cajas. De esta forma, las cajas adoptarán una forma u otra, pero no deben perder el espíritu que motivó su origen: el sólido apoyo financiero prestado al territorio de origen y la lucha contra la exclusión financiera. Los cambios regulatorios que se plantean para el sector, y que no suponen otra cosa que una modernización de las formas organizativas para adaptarse a un medio en constante evolución, constituyen una excelente oportunidad para ello.





# LA CONCENTRACIÓN DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO ESPAÑOLAS: SIMILITUDES CON OTROS MODELOS EUROPEOS

Luis J. Belmonte \*

## Resumen

La importancia de la crisis financiera en los últimos años está afectando seriamente a nuestro sector bancario y, por ende, a las cooperativas de crédito españolas. Así, el turbulento entorno financiero actual está suponiendo un escenario favorable para que las cooperativas de crédito opten por movimientos de cooperación y crecimiento externo que sostengan sus cuentas de resultados, con el objetivo de conseguir la supervivencia en el largo plazo. Es lo que ha venido ocurriendo en el resto de Europa en los últimos años, especialmente en aquellos países en los que la banca cooperativa tiene un papel importante. En este contexto, este trabajo presenta una propuesta metodológica de agrupación de las cooperativas de crédito españolas basada en el análisis *cluster*, con el propósito de valorar la oportunidad de formar parte del Grupo Cooperativo Cajamar, que fue el primer Sistema Institución de Protección (SIP) creado en el sector. Los resultados del análisis efectuado, para el año 2009, muestran la conveniencia de que este grupo cooperativo integre a más entidades en su SIP.

## Abstract

*The importance of the financial crisis in recent years is having a significant effect on the Spanish banking system and thus, the Spanish credit cooperatives. Thus, the current turbulent financial environment is assuming an appropriate setting for credit cooperatives to opt for cooperative movements and external growth to sustain their income statements, with the aim of achieving long-term survival. This is what has happened in the rest of Europe in recent years, especially in countries where the cooperative banking has an important role. In this context, this paper proposes a method of grouping the Spanish credit cooperatives based on cluster analysis, in order to assess the opportunity to be part of Cajamar Cooperative Group, which was the first Institutional Protection Systems (SIP) created in the sector. The results of the analysis, for 2009, show the chance of this cooperative group integrates more features in your SIP.*

## 1. Introducción

El proceso de globalización de las finanzas, de las economías y de las empresas; la implantación de nuevas conceptualizaciones del riesgo (*Basilea II y III*), así como la adaptación a crisis financiera iniciada a finales de 2007, han sentado las bases de importantes cambios en el panorama bancario internacional. Las necesidades de liquidez, solvencia y la perentoria reestructuración del sistema bancario están motivando multitud de cambios normativos a escala nacional e internacional (Carbó y Maudos, 2010). Todo ello, unido al incremento de la cultura financiera de la clientela, cada vez más exigente, y a la que se trata de abastecer con un amplio abanico de productos cada vez más universales, está propiciando la búsqueda de nuevas fórmulas de redimensionamiento corporativo a través de fusiones, absorciones o *joint-ventures*.

Por lo que respecta a las cooperativas de crédito, resulta relativamente reciente que hayan ido extendiendo su actividad, más allá de sus principios fundacionales, al igual que lo han ido haciendo las cajas de ahorros. Cada vez más, se han alejado de su marcado carácter territorial, aunque sin perder su impronta geográfica, y atendiendo a clientes *diversos* (Belmonte y Cortés, 2010 y Chaves y Soler, 2004). Es por ello que, en los próximos años, es más que probable que el sector continúe evolucionando, especialmente como consecuencia de la crisis financiera.

\* Universidad de Almería.

A escala internacional, las cooperativas de crédito más importantes se encuentran en los países con mayor desarrollo financiero, en los que tratan de atender ciertos nichos de mercado que la banca comercial no satisface. Al mismo tiempo, junto con las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito han contribuido al desarrollo de un adecuado sistema financiero, atendiendo a ciertas necesidades no cubiertas por el resto de intermediarios y aumentando la libre competencia en el mismo. Sin embargo, en los últimos años, la promoción de los principios cooperativos a escala internacional se está diluyendo para dejar paso a la universalización de los servicios bancarios. Por todo lo cual, la transformación del sector es ya un proceso iniciado, en el que nos encontramos inmersos, y del que todavía no se conocen sus últimas consecuencias.

Desde el punto de vista geográfico, Europa concentra el 45% del activo de las entidades financieras cooperativas del mundo, aunque en Asia se encuentra el mayor número de socios y de entidades (Belmonte, 2007). Por países europeos, Alemania, Francia, Italia y Holanda encabezan el *ranking* por activos totales, al tiempo que concentran más del 25% de la cuota de mercado del negocio bancario (Wyman, 2008). En lo que a España concierne, la dimensión de nuestro sector de cooperativas de crédito aún presenta una modesta posición a escala internacional, pero la experiencia europea será útil para inferir conclusiones acerca del futuro del sector en España.

Bajo este contexto, el objetivo de este trabajo consiste en presentar la evolución reciente del sector de cooperativas de crédito europeas, deteniéndonos en los países en los que tiene mayor relevancia. En el segundo apartado se relacionan estas experiencias con los cambios que se están presentando a escala nacional y previendo alguno de los escenarios más probables para el desarrollo de nuestro sector. A continuación, se presentan las iniciativas actuales para reestructurar el sector en España, entre las que se encuentra una propuesta de concentración del sector basada en el liderazgo de un grupo cooperativo, utilizando la metodología del análisis cluster. Finalmente, se presentan las principales conclusiones e implicaciones de este trabajo.

## 2. Evolución reciente del sector de cooperativas de crédito en Europa

Desde los orígenes del sector en Europa, con la creación de las primeras cooperativas en Alemania a mediados del siglo XIX, la evolución del sector ha sido constante. Sin embargo, es posible identificar tres posibles escenarios entre los que puede discurrir el sector de cooperativas de crédito, es decir: integrador, transformador y una mezcla de ambos (Belmonte, 2007 y Soler, 2002). El primero de ellos, el escenario integrador, haría referencia a todos aquellos sistemas nacionales de cooperativas de crédito que han optado por ser fieles a sus principios fundacionales, centrándose en el apoyo financiero a sus asociados.



Por su parte, el escenario mixto tiene que ver con aquellas cooperativas que han abierto el sector a instituciones ajenas a la economía social, normalmente con ánimo de lucro, por lo que las entidades de cabecera del sector estarían coparticipadas por cooperativas y por sociedades anónimas. Es el caso de Francia, Alemania y Holanda.

Sin embargo, el escenario más importante es el que supone la desmutualización o transformación total del sector, en virtud de los cambios e implicaciones que conlleva. Sería el extremo opuesto a la opción integradora pues, en última instancia, supondría la formación de grupos bancarios de sociedades por acciones. En este sentido, la actual coyuntura económica quizás aconseje el saneamiento del sistema financiero por la vía de la desmutualización, especialmente en el sector de las cajas de ahorros, y es una situación que puede afectar al sector de cooperativas de crédito españolas con el fin de espolearlas hacia un mayor grado de concentración.

En la práctica, la enseña de la banca cooperativa europea aún coexiste junto con el resto de intermediarios financieros, aunque también es cierto que esta tipología de entidad bancaria ha desaparecido en algunos países de nuestro entorno tras una ola de desmutualizaciones como la que se generó en el Reino Unido. Es por ello que se alternan los tres tipos de escenarios, anteriormente descritos, que tratamos de exponer brevemente a continuación.

## 2.1. La estructura de la banca cooperativa en Alemania

La banca cooperativa en Alemania se organiza como una red o sistema de instituciones relacionadas, la mayoría de los cuales, sin embargo, no tiene un vínculo jerárquico con la entidad que se sitúa por encima de ella. Así pues, la base de este sistema sigue concentrando el poder, es decir, la personalidad jurídica de los bancos cooperativos locales es la que en última instancia decide la estrategia global del sector. Aún así, en los últimos años, se ha llevado a cabo un importante proceso de fusiones intragrupos, por lo que el número de cooperativas de crédito se ha reducido considerablemente. En concreto, si en 1970 existían 7.000 bancos y cajas de carácter cooperativo, a finales de 2010, huyendo de las consecuencias de la crisis, su número se ha reducido a sólo 1.138. En este sentido, la consecuencia inmediata ha sido el incremento del tamaño medio de estas entidades, aunque su dimensión óptima sigue siendo inferior al de resto de intermediarios, bancos y cajas de ahorros.

Desde el punto de vista organizativo, la estructura en tres niveles que imperaba en el sector, es decir, ámbito local, comarcal-provincial y estatal, ha quedado obsoleta (Belmonte, 2007). En la actualidad, la representación del grupo se lleva a través del Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank (DZ Bank), con sede en Frankfurt, que se sitúa el quinto puesto en el ranking de bancos más importantes de Alemania por volumen de activos<sup>1</sup>. Asimismo, el WGZ Bank, con

<sup>1</sup> A finales de 2009, el DZ Bank contaba con 25.000 empleados, presta servicios a sus asociados y a terceros, al tiempo que opera tanto dentro como fuera de Alemania.

**Tabla 1. Importancia del sector de cooperativas de crédito en Alemania por número de oficinas y total activo (2010)**

	Bancos comerciales		Cajas de ahorros		Cooperativas de crédito		Total sector bancario	
	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%
Núm. instituciones	280	15	429	22	1.138	59	1.919	100
Activo total	3.023	36	1.083	13	705	8	8.354	100

Fuente: Bundesbank (2011). Elaboración propia.

sede en Dusseldorf, también representa a los pequeños bancos cooperativos locales, pero a menor escala que el DZ Bank. Así, aunque en la actualidad la representación del sector se lleva a cabo a través de dos entidades, se espera que próximamente se produzca la fusión de estos dos bancos centrales, acabando con la bicefalía que domina el sector (Ayadi *et al.*, 2011).

En el futuro, es previsible que este sector continúe siendo un sólido pilar de sistema financiero alemán, ya que los bancos cooperativos alemanes han superado la crisis financiera en mejores condiciones que los bancos comerciales.

## 2.2. La nueva estructura de la banca cooperativa en Francia

La banca social francesa se organizaba en torno a cuatro grandes bloques de bancos mutualistas y cooperativos. Por un lado está el crédito mutualista (*Le Crédit Mutuel*), integrado por cajas locales y cooperativas de crédito federales, con actividades muy vinculadas al sector agrícola y a las familias. Por otro lado, para prestar apoyo financiero a los artesanos y a las pymes se encuentra la red de bancos populares (*Banque Populaire*), aunque a partir de 2003 se creó una sociedad por acciones que agrupó también a las cajas de crédito marítimo mutualista y a la sociedad central de crédito mutualista marítimo. El tercer bloque de entidades de carácter social lo conformaba la red de cajas de ahorros, agrupadas en torno a la caja nacional de cajas de ahorros y de previsión. Y, por último, se encuentra la red del *Crédit Agricole*, formada por las cajas locales y regionales, de origen eminentemente agrícola, afiliadas al *Crédit Agricole*, SA. Todos ellos, en mayor o menor medida gozaban de ventajas fiscales, pues en algunos casos tenían una iniciativa semipública.

En este contexto, a mediados de 2009 se produjo la constitución del grupo BPCE<sup>2</sup> (*Banque Populaire et Caisse d'Épargne*) que supuso la unificación, en un único organismo central, de las actividades de las cajas de ahorros y de los bancos populares franceses. Con anterioridad, los bancos populares guardaban cierta distancia con las cajas de ahorros, *caisses d'épargne*, que han terminado por difuminarse con el paso de los años e hizo posible la unificación de sus

<sup>2</sup> Constituido a raíz de la publicación de la Ley nº 2009/715 del 18 de junio de 2009 relativa al órgano central de las cajas de ahorros y de los bancos populares (Francia).



actividades en un único grupo<sup>3</sup>. Es muy posible que la motivación principal para esta concentración ha sido evadirse de los efectos de la crisis, por la que los bancos franceses tuvieron que asumir pérdidas significativas, aunque se las podría considerar modestas si se comparan con las sufridas por la banca americana, inglesa, alemana o suiza (Xiao, 2009).

La nueva entidad, BPCE, es la culminación de un proceso de acercamiento entre las dos redes de banca social, que se inició en 2006 en torno a su filial común –*Natixis*– y que se ha acelerado como consecuencia de la crisis. En la base de la organización se encuentran las dos redes de sucursales, es decir, la de las cajas de ahorros y la de los bancos populares, dando lugar a la constitución del segundo grupo francés de banca universal. En concreto, la creación del grupo BPCE ha supuesto la concentración, en una misma entidad multimarca, de un 20% del mercado financiero francés. Presta servicios a más de 34 millones de clientes, cuenta con más de siete millones de socios y más de 7.700 sucursales distribuidas por toda Francia, para las que emplea a más de 110.000 trabajadores. Asimismo, la nueva entidad está participada al 50% por las 17 cajas de ahorros, representadas por el Consejo Nacional de Cajas de Ahorros (CNCE) y por los 20 bancos populares, que originariamente se agrupaban en torno al Banco Federal de Bancos Populares (BFBP). Tanto la CNCE como el BFBP se han convertido en holdings financieros, con mera tenencia de las participaciones en la nueva entidad.

En cuanto a la estructura operativa del sector de cooperativas de crédito en Francia, *Crédit Agricole* y *Crédit Mutuel* mantienen tres niveles en su organización: local, regional y nacional. Sin embargo, la red de bancos populares sólo mantiene dos capas, nacional y regional. Asimismo, el sector continúa su proceso de concentración, como lo demuestra el hecho de que el número de bancos mutualistas y cooperativos ha disminuido desde los 124 hasta los 104, desde 1998 a 2008. En todos los casos, la base local y regional han cedido parte de sus actividades de tesorería, gestión de riesgos, la emisión de deuda, la representación del grupo, plataforma tecnológica, etc., a su órgano central, otorgándole a este una importante influencia en las instituciones locales.

### 2.3. La estructura de la banca cooperativa en Bélgica y en Holanda

En el sistema bancario belga persiste cierta dualidad en la oferta de servicios financieros, por cuanto que existen entidades puramente privadas y otras con una importante participación pública. A raíz de la crisis financiera internacional, el sector bancario belga tuvo que reestructurarse ampliamente, hasta el punto de que el gobierno de ese país tuvo que intervenir los grandes bancos nacionales: Fortis, KBC y Dexia.

<sup>3</sup> El resto de instituciones financieras de sesgo cooperativo también han estado atentas a las oportunidades que les ha ofrecido la crisis. En este sentido, en 2008, *Crédit Mutuel* compró la filial minorista de Citibank en Alemania (ahora conocido como Targobank) e incrementó su participación en Cofidis, entidad especializada en crédito al consumo. Asimismo, el grupo de *Banque Populaire* completó la adquisición de las filiales regionales de HSBC en Francia. Por su parte, a comienzos de 2009, *Crédit Agricole* y *Société Générale* fusionaron sus operaciones de gestión de activos, con la creación de CAAM Funds (*Crédit Agricole Asset Management*).

Desde 2008, la inversión del Estado belga en estos tres bancos ha ascendido a 15.160 millones de euros<sup>4</sup>. Asimismo, a partir de junio de 2009, el Estado belga se ha convertido en accionista de la banca francesa BNP Paribas, con el 10,8% del accionariado.

Por su parte, el sistema bancario holandés se caracteriza por la alta concentración de su oferta. En concreto, la mayor parte del negocio se reparte entre la banca ABN AMRO, ING y Rabobank Group. Éste último se caracteriza por ser la única entidad holandesa que presta servicios bancarios basados en principios cooperativos.

A escala internacional, Rabobank Group concentra sus actividades en la financiación del sector agrolimentario, sin descuidar el resto de servicios característicos de la banca universal. Opera en 48 países, en los que tiene más de 10 millones de clientes y casi 60.000 empleados. Todo ello garantizando una solvencia excepcional, lo que le otorga la máxima calificación crediticia.

En territorio holandés, las operaciones del grupo se instrumentan a través de una entidad de cabecera, el Rabobank Nederland, que supervisa la estrategia de negocio, la solvencia y la liquidez de las entidades locales que dependen del grupo. Asimismo, es la entidad que actúa como planificador de la actividad de las cooperativas, al tiempo que se ocupa de desarrollar su propia actividad bancaria, dirigida a la financiación de grandes empresas nacionales e internacionales. El sistema de Rabobank Group se organiza en dos niveles, local y nacional.

## 2.4. La estructura de la banca cooperativa en Italia

300

Desde la década de los noventa, cuando se produjo la primera oleada desreguladora y privatizadora del sector financiero italiano, las cooperativas de crédito no han dejado de evolucionar. Así, casi todas las *Cassas di Risparmio* terminaron por transformarse en sociedades anónimas (Ayadi *et al.*, 2011). A finales de los noventa, multitud de bancos cooperativos se fusionaron con otros de su misma tipología, lográndose una notable reducción en el número de operadores. A finales de 2007 había 16 grupos cooperativos dirigidos por un banco popular, lo que representa casi un tercio de los activos totales de todos los bancos populares.

A finales de 2007, el sector de la banca cooperativa italiana representaba un tercio de la cuota de mercado, tanto en crédito como en depósitos, y un 20% del volumen total de activos del sector bancario. Aunque existe una clara inclinación hacia los bancos populares (*Banche Popolari*), con un tamaño medio elevado, frente a la banca de crédito cooperativo (*Banche di Credito Cooperativo*), es una característica distintiva del sector la presencia en municipios poco poblados y la menor importancia de sus operaciones crediticias.

<sup>4</sup> La participación estatal en estos tres bancos se ha instrumentado mediante la adquisición de capital social. Así pues, el Estado belga compró 9.420 millones de euros de Fortis Banque, 1.000 millones del capital de Dexia y un préstamo subordinado a KBC por 3.500 millones. En todos estos casos, la intervención estatal se ha realizado emitiendo títulos de deuda pública.



Al igual que ocurre en otros países, los bancos cooperativos italianos se agrupan en torno a federaciones regionales que prestan asistencia técnica y auditan internamente a sus miembros. A su vez existe una federación nacional, *Federcasse*, que efectúa la planificación del grupo y sirve de soporte para instrumentar un sistema de apoyo mutuo, a partir de 2008, con el que salvaguardar la liquidez y la solvencia de las entidades participantes.

Finalmente, lo más llamativo del modelo italiano sea la tutela legislativa a la que están sometidas sus cooperativas de crédito. En este sentido, la legislación italiana ha tratado de acercar lo máximo posible a este tipo de entidades con su entorno original, rural y con orientación social. Es por ello que aún continúan beneficiándose de exenciones en la fiscalidad de sus beneficios, aunque tienen que destinar al menos el 70% de los mismos a reservas (Ayadi *et al.*, 2011). Además, hay claras restricciones a ciertas operaciones bancarias, así como a la instalación de sucursales fuera de su ámbito geográfico.

En definitiva, en los últimos años, los bancos mutualistas o cooperativos europeos han seguido un proceso de agrupamiento de sus instituciones regionales o locales. También han participado en operaciones de diversificación y crecimiento externo, incluso en otros países. En el sector bancario y de las finanzas, estas operaciones se han traducido en la creación de nuevas instituciones como los bancos autorizados, sociedades financieras o empresas de inversión, así como la compra de otros establecimientos ya existentes, que en algunos casos eran propiedad de bancos comerciales con problemas.

Lo que parece estar claro es que la actividad principal de la banca cooperativa, la concesión de préstamos a sus asociados, a los hogares y a las PYMEs sigue siendo un pilar fundamental, junto con la presencia en municipios rurales. En este sentido, los procesos de fusiones del sector suponen una garantía de permanencia de la enseña cooperativa en el sector financiero. Además, hay estudios que confirman la similitud del sector de cooperativas de crédito con el resto de intermediarios financieros, cajas de ahorros y bancos comerciales, ya sea en términos de rentabilidad, eficiencia y poder de mercado. Además, en cierto casos, se demuestra que los grupos cooperativos, especialmente los más grandes, disfrutan de una mayor estabilidad en sus ingresos, al tiempo que atenúan considerablemente sus riesgos (Ayadi *et al.*, 2011).

Por países, existe un notable poder de mercado en el caso de Alemania, Holanda y Francia, mientras que es relativamente menos importante en el caso de España e Italia.

### 3. La reestructuración del sector de cooperativas de crédito en España

La creciente heterogeneidad del sector de cooperativas de crédito en España invita a pensar en el futuro desenlace del sector, al tiempo que cada vez se hace más inusual la existencia del elevado número de cooperativas de crédito que existen en España (80 entidades a 30 de septiembre de 2010), a diferencia de lo que ocurre con el resto de intermediarios (41 y 67, cajas de ahorros y bancos nacionales, respectivamente, para el mismo periodo, según el registro de entidades del Banco de España).

En la actualidad, aunque todas las cooperativas de crédito españolas se agrupan en torno a la UNACC, sólo las cajas rurales se encuentran asociadas en un grupo que se forjó en la década de los noventa y que respondía al deseo de este tipo de cooperativas de consolidar un proyecto común a nivel nacional. Institucionalmente la traducción de esta asociación de cajas rurales se materializa en la Asociación Española de Cajas Rurales (AECR), de la que dependen tres instituciones creadas para dar soporte operativo a las cajas asociadas. Se trata del Banco Cooperativo Español, de la empresa Rural Grupo Asegurador y de la entidad de servicios tecnológicos Rural Servicios Informáticos (Belmonte, 2007; Melián *et al.*, 2006; Melián, 2004 y Palomo, 2000).

Todo parece indicar que el modelo de asociación actual está perdiendo fuerza, como lo demuestra el hecho de que su logo, la espiga, era la referencia de todas las cajas rurales y hoy varias estas entidades presentan una enseña bien distinta. Además, la estrategia de negocio del sector es bastante heterogénea, pues unas entidades lo basan en la universalización de su oferta, en la apertura de sucursales, en la utilización de nuevos canales de comercialización, etc., mientras que otras entidades ni siquiera se plantean instalarse fuera de su localidad de origen.

Sin embargo, recientemente, la figura de cooperación empresarial que está animando el sector es el Sistema Institucional de Protección (SIP), pues permite compartir liquidez y riesgo entre distintas entidades a través del préstamo de garantía, así como de un cierto nivel de mutualismo (Belmonte y Cortés, 2010). Es, en definitiva, un instrumento de garantía recíproca relativamente fácil y rápido de implementar. Dicho instrumento puede suponer una alternativa a las posibles soluciones de reestructuración del sector bancario ante la profunda crisis financiera que estamos viviendo en la actualidad, y que tuvo como detonante sintomático la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, a finales de 2007.

El Real Decreto-Ley 6/2010 de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, explicitó el régimen jurídico de los SIP. Esta medida legislativa establece mecanismos de garantía para reforzar el carácter mutualista de estas *fusiones frías*. En concreto, obliga a que toda entidad que se integre en un SIP debe estar dispuesta a comprometer un 40% de sus fondos propios, en el caso en que otra entidad del SIP tenga dificultades de solvencia. Con el capital comprometido se puede recurrir a la compra de emisiones de la entidad



en dificultades sin que ésta tenga que acudir al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) o al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). También se puede recurrir a cualquier instrumento de socorro y apoyo financiero, como préstamos, avales, compras de activos, etc.

Además, obliga a un mínimo de permanencia en el SIP de diez años, lo que supone prácticamente un camino de no retorno para la integración societaria. Además, obliga a los SIP a dotarse de una entidad central con personalidad jurídica, que puede ser creada *ex novo* o bien ser una de las integrantes del SIP. Del mismo modo, deberán poner en común al menos un 40% de los resultados y distribuirlos de manera proporcional. Por otra parte, los SIP no conllevan ningún cambio en la fiscalidad.

A continuación, se presentan las principales propuestas de concentración en el sector de cooperativas de crédito españolas, que alternan las fusiones/absorciones, con la constitución de SIP. Hay que advertir que es más que probable que se produzca alguna modificación en el número de cooperativas de crédito que se decanten por una u otra vía de concentración mediante SIP (Tabla 2), ya sea porque las entidades «no posicionadas» terminen decidiendo que la mejor forma de afrontar su estrategia futura no sea la concentración a través un SIP, o bien, porque se produzcan cambios de última hora tras la ratificación en las correspondientes asambleas generales de las entidades que ya han manifestado su interés por alguna de las iniciativas SIP que ya hay en marcha.

Asimismo, hay que indicar que sólo una de las iniciativas está funcionando en plenitud de facultades. Se trata del Grupo Cooperativo Cajamar, cuya entidad de cabecera es Cajamar Caja Rural. Fue la primera iniciativa que aprobó el Banco de España, a finales de 2009, es decir, mucho antes de que se generalizasen procesos de este tipo en el sector de las cajas de ahorros o de las cajas rurales. Actualmente, el Grupo Cooperativo Cajamar cuenta con una plataforma tecnológica integrada para todos sus miembros, consolida estados contables y realiza todas aquellas funciones que se esperan de un efectivo grupo cooperativo. Asimismo, aunque la estructura del SIP se concibió para entidades con una cierta homogeneidad, ha quedado demostrado que la iniciativa que recoge el Grupo Cooperativo Cajamar ha puesto de manifiesto la unión de esfuerzos de entidades muy heterogéneas en tamaño, con una estrategia común.

**Tabla 2. Propuestas de concentración en el sector de cooperativas de crédito**

Nombre de la iniciativa	Fecha de autorización Banco de España	Entidades de cabecera	Entidades adheridas
Grupo Cooperativo Cajamar *	10/12/2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cajamar Caja Rural</li> <li>• Caja Rural de Baleares</li> </ul> (acordada su fusión el 19/08/2010)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cajamar Caja Rural.</li> <li>• Caja Campo Caja Rural</li> <li>• CR de Casinos</li> <li>• CR de Albalat</li> <li>• CR Crto. de Petrel</li> <li>• CR de Turis</li> </ul>
Grupo Cajas Rurales del Mediterráneo (CRM)	02/12/2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR del Mediterráneo - Ruralcaja</li> </ul>	En julio de 2009, la CR del Mediterráneo-Ruralcaja firmó un protocolo de colaboración con 20 cooperativas de crédito valencianas con la intención de iniciar su propio proceso de integración bajo la marca: Cajas Rurales del Mediterráneo. El 2 de diciembre de 2010 este SIP los suscriben 14 cajas rurales.
Grupo Suroeste	23/12/2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR de Sur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR del Sur</li> <li>• CR de Extremadura</li> </ul>
Globalcaja (SIP de las cajas rurales castellano-manchegas)	14/10/2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR Ciudad Real</li> <li>• CR Albacete</li> <li>• CR Cuenca</li> <li>• CR La Roda</li> </ul> (acordada su fusión el 14/10/2010)	La fusión de estas cuatro entidades dará lugar a una caja única que comenzaría a operar a partir de 2011.
Nueva Caja Rural de Aragón	Prevista: primer semestre 2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR Aragonesa y Pirineos</li> <li>• CR de Aragón</li> </ul> (acuerdo fusión el 11/02/2011).	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR Aragonesa y Pirineos (Multicaja)</li> <li>• CR de Aragón (Caja Cajón)</li> </ul>
SIP Nacional	Sin autorización	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grupo Cajas Rurales del Mediterráneo</li> <li>• Grupo Suroeste</li> <li>• CR Navarra</li> <li>• CR Granada ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En enero de 2011, esta iniciativa ya contaba con 32 cajas rurales interesadas.</li> <li>• No informa si existirá una entidad de cabecera, ni si consolidará cuentas anuales.</li> </ul>
Proyecto Solventia	Sin autorización	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CR de Canarias</li> <li>• Caixa Popular de Valencia</li> </ul>	Con la ayuda de la consultora Analistas Financieros Internacionales (AFI), se estudia la posible integración de la mayor parte de cajas medianas, locales y comarcales, del sector. Desde los inicios, en su proyecto estaba presente el objetivo de integrar a más de 30 cajas rurales de una menor dimensión y de carácter local y comarcal.

\* En mayo de 2011, semanas después de que el autor entregase su texto, se conoció que el Grupo Cooperativo Cajamar va a integrar a la Caja Rural de Castellón, tras la previsible aprobación de la fusión por las asambleas generales de ésta y de Cajamar Caja Rural (nota del editor).



## 4. Propuesta de concentración del sector en España: metodología

Hasta ahora, se han destacado las principales características del sector de cooperativas de crédito europeas, así como el detalle de las iniciativas actuales de concentración en España. En este sentido, resulta necesario resaltar que:

- La mayoría de las experiencias europeas conciben un sector de cooperativas de crédito con un liderazgo claro, con la necesidad de incrementar el tamaño medio de sus entidades e inmerso en un constante proceso de concentración. No es el caso de España, donde las iniciativas de concentración se están multiplicando día a día y en el que la fragmentación del sector puede hacer peligrar su supervivencia.
- Desde el punto de organizativo, los sectores cooperativos más sólidos, como el holandés (Rabobank), el francés (nuevo grupo BPCE) y el alemán (DZ Bank), han eliminado el estrato de representación regional, pues han preferido una representación en sólo dos niveles: nacional y local. Este interés por la paulatina reducción de los niveles de representación regionales, para dar paso a una estructura nacional con base local no es lo que se está planteando en la mayoría de las iniciativas españolas. En concreto, el sesgo regionalista de algunas iniciativas de concentración está claramente circunscrito al ámbito regional, sin que tengan una visión nacional.
- Finalmente, otra característica distintiva del sector en Europa es el grado de compromiso alcanzado en la cooperación, es decir, se conciben los grupos cooperativos como un bloque organizado, con una estrategia única, en la que los bancos o entidades de cabecera auditan la gestión de las entidades locales, los orientan y a la vez les suministran un canal de crecimiento hacia otros ámbitos: tipo de clientes, nuevos mercados e incluso nuevos países donde seguir creciendo. En el caso de España, se corre el riesgo de una alianza meramente normativa, los llamados SIP normativos, con un grado de compromiso muy limitado.

Es muy posible que el supervisor, el Banco de España, esté muy interesado en la creación de un grupo cooperativo con expectativas de crecimiento nacional, sólo a dos niveles y con entidades plenamente integradas, a nivel contable y tecnológico. En este caso, sí que se podría pensar en la existencia de un importante *actor* que contrarrestaría el posible problema de competitividad en el sector financiero español, cada vez más concentrado, por el lado de las cajas de ahorros y de los bancos comerciales.

En este contexto, en la actualidad, el grupo cooperativo que se encuentra en las mejores condiciones para asumir el liderazgo del sector es el Grupo Cooperativo Cajamar. Una vez que se ha probado su eficacia, desde su autorización en diciembre de 2009 y después de un año de pleno funcionamiento, cumple ampliamente con los requerimientos para representar al sector a escala nacional, a semejanza del modelo europeo, con una ventaja adicional, la que

supone ceder la representación del grupo cooperativo en una cooperativa de crédito, Cajamar, caja rural, y no en un banco comercial creado al efecto. Este hecho supone una importante garantía con la que evitar la desnaturalización del carácter cooperativo de las entidades que lo integren. Sin embargo, se trata de un SIP muy asimétrico, pues se están integrando, por un lado, entidades con casi 1.000 sucursales, como es el caso de la entidad de cabecera, y entidades que sólo cuentan con una sucursal operativa (Belmonte y Cortés, 2010).

A partir de ahora, lo que se pretende es analizar las posibilidades y oportunidades de expansión del Grupo Cooperativo Cajamar, aplicando la metodología del análisis cluster. Mediante la aplicación de esta técnica, se van a analizar agrupamientos de las cooperativas de crédito españolas con este grupo cooperativo, sobre la base de una serie de variables que definen la estrategia comercial de estas entidades.

#### 4.1. Selección de variables para el análisis cluster

El primer paso ha consistido en la selección de un grupo de variables comunes al sector de cooperativas de crédito para el ejercicio 2009. Se trata de una selección basada en datos cuantitativos, lo que ha permitido la utilización del análisis cluster, evitando que existan correlaciones entre tales variables, con la finalidad de eliminar el sesgo debido a la redundancia de los parámetros.

Con objeto de valorar la semejanza en lo que respecta a la orientación comercial de las entidades del sector, se propone el estudio de cuatro variables ( $V_1$  a  $V_4$ ) en la que clasificará a las cooperativas de crédito en función de su orientación hacia la banca universal, hacia la solvencia y hacia la clientela que atienden.

- Créditos de clientes sobre activos totales medios – ATM's ( $V_1$ ). La partida de créditos sobre clientes es uno de los epígrafes más importantes del negocio bancario, pues concentra el peso de la actividad de toda cooperativa de crédito. Es por ello que la utilizan la mayoría de los estudios sobre medición del rendimiento del negocio bancario, así como de la eficiencia en dicho sector (Pastor, 1996; Marco y Moya, 2000 y 2001 y López y Appennini, 2002). En nuestro caso, esta variable nos ayudará a clasificar a las cooperativas de crédito en función de su predisposición a crecer por medio de la concesión de préstamos (banca universal) o por la inversión en cartera de diversa índole (banca de inversión).
- Recursos propios medios sobre activos totales medios ( $V_2$ ). En este caso, se ha considerado que los recursos propios están constituidos por la suma del capital social, las reservas y el beneficio no distribuido, en su posición media del ejercicio. La elección de esta variable obedece a la necesidad de solvencia y garantía del crecimiento del activo, especialmente de los créditos sobre clientes.



- Número de operaciones de inversión crediticia sobre el total de oficinas ( $V_3$ ). Con esta ratio se observa la orientación comercial hacia la banca minorista, que distribuye el crédito en pequeñas operaciones de financiación, y la banca mayorista, con grandes volúmenes de crédito por operación. Se trata de una variable que ya ha sido objeto de estudio en otros trabajos sobre rentabilidad en banca y las cajas de ahorros, como es el caso de Fanjul y Maravall (1985).
- Número de empleados por oficina ( $V_4$ ). Se trata de una variable que manifiesta el carácter detallista de los servicios prestados por las cooperativas de crédito, que financian preferentemente a personas físicas y pequeñas y medianas empresas (Carbó y Méndez, 2006), a pesar de la incipiente ampliación de su negocio (Palomo y Sanchis, 2008). En este sentido, consideramos que la inclusión de esta variable en el análisis de los grupos estratégicos del sector, aporta evidencias sobre la estrategia de distribución de estas entidades (Belmonte, 2007), por cuanto que éstas se deciden por una distribución minorista, con el consecuente impacto negativo sobre la cuenta de resultados, al ponderar la proximidad al clientes sobre la utilización de nuevos canales (Ibarrondo y Sánchez, 2005).

El registro de estas variables se ha obtenido del balance y cuenta de resultados de las cooperativas de crédito españolas, que ha publicado la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC) en su anuario de 2009, es decir, el análisis se realiza para 80 entidades y cuatro variables objeto de análisis (Tabla 3).

**Tabla 3. Definición de las variables estratégicas relativas a la dimensión contable-comercial del sector de cooperativas de crédito**

Variable estratégica	Definición	Estrategia de negocio
$V_1$	Créditos de la clientela sobre activos totales medios	Banca comercial versus banca de inversión. Cuanto más próximo a 1, mayor interés hacia la banca comercial, creciendo vía préstamos en vez de vía inversión en cartera de títulos, tendrán esta entidades.
$V_2$	Recursos propios medios sobre activos totales medios	Garantía de solvencia. Las entidades con mayor interés en el crecimiento de su activo, tenderán a una ratio menor.
$V_3$	Número de operaciones de inversión crediticia sobre el total oficinas de cada entidad.	Distribución minorista. Se trata de averiguar en qué entidades se distribuye el crédito a grandes clientes, lo que se correspondería con un valor elevado de esta variable, o si, por el contrario, la distribución del crédito se realiza en pequeños préstamos.
$V_4$	Empleados por oficina	Estrategia de distribución intensiva a través del canal tradicional. Cuanto mayor sea el número de empleados por oficina, mayor será la calidad e intensidad de la prestación del servicio. Aunque también es cierto que mayor será la rigidez para reducir los costes operativos de la entidad.

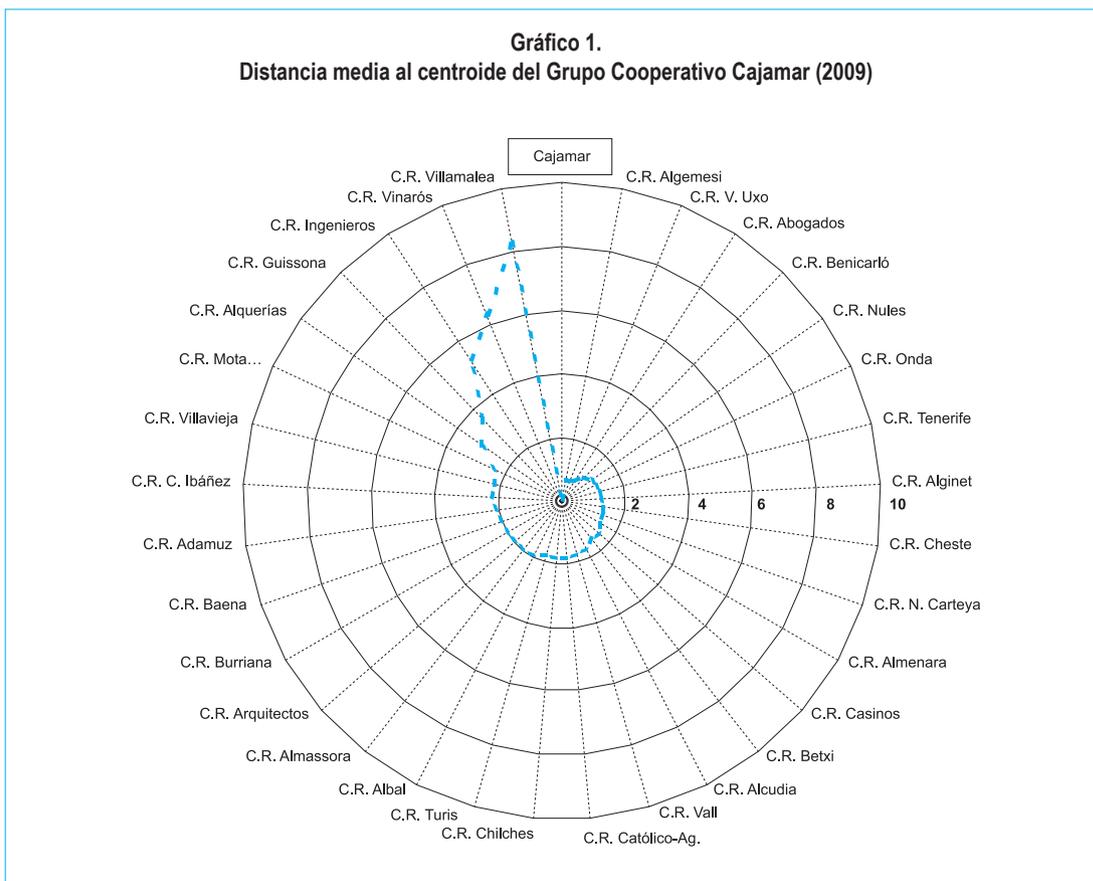
El análisis cluster empleado ha sido del tipo k-medias, no jerárquico, basado en el análisis de las varianzas y especialmente indicado cuando se conoce el número de conglomerados a constituir. En este sentido, teniendo en cuenta que se ha introducido una iniciativa de concentración del sector, se ha considerado como centroide del mismo la hipotética entidad resultante del proceso de fusión, ya culminado, entre Cajamar Caja Rural y Caja Rural de Baleares.

Una vez seleccionado el centroide de este *cluster*, la técnica continúa el proceso reasignando a cada una de las entidades del sector al *cluster* tutelado por el Grupo Cooperativo Cajamar, en función de la similitud entre los datos de cada entidad y los datos medios de las entidades que actúan como cabecera del grupo: Cajamar y Caja Rural de Baleares. Técnicamente, la asignación de cada entidad se realiza en función de las medias de las observaciones de cada variable de los individuos del grupo, haciendo mínima la suma de las desviaciones al cuadrado entre el centroide y las distintas observaciones. En nuestro caso, hemos definido de forma arbitraria el valor del centroide, de tal manera que la técnica del análisis cluster ha ido reasignando individuos a cada grupo hasta que no ha sido posible mejorar el criterio. Previamente, las variables han sido normalizadas para eliminar el sesgo asociado a la magnitud en la que se expresan.

## 4.2. Resultados

En el Gráfico 1 se presenta la agrupación del sector de cooperativas de crédito entorno al centroide, es decir, la entidad de cabecera del Grupo Cooperativo Cajamar, para el año 2009. En este sentido, resulta destacable el importante número de entidades que presentan una mínima distancia con la entidad de cabecera del Grupo Cooperativo Cajamar. En concreto, 33 cooperativas de crédito se clasificarían en el cluster que lideraría Cajamar, de las que 23 entidades presentarían una distancia media inferior a 2 puntos. Así, según este análisis, sería muy posible que el Grupo Cooperativo Cajamar incremente sus miembros, desde los seis que actualmente agrupa, por dos razones:

- Por la semejanza estratégica que presentan un alto número de cooperativas de crédito, 33 en el año 2009, es decir, al perfil de negocio que presenta la entidad de cabecera de este grupo, producto de la fusión de Cajamar y Caja Rural de Baleares, teniendo en cuenta las cuatro variables estratégicas que se han considerado.
- Por la presión institucional que está abocando al sector a que se concentre como vía para fortalecer sus balances de cara a la crisis.
- Por la necesidad que tiene las entidades más pequeñas de participar en una iniciativa con visión nacional, con capacidad para crecer en varios mercados al mismo tiempo, capacidad de diversificación de sus fuentes de ingreso y la considerable limitación de riesgos, en virtud de los mecanismos de garantía y apoyo mutuo que presentan los SIP.



También es cierto que, en la media en que otros SIP sean autorizados, surgirán más alternativas de concentración para el resto de entidades que aún no se encuentran posicionadas, por lo que es previsible que en los próximos meses se modifiquen las iniciativas que actualmente no hay autorizadas.

## 5. Conclusiones

Es un hecho que la crisis financiera internacional, con pleno impacto sobre la economía española desde finales de 2007, está planteando serias dudas sobre las posibilidades de supervivencia futura de aquellas entidades financieras que mayores debilidades presentan. En España, el sector de cooperativas de crédito no es ajeno a estas amenazas del entorno y sus miembros se apresuran a tomar medidas para afrontar los nuevos retos futuros en las mejores condiciones. Prueba de ello ha sido la aparición de varias propuestas de concentración en el sector, al amparo de la figura del sistema institucional de protección (SIP), también conocido como fusión virtual o fusión fría, por la debilidad de su compromiso inicial.

A semejanza de lo que ha ocurrido en el resto de Europa, el sector de cooperativas de crédito español se ha decantado por la concentración. En este sentido, se puede afirmar que el escenario mixto es el que domina en el sector en Europa, aunque se pueden apuntar una serie de riesgos que la reestructuración en España podría soslayar. En concreto, se podrían resumir en:

- La posibilidad de que exista un problema de gobernabilidad pues el hecho de que las cooperativas de crédito de la base tengan la misma ponderación de voto, independientemente del tamaño, puede generar un problema en la toma de decisiones a escala nacional. En este caso, la desmutualización y la entrada en el capital de grandes accionistas podría mejorar el control de la gestión (Gutiérrez, 2008).
- La entidad de cabecera puede convertirse en una mera entidad de auto-servicio de las operaciones mayoristas que las cooperativas de la base le encomienden, cayendo en la autocomplacencia, en la indulgencia comercial y limitando sus posibilidades de competitividad con el resto de intermediarios bancarios.

Aunque existen multitud de iniciativas de concentración en el sector en España, se ha considerado oportuno valorar la oportunidad de la agrupación en torno a la entidad que actualmente las lidera, tanto por volumen de activos, ritmo de crecimiento, expansión territorial y experiencia adquirida en varios procesos de concentración. Así, tras aplicar la metodología del *cluster* para averiguar cómo se posicionaría cada cooperativa de crédito del sector con respecto al perfil comercial y contable del centroide y tras definir las variables estratégicas objeto de estudio, se observan demasiadas ausencias entre el número de participantes en el Grupo Cooperativo Cajamar y las seis entidades que actualmente lo integran (siete si consideramos la reciente fusión con Caja Rural de Baleares). Este hecho nos induce a pensar en los riesgos que puede suponer la concentración de entidades basada exclusivamente en criterios políticos, de preferencia regionalista, sin que vayan acompañados de un adecuado análisis estratégico.

Finalmente, en el futuro, es previsible que el sector de cooperativas de crédito, al igual que ocurre en con las cajas de ahorros, continúe su tendencia hacia la concentración, reduciéndose el número de entidades operativas, aunque con la expectativa de ganar solidez financiera, dilución de riesgos y nuevas formas de incrementar su eficiencia. Son los nuevos retos que ha marcado el regulador, a través de los acuerdos de *Basilea* (I, II y III) y que tendrán que ser observados por cualquier entidad financiera.



## Referencias bibliográficas

- Ayadi, R.; Llewellyn, D. T.; Schmidt, R. H.; Arbak, E. y De Groen, W. (2011): *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe*. Bruselas, Centre for European Policy Studies.
- Belmonte, L. J. (2007): *El sector de cooperativas de crédito en España. Un estudio por Comunidades Autónomas*. Sevilla, Consejo Económico y Social de Andalucía.
- Belmonte, L. J. y Cortés, F. J. (2010): «La concentración del sector de cooperativas de crédito en España»; en *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa* (68); pp. 223-246.
- Bundesbank (2011): *Statistical Supplement Banking statistics. Bankenstatistik Stand vom 4.2.2011*. Frankfurt, Deutsche Bundesbank-Banking statistics.
- Carbó, S. y Maudos, J. (2010): «Diez interrogantes del sector bancario español»; en *Cuadernos de Información Económica* (215); pp. 80-105.
- Carbó, S. y Méndez, J. M. (2006): «Relevancia de la diversidad de estructuras de propiedad en el sector bancario europeo»; en *Perspectivas del Sistema Financiero* (88); pp. 87-105.
- Chaves, R. y Soler, F. (2004): *El gobierno de las cooperativas de crédito en España*. Valencia, CIRIEC-España.
- Fanjul, O. y Maravall, F. (1985): *La eficiencia del sistema bancario español*. Madrid, Alianza.
- Gutiérrez, E. (2008): *The Reform of Italian Cooperative Banks: Discussion of Proposals*. Washington, Fondo Monetario Internacional (Working Papers, núm. 08/74).
- Ibarrodo, P. y Sánchez, J. (2005): «Tendencias estratégicas de las cajas de ahorro y las cajas rurales españolas»; en *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* (11, 1); pp. 119-142.
- López, J. S. y Appennini, A. (2002): *Are Italian mutual banks efficient? Evidence from two different cost frontier techniques*. Viena, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières.
- Marco, M. A. y Moya, I. (2000): «Factores que inciden en la eficiencia de las entidades de crédito cooperativo»; en *Revista Española de Financiación y Contabilidad* (XXIX, 105); pp. 781-808.
- Marco, M. A. y Moya, I. (2001): «Efecto del tamaño y del progreso técnico en la eficiencia del sector de crédito cooperativo en España»; en *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* (2); pp. 29-42.

- Melián, A. (2004): «El fenómeno concentratorio como estrategia de crecimiento en las cajas rurales españolas. El Grupo Caja Rural»; en *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos* (82); pp. 89-112.
- Melián, A.; Palomo, R. J.; Sanchis, J. R. y Soler, F. (2006): «La investigación en materia de cooperativas de crédito y de grupos cooperativos»; en *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa* (56); pp. 25-64.
- Palomo, R. J. (2000): *Pasado, presente y futuro de la banca cooperativa en España*. Valencia, CIRIEC-España.
- Palomo, R. J. y Sanchis, J. R. (2008): «Un análisis del crédito cooperativo en España: situación actual, expansión territorial y proyección estratégica»; en *Estudios de Economía Aplicada* (26, 1); pp. 89-132.
- Pastor, J. M. (1996): *Diferentes metodologías para el análisis de la eficiencia de los bancos y cajas de ahorros españolas*. Documentos de trabajo de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la CECA nº 123/1996.
- Soler, F. V. (2002): «La identidad cooperativa como garantía de futuro: Las cooperativas de crédito ante la trivialización de sus principios»; en *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa* (40); pp. 215-242.
- Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (2010): *Anuario de las Cajas Rurales, Populares y Profesionales*. Madrid, Servicio de Estudios de la UNACC.
- Wyman, O. (2008): *Co-operative Bank: customer Champion*. Disponible en [http://www.oliverwyman.com/ow/pdf\\_files/OW\\_En\\_FS\\_2008\\_CooperativeBank.pdf](http://www.oliverwyman.com/ow/pdf_files/OW_En_FS_2008_CooperativeBank.pdf)
- Xiao, Y. (2009): *French Banks Amid the Global Financial Crisis*. Washington DC, Fondo Monetario Internacional (Working Papers núm. 09/201).



# RETOS FUTUROS DEL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA

Rafael de Mena \*

## Resumen

Los retos a los que las entidades de crédito españolas se van a tener que enfrentar en los próximos años son impresionantes, y se combinan en una suerte de tormenta perfecta para el sector: crisis económica, crisis financiera, crisis inmobiliaria y cambios regulatorios con una profunda repercusión en las entidades de crédito, tanto la nueva regulación bancaria de *Basilea III* como la de las cajas de ahorros, que implicará una profunda transformación que será traumática para algunas de ellas. En este entorno, sólo las entidades más fuertes sobrevivirán por sí mismas. Las que sean capaces de recapitalizarse apelando ellas mismas al mercado, capaces de atraer depósitos de clientes para adaptar su estructura financiera a la nueva realidad del sector y capaces de generar negocio suficiente para absorber las presiones sobre márgenes que se van a seguir produciendo. Las que no sean capaces de sobrevivir por su propio brazo necesitará recibir ayuda del Estado. Algunas tendrán la capacidad de generación de negocio suficiente para, con esta ayuda, ponerse en pie y operar con normalidad en el nuevo entorno, mientras que otras que no lo tengan previsiblemente serán «nacionalizadas» temporalmente o absorbidas por competidores en mejores condiciones.

## Abstract

*The challenges facing Spanish credit entities over the coming years are significant, and are combined with a kind of perfect storm for the sector: economic crisis, financial crisis, real estate crisis and regulatory changes with major repercussions for credit entities, both the new Basel III banking regulations and the new rules for savings banks, which will entail a profound transformation that will be traumatic for some of them. In this environment, only the strongest entities will survive by themselves. Those that are capable of securing recapitalisation by appealing to the market, capable of attracting customer deposits to adapt their financial structure to the new reality of the sector, and capable of generating sufficient business to absorb the pressure on margins that will continue to be felt. Those that are not able to survive on their own terms will have to receive State help. Some of them will have the capacity to generate sufficient business so that, with this help, they can get back on their feet and operate normally in the new environment, whereas others without this capacity may be temporarily «nationalised» or absorbed by competitors in better circumstances.*

## 1. Entorno en el que las EEFF van a tener que desarrollar su negocio

### 1.1. Entorno macroeconómico en España

El entorno económico en el que las EEFF deberán desarrollar su actividad en España será de bajo crecimiento, tasa de desempleo persistentemente elevada –aunque tendiendo a la baja– e inflación moderada.

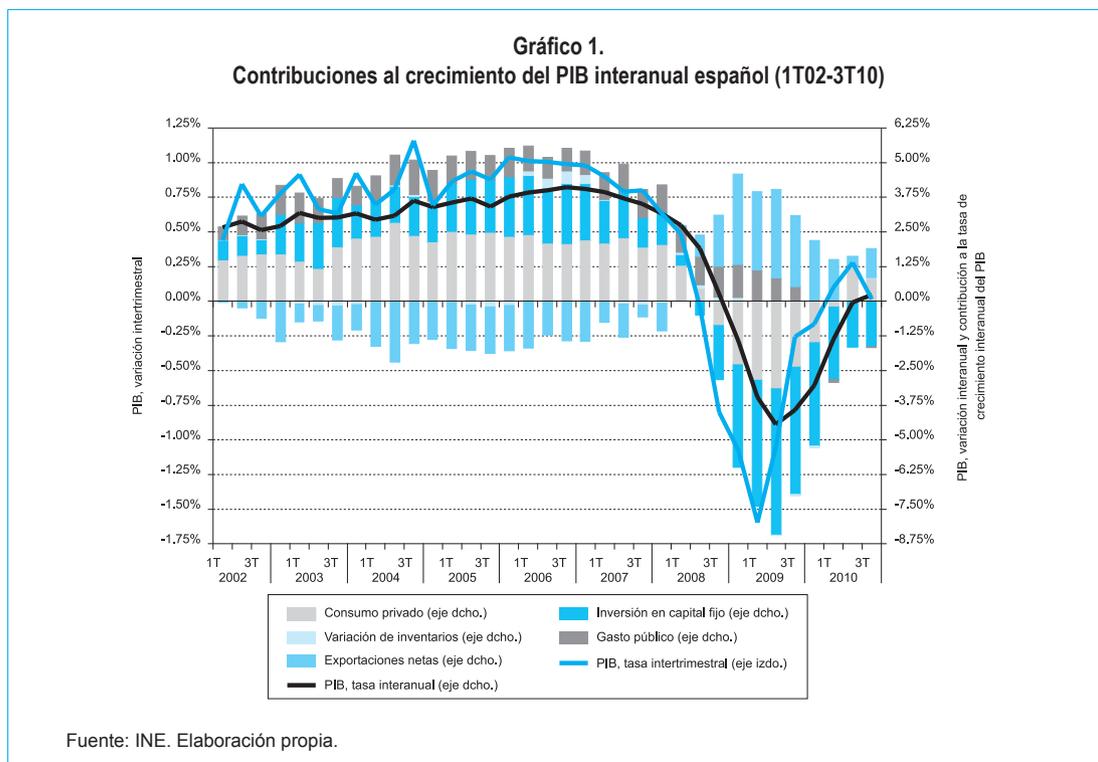
El crecimiento del PIB será reducido debido principalmente a que el componente con mayor peso en el mismo, el consumo privado (un 58,1% en el 3T10), se verá lastrado en los próximos años por el proceso de desapalancamiento que el sector privado está llevando a cabo y por una persistentemente elevada tasa de desempleo. Adicionalmente, tampoco esperamos crecimientos significativos de la formación bruta de capital fijo mientras que su componente residencial siga deprimido hasta que se vaya reduciendo el inventario de viviendas disponibles, y el gasto público deberá someterse al plan de reducción del déficit presupuestario hasta, en el mejor de los casos, 2013. El crecimiento en este periodo deberá venir en gran medida de

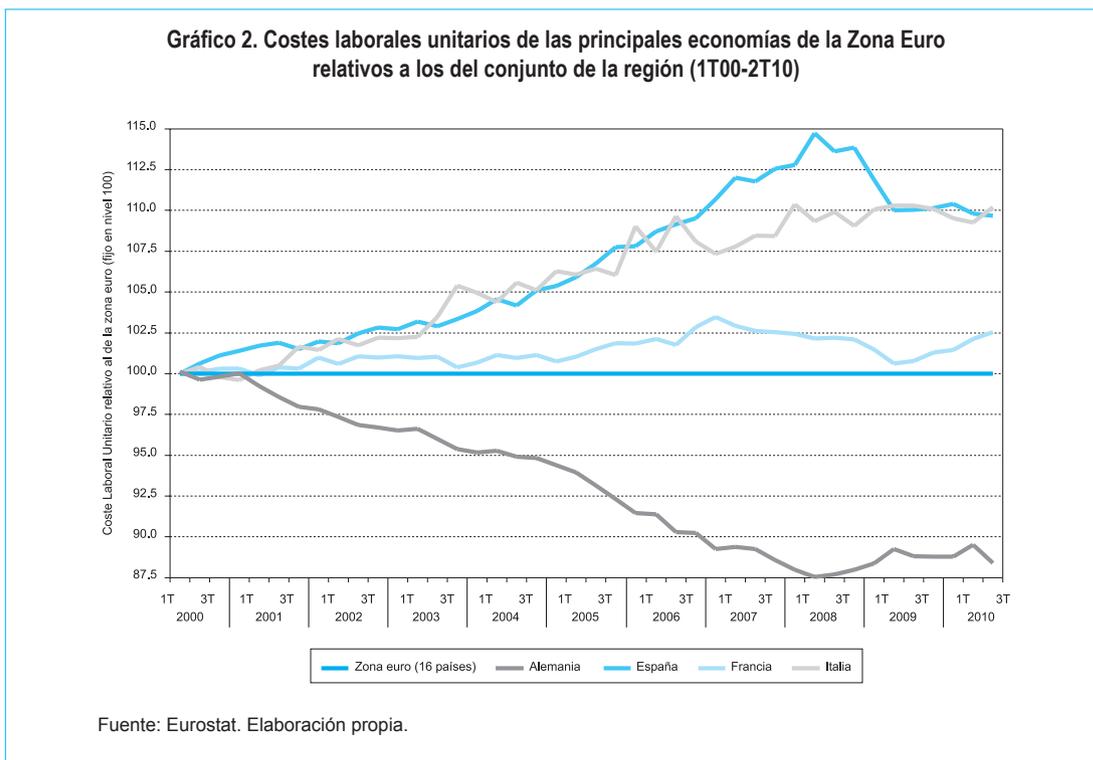
\* Banco Popular.

la mejora del saldo exterior; la moderación de las importaciones derivada de un crecimiento débil del consumo ayudará, aunque las exportaciones deberán aumentar en la medida en que España vaya recuperando competitividad. Como se aprecia en el Gráfico 1, el patrón de crecimiento del pasado ciclo alcista será difícil de reproducir en los próximos años.

En cuanto a la capacidad de la economía española de orientarse en mayor medida al sector exterior y beneficiarse de la demanda interna más dinámica de otras economías, se ha avanzado algo desde el 1T08 en la reducción del importante diferencial en costes laborales unitarios con el conjunto de la zona euro. Hasta ahora, la evolución positiva ha venido básicamente por mejoras de productividad derivadas del aumento masivo del desempleo; de cara al futuro habrá que mejorar la productividad con empleo estable o creciente, y reducir los costes laborales por hora.

Respecto a la tasa de desempleo, salvo que haya una recaída del PIB en los próximos trimestres, es probable que ya haya alcanzado el máximo en el presente ciclo en el 20,1%. La reducción de esta tasa, sin embargo, será lenta; el 53% de los despidos acumulados desde el 3T07 proceden del sector construcción, y muchas de estas personas son de difícil recolocación debido al relativamente bajo nivel medio de cualificación y a que el sector podría tardar años en reactivarse. Por esto, y porque el crecimiento económico de los próximos años deberá venir del sector exportación, mucho menos intensivo en mano de obra que el construcción, el modesto crecimiento del PIB previsto para los próximos años se traducirá en una creación de empleo limitada.





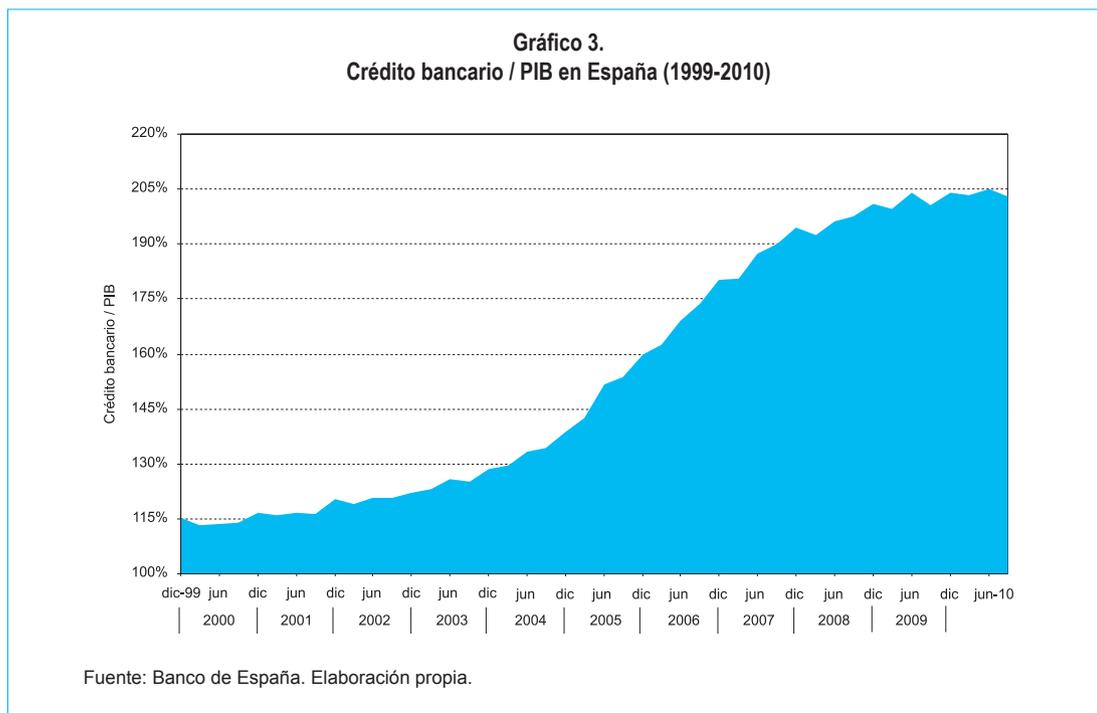
La inflación, por su lado, esperamos que sea moderada en los próximos años. La inflación subyacente seguramente sea reducida dado el débil crecimiento económico esperado. Los precios de las materias primas, en función en gran medida del crecimiento continuado de las economías emergentes, sí podrían generar presiones inflacionistas pero esperamos que sean de carácter temporal. En el caso de que dichas presiones fueran sostenidas en el tiempo y se empezaran a trasladar de forma generalizada al resto de precios de la economía, la presión al alza que esto ejercería sobre los tipos de interés sería un elemento de preocupación adicional.

## 1.2. Entorno competitivo del sector en España

Al igual que la economía española, el sector bancario en España se enfrenta a importantes retos en los próximos años:

- **Exceso de capacidad en el sector**

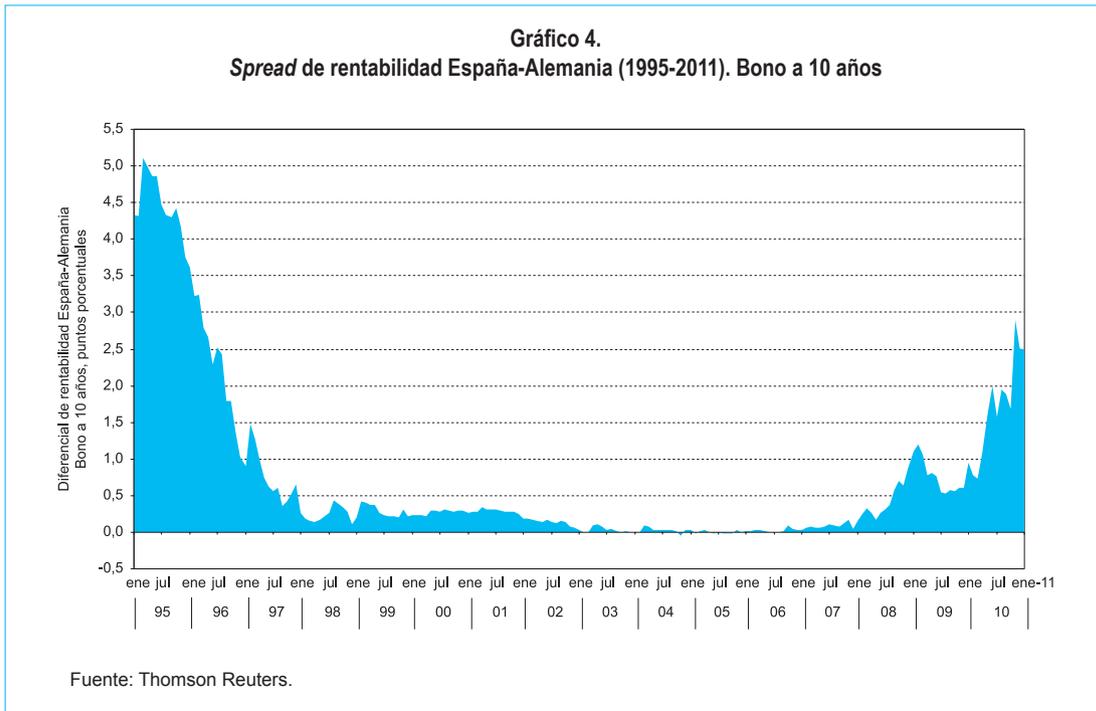
Entre el 3T93 y el 1T08 la economía española ha experimentado casi quince años de crecimiento real ininterrumpido, a una tasa intertrimestral media de casi un 0,9%, equivalente a un 3,5% interanual. Durante este periodo, pero especialmente a partir del año 2002 y hasta el estallido de la crisis financiera mundial en 2007, el elevado crecimiento de la economía española fue posible sólo a costa de generar desequilibrios profundos, o amplificar los ya existentes.



Uno de esos desequilibrios fue el crecimiento desproporcionado del sector construcción y la burbuja de precios de la vivienda, que fue posible en gran medida gracias a la elevada disponibilidad del crédito y los bajos tipos de interés, entre otros factores<sup>1</sup>. Así, mientras el Producto Interior Bruto (PIB) aumentó a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) entre 4T02 y 4T07 del 7,7% nominal, los préstamos bancarios lo hicieron al 18,1%, pasando de representar un 122% a un 195% del PIB.

Para que las entidades financieras pudieran suministrar este crecimiento del crédito fue necesario su redimensionamiento. Así, crecieron en términos de: a) activo –principalmente por el aumento en la actividad crediticia que hemos visto–; b) capital, ya que para cumplir los requerimientos de capital de *Basilea II* teniendo un activo en expansión fue necesario incrementar también los fondos propios; y c) personal y oficinas bancarias, necesarios para intentar no perder cuota de mercado en un mercado en crecimiento. En este sentido, destacar que en seis años (2002-2008) el número de oficinas de entidades de crédito en España se incrementó en un 18% hasta superar las 46.000, y el número de empleados en un 14% hasta 278.301.

<sup>1</sup> Quizás el factor que más contribuyó a la mayor disponibilidad de crédito a tipos bajos fue la adopción del euro por parte de España en 1999. Las entidades financieras tuvieron un mayor acceso a financiación mayorista, a tipos históricamente muy bajos y a plazos más largos que los que habían sido posibles hasta ese momento. Esto se tradujo en que la oferta de crédito aumentó, y los tipos bajos y los plazos más largos de la oferta hipotecaria contribuyeron al encarecimiento de la vivienda. Asimismo, empezando a finales de los años 90, la tasa de actividad de la economía española (población activa/población en edad de trabajar) se empezó a incrementar desde el 51% que había mantenido durante esa década hasta alcanzar actualmente el 60%. El motivo fue la mayor incorporación de la mujer al mercado laboral –en 1990 la tasa de actividad femenina era casi el 35%, y en 2010 es del 52%–. Esto, a su vez, permitió a cada vez más familias afrontar la adquisición de una vivienda dada la disponibilidad de sueldos, contribuyendo también a la subida de los precios.



Este entorno de alto crecimiento y negocio abundante, unido a unos mercados mayoristas internacionales accesibles en términos de importes y precio, fue capaz de sostener al sistema financiero español tal y como estaba configurado en ese momento: con casi medio sector compuesto de cajas de ahorros -con las debilidades intrínsecas a ese modelo de negocio-, una abundancia de entidades de pequeño tamaño y, en general, un crecimiento financiado en una proporción excesiva mediante pasivo mayorista extranjero. En cuanto al precio, destacar que el coste de la financiación descendió a niveles históricamente bajos, en algunas ocasiones a lo largo de la parte central de la década por debajo del coste de financiación de Alemania, como mostramos en el Gráfico 4. De cara al futuro, y en base a las perspectivas de la economía española y al exceso de endeudamiento del sector privado, se deberá producir un proceso profundo de desapalancamiento de los agentes de ese mercado.

#### • Necesidad de reestructuración en el sector

Con el estallido de la crisis del sector construcción e inmobiliario (y, en sentido más amplio, la recesión) en España y la crisis financiera global: a) la morosidad comenzó a aumentar significativamente; b) las entidades financieras endurecieron sus estándares de concesión de créditos; c) la demanda de crédito de calidad disminuyó; y d) las fuentes de financiación para las entidades financieras se encarecieron y, en el caso de los mercados mayoristas internacionales, en determinados momentos estuvieron indisponibles. Todo lo anterior hizo necesaria la intervención por parte del Banco de España de dos cajas de ahorros y, unido a las dificultades que

entraña el entorno en el que las entidades probablemente tengan que desarrollar su actividad, ha precipitado una primera transformación del sector. Este primer paso está consistiendo básicamente en el cambio en el régimen legal de las cajas de ahorros –principalmente la posibilidad de emitir instrumentos de capital ordinario, con lo que podrán recapitalizarse en mercado y a la vez se someterán a la disciplina del mismo, que a su vez contribuirá a la profesionalización de su gestión– y en los Sistemas Institucionales de Protección (SIP) constituidos para instrumentar las denominadas *fusiones frías* de cajas de ahorros. En cuanto a los SIP, frente a la impresión inicial de ser meros vehículos de consolidación virtuales, parece que poco a poco se van convirtiendo en una herramienta de profunda transformación del sector que convertirá en bancos lo que hasta la fecha eran uniones de cajas de ahorros. En este sentido, en 2010 se han llevado a cabo 13 procesos de integración en los que han participado 40 de las 45 cajas de ahorros, y el resultado será una reducción significativa del número de entidades –en este momento 17–, algunas de las cuales (la mayoría) creemos que se transformarán en bancos.

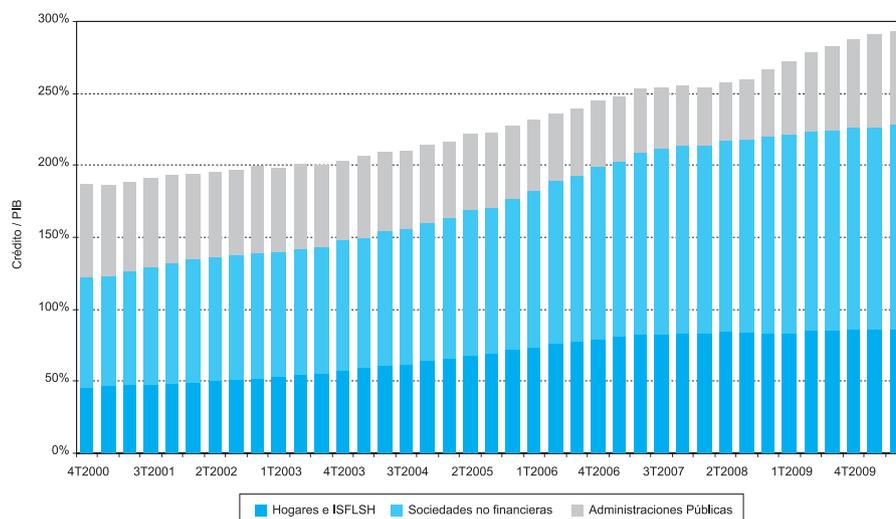
La lógica para las cajas de ahorros de estas combinaciones de negocio es el reforzamiento de los niveles de solvencia, la materialización de sinergias de costes, la mejora del acceso a los mercados de capitales y la reducción en el coste del pasivo que implica, y una mejora de productividad en general. Para el regulador y el sistema en su conjunto, la lógica de las operaciones es reducir la capacidad instalada del sector y –junto con la ayuda brindada por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria– mejorar la salud del sistema al combinarse en muchos casos entidades fuertes con entidades más débiles. Sin embargo, para que estas ventajas se materialicen y además la influencia política regional deje de ser un factor en estas entidades, podría ser necesaria una segunda ronda de fusiones. Una vez que la estructura societaria de las cajas de ahorros lo permita, creemos que tendrá lugar una consolidación de calado en la que participarán tanto (ex)cajas de ahorros como bancos, resultando en una reducción adicional del número total de entidades pero a la vez en un mayor número de entidades de tamaño mediano.

#### • Contracción del crédito

Como muestra el Gráfico 3 que hemos comentado anteriormente, el crédito concedido por las entidades financieras españolas se incrementó muy significativamente a lo largo de los años centrales de la década pasada. Esto, unido a la creciente emisión en esos años de instrumentos de deuda por parte principalmente de las entidades financieras, hizo que el crédito en la economía española<sup>2</sup> pasara del 187% del PIB en el 4T00 (1,18 billones de euros) al 253% en el 2T07 (2,58 billones de euros), tal y como se aprecia en el Gráfico 5. El crédito a hogares y a sociedades no financieras se incrementó mucho más rápidamente que el PIB, solamente las Administraciones Públicas redujeron el peso de su endeudamiento en términos de PIB en este periodo. Desde mediados de 2007, con el desencadenamiento de la crisis financiera y

<sup>2</sup> Sociedades no financieras, Administraciones Públicas y Hogares e ISFLSH.

**Gráfico 5.**  
**Crédito de los sectores residentes, peso sobre PIB (2000-2010)\***



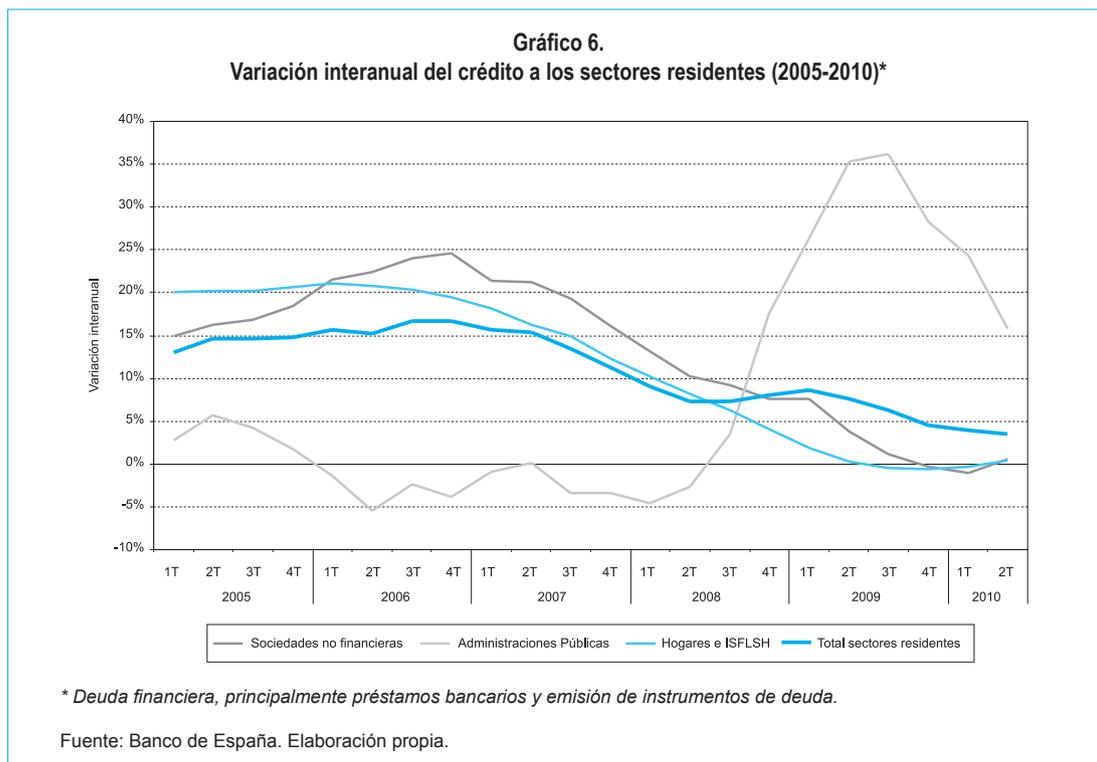
\* *Deuda financiera: préstamos bancarios y emisión de instrumentos de deuda principalmente.*

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

posteriormente económica, la mayor parte, con diferencia, del crecimiento del crédito ha venido de las Administraciones Públicas, que por motivos cíclicos y el estímulo fiscal aplicado a la economía han incrementado sustancialmente su endeudamiento.

Así, en términos de variación del crédito en este periodo destacar que la Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) entre el 4T00 y el 2T07 fue del 12,8%, alcanzándose las tasas más elevadas –superiores al 15%– entre 1T06 y mediados de 2007. Empezando en el 3T07, el crecimiento del crédito se ha ido desacelerando gradualmente hasta llegar a crecer a un 3,5% en tasa interanual en el 2T10, la menor tasa de crecimiento de toda la serie histórica, que se remonta a 1980. En este segundo periodo todos los sectores residentes menos las Administraciones Públicas han desacelerado el crecimiento de su crédito, estabilizándose por ahora el crédito de sociedades no financieras y hogares.

En nuestra opinión, el crédito sufrirá una contracción en términos nominales y en relación con el PIB en los próximos años, en línea con las experiencias de otros países tras el estallido de burbujas de crédito en sus economías. Por el lado de la oferta, las entidades de crédito deberán seguir desapalancándose y reduciendo su dependencia de la financiación mayorista, lo que en la mayoría de los casos significará reducir el tamaño del balance dada la dificultad de suplir dicha financiación con fondos propios o depósitos de clientes. Este proceso, como explicamos más adelante, se verá amplificado por la aplicación en los próximos años de la nueva regulación bancaria conocida como *Basilea III*.



Adicionalmente, en base a nuestras perspectivas macroeconómicas expuestas al comienzo del capítulo tampoco los agentes económicos nacionales van a demandar tanto crédito como hasta ahora. Desglosando por agentes económicos residentes:

1. La demanda de crédito de los hogares se mantendrá lastrada por los elevados niveles de deuda contraídos como consecuencia de la burbuja inmobiliaria, que estos agentes se esforzarán en reducir, y además por la elevada tasa de paro.
2. Las sociedades no financieras también verán su demanda de crédito lastrada ya que el aumento del endeudamiento en la década pasada ha sido aún mayor que el de los hogares –si bien es posible que dicho endeudamiento haya tendido a centrarse en sectores concretos, como el de la promoción inmobiliaria o el de infraestructuras, con lo que el resto de sectores no estaría tan endeudado–, y además la demanda interna de España será limitada en los próximos años. Las empresas que se reorienten a la exportación y no estén excesivamente endeudadas sí demandarán más crédito.
3. Las Administraciones Públicas han sido la mayor fuente de crecimiento del crédito en los últimos tres años, y aunque en el futuro su endeudamiento deberá seguir aumentando para financiar el déficit presupuestario, debería crecer cada vez menos.
4. Las instituciones financieras también verán lastrada su demanda de crédito según éstas adaptan su estructura de pasivo reduciendo el peso de la financiación mayorista

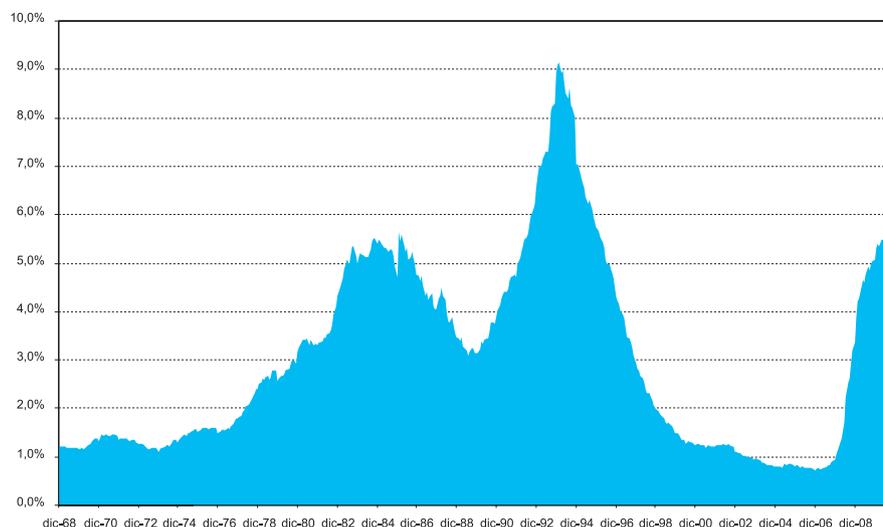
en favor de los depósitos de la clientela. Este proceso se inició durante la crisis financiera, cuando se puso de manifiesto la vulnerabilidad de las instituciones financieras españolas a la iliquidez en los mercados de capitales. Sin embargo, queda mucho ajuste por hacer; según datos del Banco de España a nivel agregado el peso en el Pasivo de la financiación mayorista pasó de un 5,3% al cierre de 2000 a un 24,6% en el 2T09; en 2T10 esta ratio había descendido ligeramente al 23,6%.

- **Morosidad que seguirá elevada y descenderá lentamente**

La tasa de morosidad en España ha estado aumentando desde el 0,7% del crédito total al comienzo de 2007 hasta el 5,68% en noviembre de 2010, el último dato disponible según el Banco de España. Esta subida ha sido brusca y significativa, pero como se aprecia en el gráfico 7 no ha alcanzado las tasas alcanzadas en la crisis de principio de los años 90 (máximo de 9,15% en febrero de 1994).

Esto llama la atención ya que la contracción del PIB en la presente crisis ha sido significativamente superior (-4,9% de pico a valle en el PIB en términos reales, vs el -2,8% en 1992-1993). Además, aunque la tasa de desempleo en aquellos momentos fue más elevada que la actual –máximo de 24,6% en el 1T94 vs el 20,1% del 2T10–, la destrucción de empleo en relación con el tamaño de la población activa media del periodo fue del 3,3% vs el 5,5% de la presente crisis. Uno de los principales motivos de que la tasa de morosidad en esta ocasión

**Gráfico 7.**  
Tasa de morosidad de las entidades de crédito españolas (1968-2010)



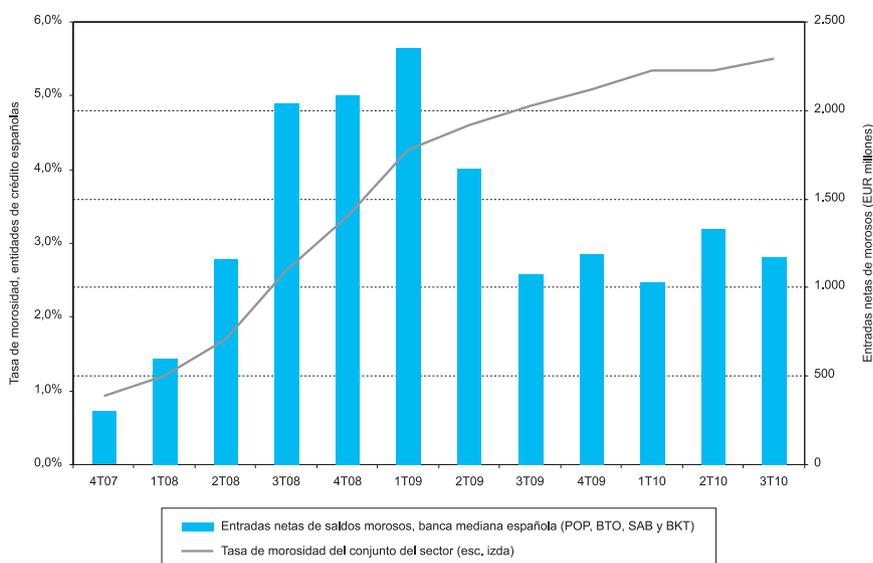
Fuente: Banco de España.

no haya subido tanto probablemente sea que las entidades de crédito hayan recurrido más a tomar activos inmobiliarios en pago de deudas dudosas o con riesgo elevado de convertirse en dudosas que en la crisis precedente.

Quizás lo más relevante sea observar la evolución de las entradas netas de morosos que la evolución de la tasa de morosidad en sí misma de cara a tener una idea de qué puede deparar el futuro en este frente. Así, en el Gráfico 8 se aprecia cómo el pico de las entradas netas de morosos en la banca mediana española<sup>3</sup> se produjo en el 1T09. Los niveles actuales son en torno a la mitad de los de dicho máximo, pero cabe destacar que en los últimos cinco trimestres las entradas netas de morosidad no han disminuido de forma apreciable.

En nuestra opinión, durante 2011 y los próximos años las entradas netas de morosos deberían volver a disminuir gracias a la vuelta –aunque modesta– del crecimiento económico y la creación de empleo. Sin embargo, no descartamos que la reducción de la tasa de mora sea más lenta que en la crisis precedente ya que la reactivación económica sí esperamos que sea más débil y lleve más tiempo que en aquella ocasión.

**Gráfico 8.**  
**Entradas netas de saldos morosos (2007-2010)**



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

<sup>3</sup> Representada en este caso por Banco Popular, Banesto, Banco Sabadell y Bankinter.

### 1.3. Cambio regulatorio global: *Basilea III*

#### a) Principales componentes de *Basilea III*

La crisis financiera desencadenada en 2007 puso de manifiesto que la función del control de riesgos no había funcionado tal y como se esperaba, no habiendo sido capaz de identificar y evitar la acumulación de riesgos en el sistema financiero que a la postre hizo inevitable la intervención pública para evitar el colapso. Una de las iniciativas globales para intentar reforzar a las entidades financieras de tal forma que la debilidad que muchas de ellas han manifestado en esta crisis no se repita, es la renovación de la regulación bancaria conocida como *Basilea III*.

A continuación esbozamos las principales medidas que incluye esta nueva regulación, de forma somera, con el fin de poner en contexto las implicaciones, los retos, que esta nueva regulación va a suponer para las entidades financieras:

#### 1. Incrementar la cantidad y calidad de los recursos propios: modificación de los ratios de capital

El nivel mínimo de capital en función de los activos ponderados por riesgo aumenta de un 8% a un 10,5%, incluido un nuevo elemento denominado colchón de conservación de capital. Además, como se muestra en la Tabla 1, el capital de máxima calidad requerido para alcanzar dicho requerimiento aumenta; si bien en *Basilea II* el nivel mínimo de *core capital* era del 2,0%, ahora será del 7,0% teniendo en cuenta el colchón de conservación de capital. Además, este colchón de capital podrá, a discreción de las autoridades regulatorias de cada país, ser ampliado en

323

Tabla 1.

Comparativa de requerimientos de capital, expresados como porcentaje sobre activos ponderados por riesgo\*

	<i>Basilea II</i>	<i>Basilea III</i>
<b>Core capital / Common Equity Tier 1 mínimo</b>	<b>2,0</b>	<b>4,5</b>
Colchón de conservación de capital (CCC) (*)	-	2,5
<b>Core capital / Common Equity Tier 1 mínimo con CCC</b>	<b>2,0</b>	<b>7,0</b>
Otro Tier 1 máximo	2,0	1,5
Tier 1 total mínimo (sin CCC)	4,0	6,0
<b>Tier 1 total mínimo (con CCC)</b>	<b>4,0</b>	<b>8,5</b>
Tier 2 máximo	4,0	2,0
Capital total mínimo	8,0	8,0
<b>Capital total + CCC</b>	<b>8,0</b>	<b>10,5</b>

\* En principio a ser cubierto con Common Equity Tier 1, aunque está en estudio que otros tipos de capital puedan ser válidos, siempre que absorban pérdidas.

Fuente: BIS. Elaboración propia.

hasta un 2,5% sobre activos ponderados por riesgo (colchón contracíclico), en función de que éstas detecten que en sus jurisdicciones se esté desarrollando un crecimiento excesivo del crédito. Además, la categoría de capital de máxima calidad se ha hecho aún más exigente, aplicándosele al nuevo *Common Equity Tier 1* más deducciones de las que le eran aplicables al *core capital*.

Adicionalmente, el margen para cumplir los requerimientos de capital con fondos propios de menor calidad ha sido reducido. En *Basilea II* era posible utilizar hasta un 2,0% sobre activos ponderados por riesgo de Tier 1 que no fuera *core capital*, esencialmente acciones preferentes, y hasta un 4,0% de capital Tier 2, esencialmente deuda subordinada. En *Basilea III* estos umbrales se reducen hasta un máximo de un 1,5% y un 2,0%, respectivamente, y además se han introducido modificaciones en los requisitos que deben cumplir estos instrumentos para ser computables de cara a los requerimientos regulatorios de capital. Esto los ha acercado mucho más a instrumentos de renta variable, cuando hasta ahora han sido instrumentos de renta fija con algún rasgo de renta variable.

## 2. Limitar el apalancamiento absoluto de las entidades de crédito: la ratio de apalancamiento

Esta ratio ha sido diseñada para limitar de una forma absoluta el apalancamiento máximo de una entidad, sin tener en consideración el riesgo del activo. Pone en relación el capital Tier 1<sup>4</sup> con la exposición total de la entidad. Esta «exposición total» incluye el activo total –neto de provisiones pero sin ajustar por colaterales o garantías, sin *neteado* entre créditos y depósitos de los mismos agentes y con un «añadido» al valor contable de los derivados por la exposición futura que podrían generar– y elementos fuera de balance, como garantías, avales, líneas de crédito, etc. En principio, el capital Tier 1 no podrá suponer menos de un 3% de la exposición total.

## 3. Reducir la dependencia de las entidades de crédito respecto de los mercados mayoristas de financiación y los bancos centrales: las ratios de liquidez

En la regulación de *Basilea III* se definen dos ratios de liquidez: a) la ratio de cobertura de liquidez, cuyo objetivo es asegurar que la entidad cuenta con suficientes «activos líquidos de alta calidad» como para atender las salidas netas de caja que podrían producirse en un escenario de tensión pronunciada que durara un mes; y b) la ratio de financiación neta estable, que pone en relación el nivel disponible de financiación estable –en un entorno de tensión prolongada en el mercado– con el

<sup>4</sup> En principio se contempla que la ratio de apalancamiento se base en el capital Tier 1, aunque no se descarta que la versión definitiva tras el periodo de monitorización (enero 2013-enero 2017) utilice otras medidas de capital como el *common capital* Tier 1 o el capital total.



nivel requerido de financiación estable –en función de la liquidez de los activos y las exposiciones fuera de balance–. Esos «activos líquidos de alta calidad» incluyen la caja, reservas en bancos centrales y activos emitidos por gobiernos u organismos multilaterales de la máxima calidad y liquidez. Activos emitidos por gobiernos u organismos multilaterales que no sean de la máxima calidad, así como deuda corporativa *senior* y *covered bonds* (en ningún caso emitida por entidades de crédito) pueden incluirse pero en una proporción máxima de un 40% del total de «activos líquidos de alta calidad».

#### 4. Calendario de implantación

El calendario de implantación de la normativa de *Basilea III*, a diciembre de 2010, es el siguiente:

Tabla 2.  
Calendario de implantación de la normativa de *Basilea III*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>1 enero 2019
Ratio de apalancamiento	Desarrollo de esquemas de obtención consistente de datos		Monitorización de la ratio usando Tier 1, <i>common equity</i> Tier 1 y capital total. Publicación desde enero 2015.				Calibrado final (1S17).	Entrada en vigor (enero)	
Ratio mínimo de <i>common equity</i> Tier 1			3,50%	4,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Colchón de conservación de capital						0,625%	1,250%	1,875%	2,500%
Ratio mínimo de <i>common equity</i> Tier 1 + colchón de conservación de capital			3,50%	4,00%	4,50%	5,125%	5,75%	6,375%	7,00%
Deducciones aplicables a <i>common equity</i> Tier 1				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Ratio mínimo de Tier 1			4,50%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Ratio mínimo de capital total			8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Ratio mínimo de capital total + colchón de conservación de capital			8,00%	8,00%	8,00%	8,625%	9,25%	9,875%	10,50%
Instrumentos que pasan a no ajustarse a definiciones de « <i>Otro Tier 1</i> » o Tier 2			Se irán retirando paulatinamente en un periodo de 10 años que comienza en 2013.						
Ratio de cobertura de liquidez	Periodo de observación y ajuste (2011-2014).				Introducción				
Ratio de financiación neta estable	Periodo de observación y ajuste (2011-2017)							Introducción	

Fuente: BIS. Elaboración propia.

## b) Impacto previsible de la nueva regulación

Como acabamos de comentar, *Basilea III* contempla un incremento en los niveles de capital requeridos, un incremento también en el peso mínimo del capital de máxima calidad requerido para satisfacer dichos niveles de capital, unas definiciones más exigentes de cada tipo de capital, un límite absoluto al tamaño del balance y los compromisos fuera de balance en función del capital Tier 1 a través de la ratio de apalancamiento y, por último, exige mantener un colchón importante de activos líquidos de alta calidad así como alargar los plazos de la financiación mayorista, según los ratios de liquidez.

Para cumplir los requerimientos de capital de *Basilea III*, las entidades de crédito deberán de combinar un aumento de los fondos propios y/o la reducción del balance y los elementos fuera de balance. El ajuste vía el incremento de fondos propios es *a priori* el menos traumático dado el calendario establecido. Sin embargo, pensamos que es probable que el mercado exija a las entidades de crédito que cumplan la nueva normativa mucho tiempo antes de lo que marca el calendario oficial de implementación (posiblemente para el comienzo de 2013), con lo que podría ocurrir que muchas entidades intenten ampliar capital simultáneamente en un entorno de mercado que probablemente no sea favorable para ello. Esto haría difícil que el ajuste se pudiera llevar a cabo exclusivamente, o incluso en su mayor parte, por esta vía. Parte del capital necesario podrá ser generado vía resultados por las entidades de crédito (déficit en el contexto actual) y, en algunos casos, reduciendo o incluso anulando la distribución de dividendos. Sin embargo, se podrá recurrir menos a las participaciones preferentes y la deuda subordinada<sup>5</sup> que en el pasado, con lo que la necesidad de generar fondos propios de la máxima calidad será aún mayor.

La dificultad de generar el capital suficiente en poco tiempo (2011 y 2012 en el caso que vemos probable de que el mercado discrimine en 2013 entre entidades en función de su cumplimiento de las exigencias de *Basilea III*), el tratamiento desfavorable de las participaciones minoritarias y la limitación absoluta al tamaño del balance que supone la ratio de apalancamiento probablemente haga necesaria la venta de activos no estratégicos como participaciones industriales e inmuebles —adjudicados o no—. Sin embargo, no creemos que sea suficiente y esperamos que todo esto se traduzca en una contracción del crédito en los próximos años. Esta contracción del crédito se verá magnificada por los requerimientos de la ratio de cobertura de liquidez al exigir ésta que una parte significativa del activo se mantenga en activos líquidos de alta calidad, en lugar de en inversión crediticia. Entraremos en ello más adelante, pero aparte de contribuir a la contracción del crédito el ratio de cobertura de liquidez impactará negativamente el margen de intermediación al sustituir en el balance (en términos de peso sobre activo total) inversión crediticia de rentabilidad media-elevada con activos líquidos de alta calidad, pero de baja rentabilidad.

<sup>5</sup> Por un lado, se reduce el peso máximo admitido de las participaciones preferentes y la deuda subordinada de cara a cumplir las ratios de capital. Por otro, el cambio en los requisitos para que éstas sean aceptables para ese fin acercan a estos instrumentos, que hasta ahora se asemejaban más a la renta fija, a la renta variable. Creemos que esto tendrá el efecto de reducir el *pool* de inversores interesados en este tipo de instrumentos, que dificultará su colocación e incrementará la remuneración exigida por el inversor ante el mayor riesgo asumido, encareciéndolos y, por tanto, reduciendo su atractivo para el emisor.



Estos dos factores hacen que este ratio sea potencialmente muy dañino para las cuentas de las entidades de crédito, aunque confiamos en que los cuatro años en los que esta ratio se estará calibrando permitirán que, en su forma definitiva, tenga efectos menos desestabilizadores que tal y como está actualmente planteado. Otro factor que podría contribuir a la contracción del crédito es la ratio de apalancamiento, que tal y como hemos comentado anteriormente limitará el tamaño absoluto del balance y las exposiciones fuera de balance.

Todos estos factores contribuirán a limitar la oferta de crédito por parte de las entidades financieras y, en estas circunstancias, es previsible un mayor desarrollo del mercado de renta fija privada en compañías con necesidades de financiación que las entidades de crédito no puedan satisfacer, acudiendo ellas mismas al mercado de capitales. Esto puede suponer una oportunidad para los bancos que consigan posicionarse en este negocio de emisión, colocación y aseguramiento de valores de renta fija.

En cuanto a las implicaciones para el mercado de renta fija privada en España, si bien pensamos que serán positivas en términos de emisiones de (grandes) empresas no financieras, el impacto probablemente sea negativo en términos de emisiones de entidades de crédito, especialmente para los activos a corto plazo. Por un lado la ratio de cobertura de liquidez, como ya hemos mencionado en varias ocasiones, exige el mantenimiento del equivalente a 30 días de salida neta de caja en condiciones de estrés en activos líquidos de alta calidad. Estos activos explícitamente excluyen valores emitidos por entidades de crédito por la correlación entre un escenario de estrés para entidades de crédito y caídas significativas de precio en dichos activos. Así, esperamos que la demanda de deuda bancaria por parte de las entidades de crédito se reduzca significativamente. Por otro lado, los activos de renta fija a corto plazo deberían verse mucho más afectados que los de largo plazo debido a que la otra ratio de liquidez, la de financiación neta estable, penaliza la financiación a corto plazo al primar la financiación «estable» (a más de un año) y penalizar la «inestable» (a corto plazo), intentando equilibrar los plazos habitualmente mucho más largos de los activos con los de los pasivos, que suelen ser mucho menores.

Otro de los grandes impactos de *Basilea III* en las entidades de crédito será un descenso generalizado de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), básicamente como consecuencia de una contracción de márgenes y un descenso del apalancamiento. Esto último ya lo hemos comentado, y por el lado del impacto negativo en la cuenta de resultados de la nueva regulación, varias consideraciones: a) la parte de ingresos del margen de intermediación se verá impactada negativamente por la contracción del crédito a la que contribuirán –como ya hemos comentado– varias de las medidas de *Basilea III*, el límite al tamaño del balance y las exposiciones fuera de balance marcado por el ratio de apalancamiento y la exigencia de que una parte significativa del activo pase a componerse de instrumentos líquidos de alta calidad, pero baja rentabilidad; b) la rentabilidad exigida por los inversores a las emisiones de deuda colateralizada, *senior*, subordinada y las participaciones preferentes de entidades de crédito debería aumentar, contribuyendo al deterioro del margen de intermediación a pesar de que esperamos que el peso de estos instrumentos en el pasivo disminuya.

Esta dinámica, a su vez, tendrá varias segundas derivadas: a) la caída del ROE y la probable necesidad de reducir el volumen de inversión crediticia llevará a las entidades de crédito a incrementar la rentabilidad exigida a dicha inversión crediticia, encareciendo el crédito para el conjunto de la economía. Desde el punto de vista de los demandantes de crédito, habrá una reducción en el crédito ofrecido y además un encarecimiento del mismo, lo que constreñirá a su vez la demanda de ese crédito y, en último término, el crecimiento económico; b) el menor ROE, menores dividendos, etc. dificultará las ampliaciones de capital que las entidades de crédito necesitarán llevar a cabo en los próximos años para cumplir las nuevas ratios de capital al ofrecer rentabilidades inferiores a las del pasado. Esto podría ser especialmente problemático si, tal y como esperamos, el mercado adelanta la exigencia de cumplimiento de Basilea III frente a lo que marca el calendario de implementación y se produce una «carrera» por emitir capital; y c) el menor ROE podría incentivar a las entidades de crédito a incrementar el perfil de riesgo del activo (excluyendo los activos líquidos de alta calidad, la parte sobre la que las entidades de crédito tendrán más discrecionalidad), con el fin de compensar dicha pérdida de ROE, especialmente dado que el tamaño absoluto del activo, con independencia del riesgo, estará limitado por el capital Tier 1.

Por último, un par de consideraciones adicionales acerca de la nueva normativa de *Basilea III*. Por un lado, *Basilea III* ha nacido como la reforma necesaria de la regulación bancaria tras el fracaso de *Basilea II* en identificar y evitar la acumulación de riesgos en el sistema financiero que provocó esta crisis de la que aún está saliendo Occidente. *Basilea III* es la regulación que se cree debería haber estado vigente en la primera década de este siglo para que la crisis financiera no hubiera ocurrido. La manera en la que la crisis ha puesto en evidencia las carencias de *Basilea II*, el deseo de asegurarse de que no se repiten los errores del pasado y el hecho de que *Basilea III* haya sido concebida en un momento en el que aún se siguen sufriendo las consecuencias de la crisis financiera hacen que haya un riesgo de que las nuevas normas sean excesivamente exigentes y posiblemente, en su intento de asegurarse de que una serie de objetivos quedan cumplidos, generan efectos secundarios imprevistos en las entidades de crédito y el conjunto de la economía. Adicionalmente, el calendario de implementación de la nueva normativa es muy largo, algunas de sus provisiones no estarán plenamente operativas hasta 2023, y no descartamos que antes de que *Basilea III* esté totalmente operativa se pongan de manifiesto los inconvenientes que plantea de forma que se haga necesario pensar en un *Basilea IV* antes de tiempo.

## 2. Implicaciones en entidades de crédito

### 2.1. Implicaciones a nivel de balance

Esperamos una reducción del balance agregado del sector para los próximos años a causa de la contracción del crédito que prevemos en España, de las fusiones que se llevarán a cabo para atajar el exceso de oferta que aqueja al sector y de la necesidad de cumplir la nueva normativa de *Basilea III*. A nivel de entidades de crédito individuales habrá diferencias, y



es probable que las que estén más capitalizadas sí puedan incrementar su balance a costa de las entidades más débiles, bien vía crecimiento orgánico aprovechando el negocio que estas últimas no puedan aprovechar, bien vía adquisiciones de las mismas. A nivel de *composición* del balance, como hemos indicado en el apartado 2.3., *Basilea III* exige que las entidades de crédito mantengan una proporción significativa del activo en activos líquidos de alta calidad, que vendrá a costa de una pérdida de peso relativa de la inversión crediticia. Esperamos que las entidades de crédito tiendan a deshacerse apresuradamente de sus activos inmobiliarios, para facilitar el cumplimiento de las exigencias de capital reduciendo los activos ponderados por riesgo. Las participaciones industriales, aunque según el caso puedan ser más rentables que los activos inmobiliarios, también tendrán incentivos para ser vendidas.

Por el lado del pasivo la tendencia de reducción será lógicamente la misma que en el activo; el interés reside en los cambios en la composición de la estructura financiera. Los fondos propios se incrementarán de acuerdo con las mayores exigencias de capital de Basilea III, ganando peso el capital de mayor calidad frente a instrumentos híbridos de Tier 1 y Tier 2. Estos instrumentos, como hemos comentado en el apartado 2.3, perderán atractivo tanto para los emisores –serán aceptables en menor cantidad que en la actualidad de cara a satisfacer los requerimientos de capital, y además serán más caros de emitir– como para los inversores –la liquidez podría ser aún menor de la que tienen estos instrumentos ahora, y además *Basilea III* ha cambiado el carácter de estos instrumentos acercándolos a la renta variable, con lo que los riesgos aumentan y los inversores tradicionales en este tipo de activos podrían dejar de estar interesados–. En cuanto al pasivo minorista, esperamos que las entidades de crédito sigan queriendo cerrar el *gap* comercial potenciando este tipo de financiación, de paso reduciendo su dependencia de los mercados mayoristas, que se han mostrado poco fiables en situaciones de crisis. En cuanto a la deuda *senior* y la colateralizada, las entidades de crédito tenderán, en cuanto los mercados los permitan, a alargar los plazos para cumplir con la ratio de financiación neta estable que recoge *Basilea III*. Además, probablemente su peso en el pasivo se reduzca según lo van ganando los fondos propios y el pasivo minorista, y según esta financiación va perdiendo atractivo para las entidades de crédito por el aumento de su coste<sup>6</sup>.

## 2.2. Implicaciones a nivel de cuenta de resultados

La combinación de las débiles perspectivas macroeconómicas, la previsible contracción del crédito y muchas de las medidas de *Basilea III* harán que en los próximos años la cuenta de resultados se vea afectada negativamente. A nivel del margen de intereses esperamos que las entidades financieras encarezcan el crédito con el fin de intentar preservar sus márgenes. Sin embargo, no creemos que vayan a conseguir volver a márgenes pasados. Más bien sim-

<sup>6</sup> Recordamos que bajo *Basilea III* los activos de renta fija emitidos por entidades de crédito no computarán como activos líquidos de alta calidad de cara al ratio de cobertura de liquidez, con lo que serán mucho menos atractivos para el inversor bancario que papel similar emitido por empresas no financieras y emisores soberanos.

plemente mitigarán el estrechamiento de márgenes que provocarán la menor rentabilidad de la parte del activo que deba ser mantenida en activos líquidos de alta calidad y el incremento en el coste del pasivo. En cuanto a esto último, ya hemos comentado porqué el pasivo mayorista y el capital híbrido se encarecerá, y el pasivo minorista esperamos que se mantenga caro al ser una fuente de financiación más estable y más barata que la mayorista, y por la que las entidades de crédito seguirán compitiendo. Para intentar remediar esta situación, esperamos que las entidades que «tengan la casa en orden» prosigan o emprendan su internacionalización con el fin de desvincularse parcialmente del ciclo económico español y acceder a mercados de mayor crecimiento potencial.

En cuanto al resto de partidas de ingresos de la cuenta de resultados –comisiones y rendimientos de operaciones financieras (ROF)– esperamos un estancamiento, en el mejor de los casos. Las comisiones por servicio están vinculadas a la actividad económica y esperamos que ésta sea débil; las comisiones de fondos de inversión deberían decrecer ante la tentación de las entidades de crédito de canibalizarlos para reforzar los depósitos de clientes; y el ROF también debería de, en el mejor de los casos, mantenerse ante la tendencia a reducir el perfil de riesgo de las entidades y de volver a productos más tradicionales que algunos de los que se han estado comercializando en el pasado reciente, cuyo rendimiento en general iba a ROF. Concretamente, a nivel de derivados y productos estructurados creemos que el futuro pasa por productos más sencillos pero, sin embargo, cada vez más a la medida, intentando hacerlos accesibles a un número cada vez mayor de clientes.

Esta evolución en general desfavorable para la parte alta de la cuenta de resultados ejercerá presión sobre la ratio de eficiencia. La necesaria reducción del exceso de capacidad instalada del sector ayudará a combatirla al reducir gastos generales, pero, más allá de esto, los recortes de costes deberán de ser eficientes de tal forma que no comprometan la capacidad de aprovechar las oportunidades de crecimiento que habrá en las entidades que estén en condiciones de hacerlo.

Finalmente, por debajo de la línea del margen de explotación destacar que las provisiones por morosidad deberían de seguir descendiendo según la tenue recuperación vaya reduciendo algo la tasa de desempleo, incrementando a su vez la actividad económica. Como hemos comentado en el apartado 2.2., esperamos que las entradas netas de morosidad disminuyan de cara al futuro con lo que las provisiones también lo harían. Con todo, esperamos que esta sea una de las pocas partidas positivas que contribuyan a compensar algo la evolución negativa de la mayoría de los componentes de la cuenta de resultados. Por el lado de las provisiones sobre activos inmobiliarios, las fuertes provisiones realizadas hasta la fecha, fruto de una muy exigente nueva regulación del Banco de España, deberían hacernos pensar en que el ajuste está cerca de finalizar. Sin embargo, la ausencia en estos momentos de un mercado lo suficientemente profundo y líquido hará que las entidades que se lo puedan permitir, por un sentido lógico de prudencia, prefieran seguir realizando provisiones cautelares que les permitan mostrar una mayor sanidad en sus balances.



## 3. Conclusiones

### 3.1. Entorno de dificultad máxima: tormenta perfecta

Los retos a los que las entidades de crédito españolas se van a tener que enfrentar en los próximos años son impresionantes, y se combinan en una suerte de tormenta perfecta para el sector: a) crisis económica, que exacerba el deterioro de la morosidad y hace previsible una contracción del crédito; b) crisis financiera, que encarece el pasivo mayorista y le resta fiabilidad como fuente de financiación; c) crisis inmobiliaria, que deteriora la calidad de los activos de los bancos; d) situación de exceso de oferta en el sector; y v) cambios regulatorios con una profunda repercusión en las entidades de crédito, tanto la nueva regulación bancaria de *Basilea III*—que implica menos ROE y menos inversión crediticia quizá como conclusiones más importantes— como la de las cajas de ahorros, que implicará una profunda transformación que será traumática para algunas de ellas.

En este entorno, sólo las entidades más fuertes sobrevivirán por sí mismas. Las que sean capaces de recapitalizarse apelando ellas mismas al mercado, capaces de atraer depósitos de clientes para adaptar su estructura financiera a la nueva realidad del sector y capaces de generar negocio suficiente para absorber las presiones sobre márgenes que se van a seguir produciendo. Las que no sean capaces de sobrevivir por su propio brazo necesitará recibir ayuda del Estado. Algunas tendrán la capacidad de generación de negocio suficiente para, con esta ayuda, ponerse en pie y operar con normalidad en el nuevo entorno, mientras que otras que no lo tengan previsiblemente serán «nacionalizadas» temporalmente o absorbidas por competidores en mejores condiciones.

331

### 3.2. ¿Futuro esperanzador?

Si somos capaces de dejar a un lado el corto plazo y el entorno de «tormenta perfecta» que hemos descrito antes, nos encontraremos dentro de 2 ó 3 años con un sector mucho más seguro, aunque menos rentable, que antes de la crisis. También será menos dependiente de la financiación mayorista, por lo tanto menos expuesto a futuras crisis, con un mejor análisis de riesgo, con una plantilla experta en captación de depósitos, evaluación del riesgo y recuperación de la mora. En suma, entidades mejor estructuradas, más líquidas y solventes que sabrán ganar en rentabilidad ajustando los costes financieros y trasladando al crédito mayores diferenciales. Una parte importante de lo anterior es consecuencia de la mayor y más estricta regulación supervisora, que impedirá o mitigará significativamente futuras «burbujas de precios» que, aunque no impedirán nuevas crisis, si impedirían que sean de la misma intensidad y duración, evitando con ello nuevas «tormentas perfectas».





# LA REFORMA DE LAS CAJAS DE AHORROS EN PERSPECTIVA

José Pérez \*

## Resumen

La importancia de la crisis financiera en los últimos años está afectando seriamente a nuestro sector bancario y, por ende, a las cooperativas de crédito españolas. Así, el turbulento entorno financiero actual está suponiendo un escenario favorable para que las cooperativas de crédito opten por movimientos de cooperación y crecimiento externo que sostengan sus cuentas de resultados, con el objetivo de conseguir la supervivencia en el largo plazo. Es lo que ha venido ocurriendo en el resto de Europa en los últimos años, especialmente en aquellos países en los que la banca cooperativa tiene un papel importante. En este contexto, este trabajo presenta una propuesta metodológica de agrupación de las cooperativas de crédito españolas basada en el análisis clúster, con el propósito de valorar la oportunidad de formar parte del Grupo Cooperativo Cajamar, que fue el primer Sistema Institución de Protección (SIP) creado en el sector. Los resultados del análisis efectuado, para el año 2009, muestran la conveniencia de que este grupo cooperativo integre a más entidades en su SIP.

## Abstract

*The importance of the financial crisis in recent years is having a significant effect on the Spanish banking system and thus, the Spanish credit cooperatives. Thus, the current turbulent financial environment is assuming an appropriate setting for credit cooperatives to opt for cooperative movements and external growth to sustain their income statements, with the aim of achieving long-term survival. This is what has happened in the rest of Europe in recent years, especially in countries where the cooperative banking has an important role. In this context, this paper proposes a method of grouping the Spanish credit cooperatives based on cluster analysis, in order to assess the opportunity to be part of Cajamar Cooperative Group, which was the first Institutional Protection Systems (SIP) created in the sector. The results of the analysis, for 2009, show the chance of this cooperative group integrates more features in your SIP.*

## 1. Antecedentes y fundamentos de la reforma

A lo largo de los últimos años, y bien antes de que se desatara la crisis financiera actual, la insistencia en la necesidad de una reforma del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros había sido constante. La renuencia a hacerla fue con todo mayor, y solo la fuerza de los hechos impuesta por la nueva realidad del negocio bancario ha conseguido finalmente vencer las resistencias exhibidas y dejar paso franco a una reforma de gran envergadura y trascendencia.

Lo que la crisis financiera ha puesto de manifiesto concluyentemente es un conjunto significativo de debilidades y carencias de las Cajas de Ahorros españolas, que podríamos sintetizar en cuatro. La primera, y más firmemente señalada, es la relativa a su exigua capacidad para conquistar nuevos inversores y allegar capital básico en los mercados. Esta carencia de las cajas resultó inocua mientras mostraron una gran capacidad para generar internamente recursos propios mediante beneficios aplicados a reservas, o mientras el mercado de instrumentos híbridos -participaciones preferentes y obligaciones subordinadas- se inflaba en condiciones de bajo coste, escasa apreciación del riesgo y negligencia de los supervisores. La crisis ha arramblado con ambas fuentes por varios motivos concatenados: a) las expectativas de beneficios y de generación interna de recursos de las cajas han pasado a ser más bajas en el

\* Presidente de Intermoney.

medio plazo como consecuencia del estrechamiento de los márgenes, de la pérdida de calidad del activo y del escaso crecimiento esperado de la actividad crediticia; b) el riesgo percibido por los inversores en deuda e instrumentos híbridos ha crecido notablemente tras la crisis, y la avidez por ellos ha desaparecido; c) los reguladores exigen ahora a estos instrumentos híbridos una clara disposición a absorber pérdidas y a hacerlo no solo en casos de liquidación sino también en casos de reestructuración para asegurar la viabilidad de un negocio en marcha, requiriendo una mayor discrecionalidad de las remuneraciones; d) Las propias regulaciones de capital exigen, en fin, más capital básico –capital y reservas tangibles– y menos híbridos, dejando incluso de computar algunos de estos.

En definitiva, una secuela de la crisis, y de su diagnóstico, es que el desarrollo del negocio bancario requiere más capital y de más calidad, y ello no sólo porque lo exigen los reguladores sino porque los inversores en deuda demandan ahora una mayor protección frente a los riesgos de insolvencia, en forma de colchones de capital. Así pues, el desarrollo del negocio de las cajas, al igual que el de otras entidades de crédito, consume ahora más recursos propios y su financiación en los mercados mayoristas depende, asimismo, de que se muestren muy solventes y capaces de proveer capital básico, asegurando la flexibilidad necesaria frente a contingencias diversas. Si no dispusieran de vías de acceso a los mercados de capital básico, las cajas de ahorros españolas habrían de limitar su capacidad de desarrollo de negocio a la generación interna de recursos propios y mantener con ella, además, unos colchones muy elevados de solvencia para allegar financiación en los mercados mayoristas; en otro caso, habrían de prescindir incluso de esta fuente de financiación.

La segunda debilidad se ha manifestado en la esfera del gobierno corporativo, evidenciando ciertas fallas a la hora de alinear sus estructuras de gobierno con los requisitos de profesionalización, independencia en la gestión empresarial, responsabilidad frente al mercado, e incentivos de la propiedad, que corresponden según la doctrina del tribunal constitucional a su naturaleza de entidades de carácter privado aún cuando con fines últimos de interés social. El galimatías que se ha producido en la práctica entre, por un lado, los fines sociales y sistemas de elección de los órganos rectores de las cajas –con presencia directa muy significativa de las administraciones públicas– y, por otro lado, su carácter primordial de entidades de crédito privadas, ha llegado a tener efectos perniciosos tanto en la asunción de riesgos en el periodo de mayor laxitud (inmediatamente anterior a la crisis) como en la lentitud de la reacción posterior para reajustar sus estrategias y corregir errores. Esto último ha sido probablemente más grave que lo primero, poniendo de manifiesto hasta que punto los intereses generales de las cajas pueden llegar a quedar prisioneros de una amalgama de intereses imbricados de administradores y directores. Esta combinación espuria de intereses particulares ha llegado a situarse en ocasiones más allá de las responsabilidades fiduciarias que tienen ambos –directores y administradores– para con las entidades, y para con los objetivos últimos de estas, con independencia de las partes interesadas que participaran en su nombramiento.



Cabría decir que esta falla no es de definición legal sino de ejecución de su cumplimiento por los supervisores y los tribunales de justicia; no obstante, habría un cierto vicio de origen si resultara que el supervisor –comunidad autónoma– es también elector de administradores.

En cualquier caso, la cuestión es que la crisis ha hecho que los inversores sean más exigentes respecto al buen gobierno de las entidades y su adecuada identificación institucional. Ello tanto más cuanto su naturaleza privada como cajas de ahorros es tan manifiesta, que no están sujetas a ningún régimen específico de garantías públicas, y en caso de quiebra, esta afecta a sus acreedores sin diferencia alguna respecto a un banco privado o una cooperativa de crédito.

Como los hechos han probado, lo cierto es que, ya sea por indefinición legal o por falta de percepción adecuada, la falta de corrección regular de cualquier desajuste de gobierno de las cajas puede llegar a lastrar gravemente al conjunto del sector, haciendo de justos pecadores a la hora de recurrir a la financiación de los mercados mayoristas. Así, a falta de mecanismos fluidos de disciplina de gobierno, problemas de mala gestión individual de las cajas acaban por convertirse indebidamente en un problema sistémico sectorial, acentuando la importancia de un mejor ejercicio de las funciones supervisoras y de corrección de conductas tipificadas como delitos societarios o como faltas administrativas en la legislación financiera. La reforma legal se hacía en este sentido precisa para evitar tamañas confusiones entre lo que son, por una parte, ámbitos de conducta y responsabilidad privados y, por otra parte, de supervisión y disciplina públicos, alineando adecuadamente los mecanismos de nombramiento, deberes fiduciarios y rendición de cuentas de los administradores.

La tercera carencia ha estado relacionada con la insuficiencia de instrumentos que aseguren un funcionamiento fluido y eficiente de los mercados de control y disciplina de la gestión empresarial mediante fusiones y adquisiciones de las Cajas de Ahorros, lo cual, unido a las rémoras existentes para abordar fusiones de cajas de distintas comunidades autónomas, ha agravado la trascendencia de las deficiencias de buen gobierno antes mencionadas, aumentando los costes de gestión de la crisis. En este sentido, han quedado patentes los costes de los procesos administrativos y de decisión de las fusiones de cajas de ahorros, y la lentitud con la que operan como mecanismos de corrección y disciplina de la gestión empresarial. La falta de instrumentos que faciliten procesos de adquisición de control por un «absorbente» ha hecho que las fusiones «entre iguales» sean la única vía y que estas solo se materialicen cuando la presión de los resultados y de la solvencia obligan a actuar a las autoridades de supervisión prudencial, primero mediante la *persuasión moral*, y si esta no basta, mediante la intervención correctora cuando la viabilidad de las entidades es manifiesta y pone en peligro la estabilidad del sistema. La carencia de un mercado de control y disciplina de la gestión empresarial suficientemente ágil y fluido, y el peso excesivo que con ello recae en los dispositivos administrativos, acarrearán costes sociales muy graves. Ello es así tanto más cuando las cajas tienen su domicilio social en distintas comunidades autónomas, y a la supervisión prudencial se superpone la supervisión de protectorado y tutela fundacional de varias comunidades. Las consecuencias finales han tenido manifestaciones notables en casos como CCM y Cajasur.

La experiencia y las exigencias prácticas han obligado a desarrollar sobre la marcha mecanismos tales como la segregación de la actividad de negocio y su traspaso a otras entidades, que han actuado como absorbentes tras un proceso de intervención y resolución de crisis. Solo después de la reforma legal de junio ha quedado finalmente habilitado el camino para herramientas que faciliten una más pronta solución por el mercado. Estas van, por ejemplo, desde las cuotas participativas con derechos políticos a la segregación de la actividad financiera y fundacional de las cajas, de modo que, esa actividad financiera pase a ser desarrollada mediante sociedades por acciones filiales, o participadas, cotizables en mercados organizados. Si hubieran existido antes estos instrumentos nos habiéramos evitado costes para la sociedad y sus contribuyentes; los procesos de integración habrían sido más fluidos, y, en fin, los apoyos públicos temporales de capital hubieran podido ser probablemente menores.

La cuarta, que se conecta con las anteriores, es la de cierta falta de flexibilidad de las estructuras organizativas y de gobierno de las cajas para ajustarse evolutivamente a las exigencias de las distintas tipologías y contingencias del negocio bancario en una economía abierta e internacional, en la que puede llegar a requerirse el concurso de inversores para abordar distintas estrategias de expansión. Por ejemplo, no cabe duda de que las estructuras organizativas y de gobierno de cajas que tienen un enfoque minorista de banca regional no valen para otras cajas que afrontan los retos de la internacionalización y la diversificación geográfica; ni son lo mismo las estructuras organizativas y de gobierno requeridas en los casos que persiguen estrategias de crecimiento orgánico, que en las de cajas que persiguen la expansión mediante adquisiciones en distintas geografías; ni lo son, en fin, las de entidades con escasa dependencia de los mercados mayoristas, que las de fuerte crecimiento basado en el recurso a estos.

La evidencia histórica, y la más cercana del proceso de reestructuración, nos han enseñado la relevancia de esta flexibilidad organizativa y la de disponer de un abanico amplio de posibilidades de respuesta, en el ámbito siempre del respeto a la naturaleza fundacional y los fines últimos de la obra social, con mayores o menores grados de ejercicio directo o indirecto de la actividad financiera por las cajas de ahorros.

La defensa de un cierto esencialismo rigorista –desde instancias netamente gremiales– ha acarreado, no obstante, costes muy graves al dificultar y retrasar estos ajustes organizativos y de gobierno. Ello ha podido ser finalmente paliado por el pragmatismo de reguladores y supervisores y por el ingenio aplicado en el aprovechamiento óptimo de las opciones jurídicas y económicas disponibles; como ejemplo, valga el caso de los grupos contractuales desarrollados normativamente en torno a los llamados sistemas institucionales de protección. Fórmulas como ésta han ayudado a mitigar los costes de ajuste en la búsqueda de dimensión crítica con que atender los nuevos retos del mercado, facilitando una pronta integración en grupos económicos consolidables articulados mediante una entidad central que ejerce la dirección y control de la gestión unitaria. Configuradas como fusiones *de facto*, el desarrollo normativo de estas



integraciones han logrado para sí los apoyos públicos temporales de capital y los beneficios prudenciales de su tratamiento contable como combinación de negocios, facilitados finalmente por un tratamiento fiscal congruente a su condición de grupos económicos.

Como resultado de las fallas descritas y de los efectos precipitados por la crisis, las cajas de ahorro españolas han aparecido por primera vez en su historia como problema, y no como parte de la solución, con costes económicos muy importantes y dedicación elevada de recursos públicos.

En definitiva, las debilidades y carencias evidenciadas por la crisis se han sustanciado con rémoras y costos notables, primero, en la lentitud e ineficiencia con que se ha desarrollado el proceso necesario de reestructuración sectorial; segundo, en la necesidad de apoyos públicos temporales de capital cercanos a los doce mil millones de euros, articulados en torno al FROB para reestructurar el sector, los cuales ha sido preciso distraer de otros fines sociales al objeto de restablecer el funcionamiento ordenado de los mercados crediticios; tercero, en los costes significativos –en este caso hundidos– que han supuesto al erario público y al propio sector el rescate de entidades que se fueron tornando inviables; y, cuarto, lo que no es menos, en la merma que todo ello ha implicado para el buen funcionamiento de la economía y su potencial de crecimiento.

La reforma se hizo finalmente aconsejable no sólo para corregir esas deficiencias que tan gravemente han afectado al conjunto de la economía española y al empleo, sino para cambiar de inmediato, tras las pruebas de resistencia frente a situaciones adversas, la actitud de los mercados hacia esta parte tan relevante del sistema bancario español. Como objetivo último, se trata de promover prontamente un funcionamiento más sólido y eficiente del conjunto del sistema financiero, que contribuya a restituir nuestro potencial de crecimiento sostenido, alejando decididamente los peligros de riesgo sistémico.

## 2. Algunos aspectos reseñables de la reforma

La reforma legal de las cajas de ahorros plasmada en el Real Decreto Ley 11/2010 constituye, sin duda, un colofón adecuado de un conjunto de intervenciones públicas a lo largo de la crisis, que ha seguido la mejor secuencia dinámica: primero, apoyo a la liquidez de las entidades de crédito mediante la compra de activos o la prestación de garantías públicas; segundo, fortalecimiento de los procedimientos de intervención, disciplina y resolución de entidades inviables; tercero, recapitalización condicionada a la reestructuración y saneamiento contable de las entidades; cuarto, sometimiento riguroso y extenso de las entidades de crédito españolas a pruebas de resistencia frente a situaciones adversas, que proporcionen una medida clara de su solvencia y de las necesidades inmediatas de fortalecimiento de recursos propios; quinto, endurecimiento de las directrices y guías contables de estimación y reconocimiento

del deterioro de los activos problemáticos y créditos dudosos, especialmente de las garantías hipotecarias e inmuebles adjudicados en dación de pagos; y finalmente, reforma legal del régimen de las Cajas de Ahorros, que establezca el marco normativo para la plena solución de las debilidades y carencias mencionadas en todo su espectro. Este marco legal de la reforma se ha configurado, además, abriendo un amplio abanico o menú de soluciones para que las cajas decidan individualmente en función de sus diversos planteamientos estratégicos, de las contingencias futuras, y como no, de los condicionantes de los mercados. Ello dota al nuevo marco normativo de solidez, elasticidad y perdurabilidad.

A las medidas mencionadas han venido a sumarse, además, un ejercicio amplio de transparencia informativa de los activos problemáticos y su cobertura mediante provisiones, y en fin, el Real Decreto Ley 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero, el cual eleva los requerimientos de capital a las entidades de crédito españolas anticipando notablemente la aplicación última de *Basilea III*.

Los objetivos básicos de la reforma del régimen legal de las cajas de ahorros puede decirse que son los siguientes: a) aportar a las cajas españolas canales fluidos, inmediatos y contrastados por la experiencia histórica para la captación de capital básico; b) ampliar las opciones organizativas dotándolas de la flexibilidad necesaria mediante soluciones varias y sustantivas que permitan responder a las diversas estrategias, tipologías de negocio y contingencias en el devenir de la actividad empresarial y de la exigencias de los mercados; c) facilitar un funcionamiento fluido de los procesos de adquisiciones y fusiones entre entidades de crédito, tanto en el ámbito doméstico como en el internacional, sean entre cajas o entre cajas y bancos o cooperativas; y en fin d) reforzar las normas de buen gobierno y responsabilidad de las cajas mediante una mayor profesionalización e independencia en la gestión empresarial.

En relación con ello, hay algunos aspectos especialmente reseñables de la reforma y del proceso que concluye con la misma. Primero, el ya mencionado en cuanto que al carácter óptimo de la secuencia seguida en el abordaje de la crisis, que se compara muy favorablemente con otras experiencias propias y foráneas. Ello ha hecho más eficiente el tratamiento de la crisis bancaria al ordenar adecuadamente fines y medios; ha minimizado la exposición al riesgo del erario público; ha alineado los apoyos con planes de racionalización y viabilidad bien trazados y sujetos a vigilancia en su ejecución; ha disciplinado a los malos gestores, y, en definitiva, ha evitado los errores muy graves y costosos de tantos procesos de resolución de crisis en los que instituciones públicas asumen la gestión de activos malos convirtiéndose en sacos sin fondos de deterioro y costosa recuperación. Algo, esto último, bien puesto de manifiesto en la gestión de la crisis bancaria irlandesa o, en su caso, en una cierta fase de la crisis bancaria española de la década de los años ochenta.

Segundo, es una reforma meditada y filtrada por la evidencia histórica, de modo que es la ley la que sigue a la realidad y no ésta a aquélla. Ello la va a hacer más eficaz y efectiva, evitando lo infructuoso de algunos intentos anteriores. De hecho, cualquiera de las vías previstas



en el Real Decreto Ley 11/2010 existía ya en la práctica o estaba prevista en derecho, y lo que se trataba fundamentalmente era de darle solemnidad, mayor seguridad jurídica y reconocimiento administrativo, amén de dotarla de la neutralidad fiscal necesaria y del mejor tratamiento contable que facilite un saneamiento patrimonial inmediato en las nuevas combinaciones de negocios (o negocios conjuntos) mediante el adecuado reconocimiento a valor razonable del patrimonio de la nueva entidad resultante de la fusión o integración en grupo contractual.

Tercero, la reforma aparece como un cierto colofón de la reestructuración, no como el comienzo de ella. El «mapa» ya está hecho en grandísima medida, y lo que se trata es de que el proceso de reestructuración actualmente delineado consiga mayor profundidad y consistencia, así como, entre otras cosas, de facilitar cualquier respuesta evolutiva, evitar para el futuro debilidades y carencias que han conducido a los problemas recientes, y, en fin, desterrar con ello la problemática de riesgo sistémico sectorial a que estas fallas han conducido.

Cuarto, la extraordinaria flexibilidad del nuevo marco normativo en cuanto a estructuras organizativas. Es evidente que, respetando la naturaleza última de las cajas de ahorros, el sector va a ser ahora más diverso y más capacitado. Así, se configuran en la ley desde: 1) la opción de ejercer como caja de ahorros que desarrolla directamente su actividad de entidad de crédito (siempre que no tenga una dependencia significativa de los mercados de financiación mayorista); 2) la consolidación en grupo contractual de cajas de ahorros articulada en torno a sistemas institucionales de protección de solvencia; 3) el ejercicio indirecto de la actividad de entidad de crédito mediante filiales con licencia bancaria (ya sea este ejercicio indirecto por una caja o por un grupo contractual de cajas) reteniendo o no sus actividades como tenedora de una corporación industrial y otros activos no afectos la negocio bancario, y por último, 4) la posibilidad de una segregación absoluta de las actividades de entidad de crédito y benéfico social, mediante la transformación de la cajas en fundaciones especiales que retienen los fines sociales originarios y estructuran su gobierno en consonancia con los grupos de interesados correspondientes, pasando a ser puros accionistas de la entidad bancaria a la que transfieren el negocio bancario como aportación de capital.

Quinto, la flexibilidad correlativa de acceso a los mercados de capital básico, asegurando, en última instancia, vías contrastadas y eficientes a las que pueden optar las entidades de forma congruente con sus estrategias y modelos de negocio. En los casos que van de 2) a 4) del apartado anterior se abre la capacidad de acceso a los mercados accionarios de sociedades cotizadas, ya sea, en el caso de grupos contractuales, a través de la entidad central que actúa como cabecera del grupo y asume la dirección unitaria de su gestión y control interno, o bien sea, en los casos de ejercicio indirecto de la actividad financiera, mediante la salida a mercado de las acciones de la entidad bancaria –sociedad anónima– que pasa a ejercer la actividad financiera. En lo que respecta a 1) el Real Decreto Ley se preocupa de ampliar las capacidades de captación de capital básico por las cajas que decidan desarrollar directamente sus actividades como entidades de crédito, abriendo la opción de emitir cuotas participativas con o sin derechos políticos.

Conviene subrayar, no obstante, que las limitaciones mostradas por las cuotas participativas probablemente persistan aunque incorporen derechos políticos y se eliminen algunas restricciones que existían a su tenencia por los inversores. A la postre, las cuotas participativas no dejan de ser un instrumento atípico en los mercados internacionales, con escaso atractivo para los inversores institucionales, liquidez reducida por la dimensión de los emisores y, en fin, restringido en su capacidad de ejercicio de disciplina sobre los gestores, en cuanto que los cuota participes no tienen posibilidades eficientes de asumirlo en una asociación casi comanditaria con los otros intereses representados en los órganos de gobierno –impositores, empleados y administraciones públicas. Con ello, esta opción: 1) va a quedar confinada a cajas que opten por un modelo de negocio nutrido por la generación interna de recursos de capital y escasa dependencia de los mercados de financiación mayorista. Con todo, las cuotas participativas con derechos políticos pueden constituir un instrumento relevante de capital privado –no cotizado en mercados organizados– o de adquisición de control –especialmente por otras cajas– que facilite un funcionamiento ágil de los mercados de control empresarial y la pronta solución de situaciones críticas que requieran un fortalecimiento inmediato de la solvencia y la corrección correlativa del rumbo de la gestión.

En cuanto que a las posibilidades abiertas de salida a los mercados accionarios, las opciones 2) y 3) antes mencionadas no dejarán de plantear cierta problemática en la medida que, en el caso de 2) se hará necesaria una segregación del negocio bancario a la entidad central o una aportación global a esta de activos y negocios que permitan a los inversores identificar nítidamente sus derechos de propiedad, y en cualquiera de ellos, como en la familia 3) se plantearán las rémoras de cotización típicas de compañías filiales. Optimizar la decisión acorde con el modelo y estrategia de negocio será por consiguiente fundamental tanto para el acceso a los mercados de capital básico como para la maximización de valor de la obra fundacional.

Sexto, las cajas de ahorros gozan a partir de esta reforma de toda la autonomía empresarial y las exigencias de profesionalización necesarias para el ejercicio de sus responsabilidades y deberes fiduciarios como entidades de naturaleza privada fundacional, y fines sociales, que ejercen el negocio como entidades de crédito, bien de manera directa o bien indirecta. Con todo, las disposiciones del Real Decreto Ley 11/2010 que tratan de asegurar una mayor profesionalización y autonomía de gestión empresarial van a necesitar de una supervisión más alineada con estos objetivos y de un régimen de gobierno corporativo congruente con su mayor apelación a los inversores en capital; de otro modo, mucho habrá cambiado para que nada cambie, o para que sólo lo haga su envoltura.

Séptimo, el establecimiento de unos nuevos estándares de capital alineados con los requerimientos de *Basilea III*, y la nueva realidad de los mercados que acentúa los riesgos de refinanciación a las entidades de menor tamaño y no cotizadas en mercados organizados, incidirán en la adecuada ordenación de las estructuras organizativas con los modelos de negocio y con los riesgos asociados. La opción 1) formulada en el punto cuarto va a quedar crecientemente limitada a cajas de ahorros con escasa dependencia de los mercados de finan-



ciación mayorista, en lo que, sin duda, es un retorno a un modelo tradicional de negocio de las cajas o una fidelidad inmutable a este modelo. Esta opción solo será posible, en otro caso, si disponen de coeficientes de capital básico suficiente -10%- que reduzcan notablemente los riesgos de sus acreedores y financiadores en circunstancias adversas extremas, y asegure una alta calificación de las agencias de crédito. En otro caso, las entidades se verán abocadas a las opciones 3) y 4), esto es, cajas que ejercen indirectamente su actividad bancaria o que segregan globalmente este negocio y se constituyen en fundaciones especiales -accionistas del banco segregado y tenedoras de otras carteras- que ejercen la obra social fundacional originaria. Estas son las únicas opciones que realmente restan a las cajas con modelos de negocio que exigen una fuerte dependencia de los mercados de financiación mayorista y de capital básico. El esquema de incentivos establecido por el Real Decreto Ley 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero está plenamente alineado con las conclusiones de los modelos de capital económico en cuanto que establece en estos casos un requerimiento de capital básico (o principal) del 8% como corresponde a los menores riesgos de refinanciación y desdolvimiento del negocio.

En cualquier caso, los éxitos o fracasos de las cajas no serán a partir de ahora sectoriales y sistémicos, sino que serán –como siempre debió de ser– el producto de las decisiones individuales de estrategia y gestión de cada una de las cajas con plena rendición de cuentas a las partes interesadas y solución de mercado.

La equiparación de capacidades de bancos y cajas ha dado con todo ello un nuevo paso trascendental, tanto en lo afecta a su capacidad de acceso a los mercados de financiación como en su sometimiento a los mercados de control empresarial. Con ello, no habrá de haber más salvamentos sectoriales propiciados por singularidades castizas. Los mecanismos de resolución sectorial de crisis desaparecerán probablemente con la reforma de estos en el espacio europeo, y finalmente habrá un solo fondo de garantía de depósitos. Solo la naturaleza fundacional originaria, el carácter de la propiedad y su forma de gobierno diferenciarán a las cajas de los bancos y las cooperativas.

Esta reforma de los fondos de garantía de depósitos y su unificación será un complemento adecuado de la reforma del régimen legal de las cajas de ahorros y una conclusión apropiada de la experiencia de la crisis; algo que, por otra parte, se hará deseable y necesaria tan pronto se selle el final de un recurso temporal excepcional como es el del FROB.

### 3. Balance actual y perspectivas de futuro

No cabe duda alguna de que las cajas de ahorros españolas han acometido en los meses recientes un proceso muy amplio de integración que alcanza a más del noventa por cien de los activos totales del sector; en esta medida y en otras, es la más amplia y profunda de su

larga historia. La integración se ha producido mediante ocho fusiones o absorciones y cinco grupos contractuales articulados en torno a sistemas institucionales de protección. En él han participado 40 de las 45 cajas de ahorros existentes hace un año. Excepto en tres de los trece casos de integración, el resto ha contado con el apoyo del FROB en forma de inyección temporal de recursos básicos de capital por un importe cercano a doce mil millones de euros –en condiciones razonables de mercado– o ha exigido el apoyo del fondo de garantía de depósitos de cajas, o del propio FROB, mediante aportaciones muy significativas, a fondo perdido, por tratarse de entidades –CCM y Cajasur– que se habían hecho inviables, aportaciones estas últimas que han superado los cinco mil millones de euros.

Puede decirse que a finales de 2010 la reestructuración y recapitalización de las cajas de ahorros españolas habrá quedado en gran medida delineada, y se habrán completado finalmente los procesos jurídicos y administrativos de autorización y constitución correspondientes, amén de configurarse los órganos de administración y gestión de las nuevas entidades. Conviene reseñar que estos procesos de autorización y constitución han requerido en promedio seis meses, en gran medida por la complejidad inherente a la solicitud de apoyos públicos, por la afluencia de administraciones involucradas y, como no, por la novedad y falta de entrenamiento administrativo en algunos procesos.

El resultado más relevante es que se han sentado las bases duraderas de una fuerte racionalización del conjunto del sistema bancario español y que sus entidades contarán con capital suficiente, en la medida que, o bien contaban con él, o lo han obtenido del FROB, o lo captarán en los mercados. El proceso de integración de las cajas de ahorros ha implicado, por otra parte, un saneamiento patrimonial profundo de las entidades por puesta en valor razonable de los balances, y el reconocimiento subsiguiente de todas las minusvalías latentes y pérdidas esperadas en las carteras crediticias y de inmuebles, contra capital y reservas de los nuevos grupos y sus integrantes. Con ello no sólo se descarga la necesidad de provisiones en sus cuentas de resultados futuras, sino que se facilitan las decisiones económicas sobre enajenación de activos sobrevenidos en la ejecución de garantías de créditos, como es el caso, por ejemplo, de inmuebles ya adjudicados en dación de pagos.

La concentración del sector de cajas, y con ello del sistema bancario español, ha crecido notablemente: las 45 cajas de ahorro existentes hace doce meses se han reducido a 17, y lo harán probablemente aún más hasta un número cercano a 10. Tanto el tamaño medio como la moda estadística se han elevado muy significativamente, más allá de cualquier objetivo o referencia inicial. El poder de mercado sigue siendo, no obstante, relativamente moderado y la concurrencia competitiva del sistema bancario razonablemente elevada.

Las exigencias de aumento de la productividad y de eficiencia siguen constituyendo el reto, y aún cuando los planes estratégicos de estas integraciones y las condiciones impuestas por los apoyos públicos de capital marcan unos objetivos significativos de mejoras de productividad superiores a 15%, los requerimientos competitivos y de los mercados financieros están



siendo mayores, y seguirán siéndolo. En este sentido, conviene subrayar que la fuerte competencia que subsiste y las restricciones financieras y de liquidez impuestas por los mercados de financiación mayorista están determinando un fuerte estrechamiento de márgenes, que tiene difícil vuelta atrás y requiere –especialmente en los nuevos entornos de menor apalancamiento y mayor liquidez– unos aumentos de productividad y eficiencia notablemente superiores a los programado en los planes actualmente aprobados.

La dimensión es, sin duda, un factor relevante para abordar los distintos retos de las cajas de ahorros en la medida en que efectivamente se aprovechen las diversas economías de escala y de alcance del objeto de negocio, pero no es suficiente. En parte por los límites de estas economías en un negocio de banca minorista, y sobretodo, porque su aprovechamiento óptimo exige ejecución y nuevos delineamientos estratégicos y organizativos. Conviene así no olvidar la larga evidencia empírica de que, a partir de cierto punto, las economías de escala y organizativas cambian de signo, especialmente cuando se distraen recursos y capacidades de gestión o se descansa en el *demasiado grande para dejarlo quebrar* o no se adecuan las estructuras de dirección y su ejercicio.

Así pues, los desafíos se han desplazado ahora plenamente a la gestión. Los procesos de integración –sean por fusiones o mediante grupos contractuales– son en este sentido una gran oportunidad, pero también pueden ser un gran mausoleo si no están bien conducidos y ejecutados.

En crisis de este tipo no es infrecuente que el diagnóstico y la acometida de remedios tarde más de año y medio y que la ejecución requiera otro tanto o más en promedio, de modo que las que lo hagan con éxito necesitan algo más de un año de gestión efectiva, y las que fracasen y hayan de rectificar, no menos de dos y medio. Hablar por ello de segundas rondas de integración, cuando todavía no se ha ejecutado ni completado la primera, no deja de ser un cierto producto del frenesí en que nos ha tocado vivir. No obstante, si ello se entiende, no en el sentido de una nueva conmoción, sino en el de la criba que los mercados competitivos hacen entre el éxito y el fracaso para determinar finalmente el número de supervivientes en un sentido *stigleriano*, o su mayor o menor cuota de mercado, más que hablar de segunda ronda estaremos hablando de ese continuo que es la selección competitiva.

La ventaja que tenemos es que el proceso está sujeto a estrecha vigilancia supervisora en la ejecución de los planes, especialmente de los que han necesitado apoyo público. El inconveniente es la inclemencia de los tiempos que nos toca vivir.

En este sentido, si bien es cierto que la productividad, la eficiencia y la calidad de la franquicia van a ser claves, y el tamaño va a ser en buena medida decisivo, conviene no olvidar que las estructuras organizativas y de gobierno van a ser fundamentales para el acceso a los mercados, tanto de capital básico como de financiación mayorista.

Consiguientemente, más que una segunda ronda de integración habrá una segunda generación de operaciones corporativas orientadas a alinear las estructuras organizativas y de gobierno de las cajas, y de sus grupos consolidables, con las exigencias de los mercados de capitales que reclaman esquemas institucionales simples, robustos y reconocibles. En este sentido la apelación a los mercados de capital básico, e incluso la simple optimización de las capacidades y condiciones de acceso a los mercados de financiación mayorista, van a requerir las reestructuraciones organizativas previstas en los artículos 5 y 6 del Real Decreto Ley 11/2010, incentivadas por las nuevas exigencias de capital del RDL 2/2011.

En ellos, como ya ha sido subrayado, se previene para las cajas de ahorros la posibilidad, bien de ejercicio indirecto de la actividad financiera mediante filiales cotizables en bolsa, o bien de segregación plena de esta actividad a una entidad bancaria para transformarse en fundaciones especiales que gestionan su cartera y despliegan los objetivos fundacionales de obra social y desarrollo o vinculación territorial. Estas soluciones optimizan en distinto grado la capacidad de acceso a los mercados de capitales, y muy específicamente se harán particularmente necesarias en el caso de los grupos contractuales en los que la entidad central salga a bolsa para atraer inversores terceros, transfiriendo a este respecto el ejercicio del negocio bancario a dicha entidad. Ninguna de estas soluciones organizativas tiene que redundar en merma de los fines y cometidos sociales de las cajas, sino todo lo contrario, en la medida en que contribuya a una mejor ordenación y alineamiento de objetivos.

La competitividad en la prestación de los servicios como entidades de crédito y la maximización de valor para la obra fundacional de las cajas habrán de marcar el rumbo de sus decisiones estratégicas. El menú abierto por la reforma legal es completo y variado, como lo son las estrategias y modelos de negocio elegibles. Sin embargo, la congruencia y solidez en la ejecución son insoslayables, como intransferibles debieran de ser a la postre las responsabilidades fiduciarias de sus administradores y gestores.



**MEDITERRANEO ECONOMICO**

www.mediterraneoeconomico.es

## Números anteriores

---

1. PROCESOS MIGRATORIOS. ECONOMÍA Y PERSONAS  
Coordinador: *Manuel Pimentel Siles*. ISBN: 978-84-95531-08-7
2. LA AGRICULTURA MEDITERRÁNEA EN SIGLO XXI  
Coordinador: *José María García Álvarez-Coque*. ISBN: 978-84-95531-10-0
3. CIUDADES, ARQUITECTURA Y ESPACIO URBANO  
Coordinador: *Horacio Capel Sáez*. ISBN: 978-84-95531-12-4
4. MEDITERRÁNEO Y MEDIO AMBIENTE  
Coordinadora: *Cristina García-Orcóyen*. ISBN: 978-84-95531-14-8
5. LAS NUEVAS FORMAS DEL TURISMO  
Coordinador: *Joaquín Auriolés Martín*. ISBN: 978-84-95531-20-9
6. ECONOMÍA SOCIAL. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA AL SERVICIO DE LAS PERSONAS  
Coordinador: *Juan Francisco Juliá Igual*. ISBN: 978-84-95531-24-7
7. MEDITERRÁNEO E HISTORIA ECONÓMICA  
Coordinadores: *Jordi Nadal* y *Antonio Parejo*. ISBN: 978-84-95531-26-1
8. LOS RETOS DE LA INDUSTRIA BANCARIA EN ESPAÑA  
Coordinador: *Francisco de Oña Navarro*. ISBN: 978-84-95531-28-5
9. VARIACIONES SOBRE LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO MEDITERRÁNEO  
Coordinador: *Pedro Schwartz Girón*. ISBN: 978-84-95531-31-5
10. UN BALANCE DEL ESTADO DE LAS AUTONOMÍAS  
Coordinador: *Francisco José Ferraro García*. ISBN: 978-84-95531-35-3
11. NUEVOS ENFOQUES DEL MARKETING Y LA CREACIÓN DE VALOR  
Coordinadora: *María Jesús Yagüe Guillén*. ISBN: 978-84-95531-37-7
12. EUROPA EN LA ENCRUCIJADA  
Coordinador: *Josep Borrell Fontelles*. ISBN: 978-84-95531-39-1



**MEDITERRANEO ECONOMICO**

[www.mediterraneoekonomico.es](http://www.mediterraneoekonomico.es)

## Números anteriores

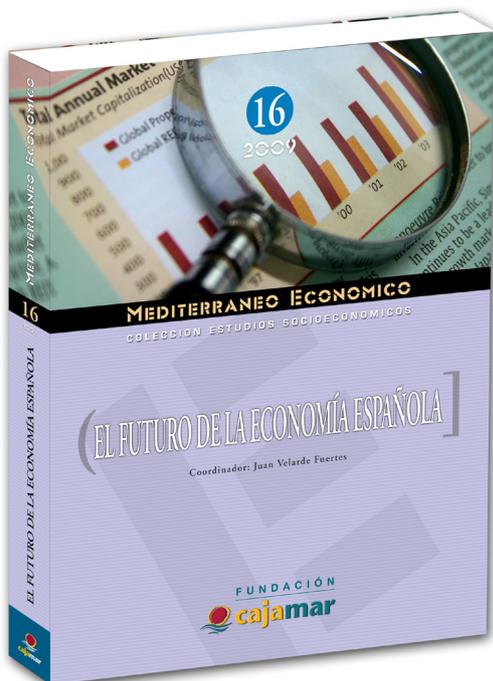
---

13. LOS DISTRITOS INDUSTRIALES  
Coordinador: *Vicent Soler i Marco*. ISBN: 978-84-95531-40-7
14. MODERNIDAD, CRISIS Y GLOBALIZACIÓN: PROBLEMAS DE POLÍTICA Y CULTURA  
Coordinador: *Víctor Pérez-Díaz*. ISBN: 978-84-95531-41-4
15. EL NUEVO SISTEMA AGROALIMENTARIO EN UNA CRISIS GLOBAL  
Coordinador: *Jaime Lamo de Espinosa*. ISBN: 978-84-95531-43-8
16. EL FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
Coordinador: *Juan Velarde Fuertes*. ISBN: 978-84-95531-48-3
17. INNOVACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICO  
Coordinador: *Joaquín Moya-Angeler Cabrera*. ISBN: 978-84-937759-5-7
18. LA CRISIS DE 2008. DE LA ECONOMÍA A LA POLÍTICA Y MÁS ALLÁ  
Coordinador: *Antón Costas Comesaña*. ISBN: 978-84-95531-49-0



MEDITERRANEO ECONÓMICO

www.mediterraneoeconomico.es



## El futuro de la economía española

Coordinador: Juan Velarde Fuertes

Edita: CAJAMAR Caja Rural Sociedad Cooperativa de Crédito

ISBN-13: 978-84-95531-43-8

Depósito Legal: AL-728-2008

Idioma: Español

Fecha de aparición: Diciembre 2009

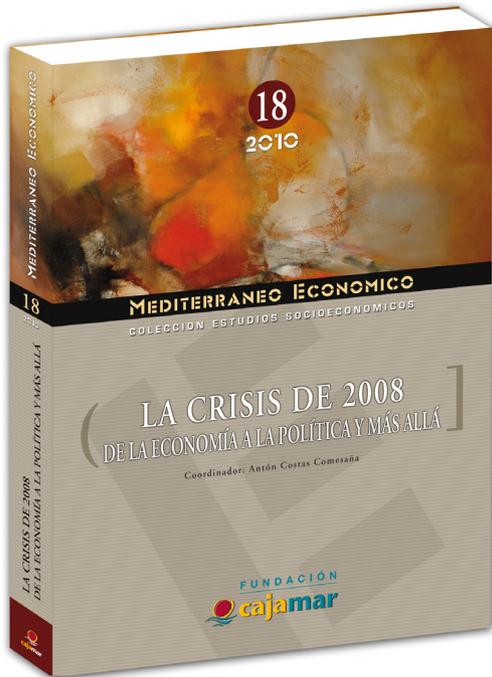
Disponible en: <http://www.mediterraneoeconomico.com>

*El presente volumen, coordinado por el Profesor Juan Velarde Fuertes, recoge las aportaciones de una veintena de especialistas, reunidos con el objetivo de vislumbrar el futuro de la economía española a partir de un momento clave como el actual. Este conjunto de docentes e investigadores de las Universidades Complutense, Pablo de Olavide, Francisco de Vitoria, de Zaragoza, Autónoma de Madrid, de la UNED, de Córdoba, de Alcalá, Pontificia Comillas, CEU San Pablo, Politécnica de Madrid y de la IE Business School, ha señalado con justeza dónde se encuentran las posibilidades y los riesgos que se alzan para el futuro de España. De ellos se desprende un mensaje realista y exigente que enlaza precisamente con algo que el académico y catedrático Luis Olariaga señaló al contemplar el agobiado panorama de la economía española en la década de los cuarenta del siglo XX: “Ocho, diez años en la vida económica moderna, son suficientes para encumbrar a un pueblo en el concierto internacional o para dejarlo batido y rezagado por medio siglo”.*



MEDITERRANEO ECONÓMICO

www.mediterraneoeconomico.es



## La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá

Coordinador: Antón Costas Comesaña

Edita: CAJAMAR Caja Rural Sociedad Cooperativa de Crédito

ISBN-13: 978-84-95531-43-8

Depósito Legal: AL-728-2008

Idioma: Español

Fecha de aparición: Diciembre 2009

Disponible en: <http://www.mediterraneoeconomico.com>

*¿Cómo acabará pasando la crisis de 2008 a la historia? ¿Cómo una crisis que, aunque provocó una Gran Recesión y puso en riesgo de quiebra el sistema financiero mundial, al final fue controlada sin grandes cambios, o como un nuevo momento histórico de transformación en el gobierno de la economía y en el equilibrio entre poder de los mercados y poder de la política? Este número de Mediterráneo Económico busca responder a esta relevante cuestión. Para ello analiza las causas, consecuencias, respuestas y lecciones que surgen de esta crisis. Y lo hace apoyándose no sólo en el enfoque y las explicaciones de los economistas, sin duda necesarias para comprender lo que estamos viviendo, sino cruzando las fronteras de la Economía para ver como otros estudiosos y científicos sociales (filósofos, politólogos, sociólogos, antropólogos, escritores, ensayistas, periodistas) explican las raíces de la crisis y, quizá más importante, los problemas de largo plazo y las heridas profundas que va a dejar y que tardarán en cicatrizar. Esta voz plural, polifónica, tiene mayor capacidad para responder a algunas de las cuestiones que hoy se plantean todos los ciudadanos sobre el presente y el futuro de la economía y la sociedad. Y, sobre todo, puede ayudar a diseñar estrategias de salida que repartan mejor los costes, así como orientar las reformas necesarias para evitar o reducir el riesgo de que podamos volver a vivir algo parecido en poco tiempo.*



