

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES
Departamento de Economía Aplicada I



TESIS DOCTORAL

**La crisis de las cajas de ahorros en España: un nuevo episodio de
inestabilidad financiera**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Juan Rafael Ruiz Gómez

Directores

Nuria Alonso Gallo
David Trillo del Pozo

Madrid, 2018

La crisis de las cajas de ahorros en España: un nuevo episodio de inestabilidad financiera



Universidad Complutense de Madrid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Departamento de Economía Aplicada I

Investigación presentada por

Juan Rafael Ruiz Gómez

Para la obtención del grado de Doctor

Dirección:

Nuria Alonso Gallo

David Trillo del Pozo

Fernando Luengo Escalonilla

Madrid, 2016

A mis padres

ÍNDICE

Resumenxix

Summary.....xxi

Primera parte: Contextualización, marco teórico, metodología e hipótesis de la investigación

Capítulo 1 Marco teórico y objetivos de la investigación 4

1.1 Las crisis bancarias en la literatura empírica5

1.2 Las crisis bancarias y financieras en la literatura teórica9

1.2.1 Keynes y la incertidumbre radical9

1.2.2 La síntesis neoclásica12

1.2.3 El Monetarismo13

1.2.4 La Nueva Macroeconomía Clásica15

1.2.5 Información asimétrica y selección adversa en los mercados de crédito19

1.2.6 Postkeynesianos20

1.2.7 La economía conductual23

1.2.8 El enfoque de la financiarización24

1.3 El estudio de la inestabilidad financiera en Minsky26

1.4 Objetivos, hipótesis y límites de la investigación35

1.5 Estructura de la investigación39

Capítulo 2 Las cajas de ahorros: contextualización histórica y principales vías de investigación42

2.1 Evolución histórica42

2.1.1 Primera etapa (1834-1939)43

2.1.2 Segunda etapa (1939-1977)44

2.1.3 Tercera etapa (1977-1998)45

2.1.4 Cuarta etapa (1998-2010)48

2.2 El tratamiento de las cajas de ahorros en la literatura51

2.2.1 Cajas de ahorros, politización y peores resultados54

2.2.2 Cajas de ahorros tan eficientes como los bancos79

2.2.3 Contexto de la crisis y los dictámenes del BdE y del FMI88

2.3 Principales modificaciones en el entorno normativo de las cajas durante la primera década del siglo XX	90
2.3.1 El “buen” gobierno corporativo y su aplicación en las cajas de ahorros.....	91
2.3.2 El Nuevo Acuerdo de Capital: Basilea II.....	94
2.4 La supervisión de las cajas	98
2.5 Conclusiones	103

Segunda parte: El desarrollo del proceso de inestabilidad financiera

Capítulo 3 El estudio a nivel macroeconómico: El desarrollo del proceso de inestabilidad financiera en España 108

3.1 El desarrollo del proceso de inestabilidad financiera en España	108
3.1.1. Desplazamiento.....	111
3.1.2 Boom crediticio y euforia.....	114
3.1.3 Cambio de expectativas	124
3.1.4 Crisis	127
3.2 El papel de cajas y bancos en el proceso de inestabilidad financiera	131
3.2.1 Crecimiento crediticio	132
3.2.2 Concentración crediticia y múltiples conflictos de interés	133
3.2.3 Fuerte caída de los depósitos sobre los créditos.....	136
3.2.4 Aumento del apalancamiento y deterioro del margen financiero	137
3.2.5 Auge de la titulización y dependencia de la financiación internacional	139
3.2.6 Financiación a las Administraciones Públicas.....	148
3.2.7 Algunas consideraciones sobre el éxito de la banca.....	149
3.3 Los factores determinantes del margen financiero	152
3.4 Conclusiones.....	162

Capítulo 4 Los distintos patrones de crecimiento de las cajas de ahorros y el proceso de fusiones 168

4.1. El crecimiento y su financiación	169
4.1.1 El crecimiento del crédito.....	170
4.1.2 La evolución de la ratio entre depósitos y crédito	171
4.1.3 La dependencia de los mercados mayoristas	174
4.1.4 La expansión geográfica y la desconexión con el territorio de origen	177
4.1.5 El Crédito a las Administraciones Públicas y a los partidos políticos	180

4.1.6 La evolución de la rentabilidad.....	182
4.1.7 Apalancamiento	185
4.2 La intensificación del deterioro en el periodo inmediatamente anterior a las fusiones	187
4.2.1 La morosidad	188
4.2.2 El peso de las operaciones financieras en los resultados.....	190
4.2.3 Los resultados de las empresas participadas.....	193
4.3 El proceso de reestructuración del sistema financiero.....	194
4.4 La concentración del rescate financiero.....	200
4.5 La modelización del proceso de fusiones	201
4.5.1 La metodología de los modelos de elección binaria	202
4.5.2 Variables de nuestro modelo	205
4.5.3 Los resultados	207
4.6 Corrupción y conflictos de intereses	212
4.7 Conclusiones.....	216
Capítulo 5 Los principales cambios en el marco regulatorio	222
5.1 La provisión anticíclica.....	222
5.1.1 Los métodos de cálculo.....	223
5.1.2 Provisiones totales y morosidad	229
5.2 Basilea II	231
5.2.1 El establecimiento de CMR por riesgo de crédito.....	233
5.2.2 El problema de la estimación de PD	238
5.2.3 El problema de la estimación de LGD	240
5.2.4 La validación de las estimaciones.....	242
5.2.5 Tratamiento de los riesgos no contemplados en el Pilar I	244
5.3 Conclusiones.....	246
Tercera parte: Conclusiones y respuestas a las preguntas de investigación	
Capítulo 6 Conclusiones	252
6.1 Principales conclusiones de la tesis.....	252
6.2 Respuestas a las hipótesis iniciales	259

Anexos	266
Anexo 1 Ayudas de los contribuyentes en el proceso de restructuración del sistema financiero español (millones de euros).....	266
Anexo 2 Denuncias de representantes públicos sobre la privatización de las cajas.	267
Anexo 3 Cajas de ahorros como banca pública	268
Anexo 4 Denuncias de la Asociación de Inspectores del Banco de España	269
Anexo 5 Ayudas públicas recibidas en el sistema financiero español según los datos del BdE.....	274
Anexo 6 Venta de activos financieros de las cajas con peores resultados	278
Anexo 7 El proceso de fusiones	281
Anexo 8 Clasificación de las cajas y bancos como variables dependientes	282
Anexo 9 Resultados de las estimaciones	283
Anexo 10 Residuos de los modelos	291
Anexo 11 Entidades investigadas y personas físicas imputadas en casos financieros admitidos a trámite	294
 Bibliografía	 296

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1 Representación en las cajas y principales características	49
Tabla 2.2 Principales características de la evolución de la legislación respecto a la organización territorial, órganos rectores e inversiones permitidas de las cajas ...	50
Tabla 2.3 Evolución de los créditos de cajas y bancos (actualización de Melle y Maroto 1999)	59
Tabla 2.4 Principios de Basilea II.....	97
Tabla 2.5 Supervisores, atribuciones y capacidad sancionadora.....	101
Tabla 3.1 Fases del proceso de inestabilidad financiera en la economía española	109
Tabla 3.2 Evolución del déficit, desempleo, rendimiento de la deuda pública, índice armonizado de precios, Mibor 3m, Euribor 3m e IBEX35	113
Tabla 3.3 Evolución de los tipos reales en España y en la Unión Económico Monetaria	117
Tabla 3.4 Crecimiento indiciado de los precios de la vivienda en los periodos de burbuja de Japón, EEUU y España	118
Tabla 3.5 Evolución de los índices Nikkei, Nasdaq e Ibex-35 en los últimos periodos de auge y caída bursátil	118
Tabla 3.6 Ayudas a las entidades financieras	129
Tabla 3.7 Evolución del balance de Cajas y Bancos (índice 1997=100)	132
Tabla 3.8 Crédito al sector productivo 1997=100.....	134
Tabla 3.9 Concentración del crédito de cajas y bancos.....	135
Tabla 3.10 Titulizaciones y porcentaje dado de baja 2000-2006.....	142
Tabla 3.11 Crecimiento de los activos dudosos y morosidad	146
Tabla 3.12 Evolución de los beneficios por región: Banco Santander y BBVA.....	149
Tabla 3.13 Evolución del porcentaje de créditos dudosos a promotor y construcción.....	151
Tabla 3.14 Valores de los bancos y del IBEX35 en 2007 y 2013	151

Tabla 4.1 Porcentaje de oficinas fuera del territorio histórico del grupo de cajas con mejores resultados	179
Tabla 4.2 Créditos dudosos dentro del grupo con peores resultados volumen en miles de euros y posición sobre el total del sector años 2008 y 2009	189
Tabla 4.3 Operaciones financieras sobre beneficios año 2009	191
Tabla 4.4 Resultados de las empresas participadas 2008-09 del grupo de cajas con peores resultados (miles de euros)	194
Tabla 4.5 Previsiones de los test de estrés de las necesidades de capital del sistema financiero español (millones de euros)	197
Tabla 4.6 Fusiones y partido en el gobierno de la Comunidad Autónoma	199
Tabla 4.7 Concentración de las ayudas en forma de capital y activos transferidos a la SAREB.....	200
Tabla 4.8 Signo y efecto de los estimadores	207
Tabla 4.9 Resumen del porcentaje de aciertos con los diferentes métodos	211
Tabla 4.10 Residuos del grupo de cajas con peores resultados.....	212
Tabla 4.11 Causas abiertas contra miembros de las antiguas cajas de ahorros	214
Tabla 5.12 Importe de las remuneraciones por servicios de auditoría y por otros servicios prestados por las mismas empresas de auditoría de las 10 cajas de mayor tamaño de balance en 2009 (miles de euros).....	216
Tabla 5.1 Grados de riesgo y coeficientes de ponderación de la provisión anticíclica	225
Tabla 5.2 Coeficientes de cada tipo de riesgo sobre riesgo alto de la provisión anticíclica.....	226
Tabla 5.3 Simulación de la provisión anticíclica.....	228
Tabla 5.4 Esquema del sistema de calificación interna.....	234
Tabla 5.5 Moody's - Rating Corporativo: Frecuencias de incumplimiento horizonte 1 año. 1996-2008	236

Tabla 5.6. Moody's - Rating corporativo: frecuencias de incumplimiento promedias en los grados de inversión. 1983-2008	237
Tabla 5.7. Fitch -Rating soberano: frecuencias de incumplimiento horizonte 1 año. 1995-2008	237

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 Ciclos de crisis bancarias	8
Gráfico 3.1 Diferencial entre la tasa de crecimiento del crédito y de la tasa de crecimiento del PIB nominal (Δ crédito – Δ PIB nominal).....	110
Gráfico 3.2 PIB nominal y crédito al sector privado en España	115
Gráfico 3.3 Cuenta corriente y cuenta financiera (millones de euros)	122
Gráfico 3.4 Saldo por instrumento de la cuenta financiera (millones de euros) ...	123
Gráfico 3.5 Saldo de las inversiones en cartera (millones de euros).....	124
Gráfico 3.6 EONIA volumen medio negociado (millones de euros).....	125
Gráfico 3.7 Titulizaciones emitidas por entidades nacionales (millones de euros)	126
Gráfico 3.8 Volumen de crédito dudoso en España (millones de euros).....	126
Gráfico 3.9 Balance del Banco de España.....	128
Gráfico 3.10 Evolución del crédito de cajas y bancos sobre el crédito total a la economía española	133
Gráfico 3.11 Evolución de la ratio depósitos sobre créditos de bancos y cajas.....	137
Gráfico 3.12 Evolución de la ratio de apalancamiento	138
Gráfico 3.13 Evolución del margen financiero sobre el activo de cajas y bancos ..	139
Gráfico 3.14 Evolución de las titulizaciones emitidas por cajas y bancos.....	140
Gráfico 3.15 Colaterales empleados en las operaciones con el BCE	141
Gráfico 3.16 Activos hipotecarios titulizados dudosos en función del año de emisión (datos a enero de 2014).....	143
Gráfico 3.17 Evolución del rating de las titulizaciones	147
Gráfico 3.18 Evolución del crédito a las AAPP (millones de euros).....	148
Gráfico 3.19 Evolución de los beneficios consolidados de cajas y bancos (tasa) ...	150
Gráfico 4.1 Evolución del crecimiento crediticio de las cajas (año 2000=100)	170

Gráfico 4.2 Evolución de la tasa de crecimiento crediticio de Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, Caixa Galicia, Caixanova y media del sector	171
Gráfico 4.3 Evolución de la ratio de depósitos sobre créditos.....	172
Gráfico 4.4 Evolución de la ratio de depósitos sobre créditos corrigiendo el efecto de La Caixa en el grupo con mejores resultados	173
Gráfico 4.5 Evolución de la ratio de depósitos sobre crédito dentro del grupo con peores resultados	174
Gráfico 6 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos	175
Gráfico 4.7 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos dentro del grupo con peores resultados	176
Gráfico 4.8 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos descontando el efecto de La Caixa en el grupo con mejores resultados.....	177
Gráfico 4.9 Crecimiento de las oficinas de 1998 a 2009 y porcentaje de oficinas fuera de la Comunidad Autónoma de referencia en 1998 y 2009	178
Gráfico 4.10 Evolución del crédito a las AAPP (millones de euros).....	180
Gráfico 4.11 Evolución del crédito a partidos políticos (miles de euros)	181
Gráfico 4.12 Evolución de la ratio de morosidad de los créditos a partidos políticos	182
Gráfico 4.13 Evolución de la rentabilidad en las cajas de ahorros	183
Gráfico 4.14 Evolución de la rentabilidad en el grupo de cajas con mejores resultados y rentabilidad media del sector	184
Gráfico 4.15 Evolución de la ratio de apalancamiento	185
Gráfico 4.16 Evolución de la ratio de apalancamiento exceptuando Caja Castilla la Mancha y CajaSur del grupo con peores resultados.....	186
Gráfico 4.17 Evolución de la ratio de apalancamiento en Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, Caixa Galicia, Caixanova y media del sector	187
Gráfico 4.18 Evolución de la ratio de morosidad	188

Gráfico 4.19 Peso de los préstamos refinanciados y reestructurados sobre su cartera respectiva (noviembre 2013)	190
Gráfico 4.20 Evolución de la ratio de operaciones financieras sobre beneficios ...	191
Gráfico 4.21 Evolución de la ratio de beneficios de operaciones financieras sobre los beneficios totales.....	192
Gráfico 4.22 Evolución de los resultados de las empresas participadas	193
Gráfico 4.23 Residuos del modelo logit año 2009 (muestra sólo cajas)	209
Gráfico 4.24 Residuos del modelo logit año 2009 (muestra cajas y bancos)	209
Gráfico 4.25 Residuos del modelo probit 2008 (muestra sólo cajas)	210
Gráfico 4.26 Residuos del modelo probit (cajas y bancos)	211
Gráfico 5.1 Composición de la cartera crediticia de	227
Gráfico 2 Provisión anticíclica para crecimiento crediticio anual del 20%.....	229
Gráfico 5.3 Evolución de las provisiones y créditos dudosos de las cajas de ahorros (miles de euros)	230
Gráfico 5.4 Saldo total de créditos dudosos de las cajas de ahorros por actividades productivas (miles de euros).....	230
Gráfico 5.5 Evolución del capital mínimo regulatorio de cajas de ahorros y bancos	246

ÍNDICE DE DIAGRAMAS

Diagrama 1.1 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky	33
Diagrama 1.2 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky con las aportaciones de Wolfson	35
Diagrama 2.1 Organigrama tipo de una caja de ahorros.....	76
Diagrama 2.2 Teoría y principios de la regulación y de los supervisoresFuente: Elaboración propia	102
Diagrama 5.1 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky aplicado al caso de España.....	131

Agradecimientos

Esta tesis ha sido posible gracias a la colaboración de Patricia y Ángel. Espero que esto se refleje a lo largo del texto. Su ayuda queda más que patente en los capítulos 3 y 5. El primero es una versión actualizada de “*The crisis of Spanish savings Banks*” publicado conjuntamente en Cambridge Journal of Economics; mientras que el segundo, nace de la revisión del documento “*Elementos explicativos en la gestación de la crisis de las cajas de ahorros*” presentado en la XV Reunión de Economía Mundial. Además de en la elaboración conjunta de estos trabajos también me han dado ayudado en infinidad de cuestiones que van mucho más allá de las que abarcan la investigación. Con ellos y con Oana y Pablo estoy en deuda por su generosidad, cariño, risas, infinitud de consultas respondidas, clases y reflexiones compartidas, así como con Rafa fuente de sabiduría, buen humor y predisposición a ayudar.

Sin duda también es un buen momento para dar las gracias a Nuria y David quienes me han ayudado en cuestiones tan diversas que van desde clases de estadística a la obtención de becas, así como con Fernando que sin haber trabajado antes aceptó la codirección sin la que esta tesis no podría haber sido presentada.

A P. Clemente, David, P. Chaves, Augusto, Meju y Nico con los que compartí buena parte de mis años de licenciatura en Ciencias Políticas e innumerables buenos momentos. También forman parte de este camino las personas que han participado en los distintos seminarios que hemos ido realizando en el ICEI que de una forma u otra han contribuido a enriquecer mis reflexiones. Así como mis compañeros del Máster en Economía Internacional y Desarrollo Leandro, Manu, Mariu, Lucia, Carlos, Rubén y Davide.

Finalmente recordar a mis profesores durante el Máster en Economía Internacional y Desarrollo. Especialmente a los que ya están camino de la retirada o disfrutando de ella y que me ayudaron especialmente en los comienzos.

Resumen

La crisis de las cajas de ahorros en España: un nuevo episodio de inestabilidad financiera

En menos de una década, el sector de las cajas de ahorros ha pasado de ser considerado como un pilar explicativo del desarrollo económico español y ser presentado como un modelo original, exitoso y alternativo a la banca privada, a personificar uno de los mayores rescates financieros internacionales de la historia. La presente tesis nace de la pretensión de comprender las causas de esta desventura que ha terminado con entidades centenarias, consideradas por muchos una anomalía dentro de la economía de mercado. Para ello llevamos a cabo el análisis de la crisis desde una perspectiva minskyana donde planteamos como objetivos: a) mostrar las claves del aumento de inestabilidad en el sistema financiero español, b) comparar los distintos comportamientos dentro de los dos grandes grupos en que se divide el sistema financiero (cajas y bancos), c) encontrar patrones de crecimiento a nivel de cada caja que sirvan para explicar los resultados de cada entidad y, en base a este análisis, estudiar la idoneidad del proceso de fusiones de las cajas y d) evaluar los retos y carencias de los principales cambios regulatorios en este proceso.

Entre los resultados más relevantes destacan los distintos patrones de acumulación de riesgos observables durante la etapa de crecimiento tanto en cajas de ahorros como en bancos, una descripción minuciosa de las carencias regulatorias al contexto de burbuja inmobiliaria y los diferentes comportamientos de cada una de las cajas durante la etapa expansiva previa a la crisis que explican en gran medida el resultado final.

Encontramos que los peores resultados del conjunto de las cajas de ahorros frente a los bancos es cuestión gradual ya que el conjunto de bancos también ha experimentado severos problemas. Durante la etapa expansiva eran observables las mayores tasas de crecimiento crediticio de las cajas de ahorros y mayor exposición a la burbuja inmobiliaria, junto con otras variables que no tienen que ver con su estructura formal de gobierno sino con su política de gestión.

Principalmente se observa un cambio pronunciado en la estructura de la captación del pasivo de las cajas que dejan de tener un esquema de financiación basada en los depósitos, frente a la necesidad de financiación internacional que gana importancia, unido a mayores tasas de crecimiento crediticio y concentración en los sectores relacionados con la burbuja inmobiliaria.

Existieron fallos en la supervisión en sus distintos niveles (CCAA, Comisión de Control, CNMV, BdE) y los errores en la gestión de las cajas no fueron atendidos. Mientras que los cambios regulatorios, efectuados durante la etapa de auge crediticio, no sirvieron para corregir las debilidades que se acumulaban en los balances de estas entidades.

Por último, existió un comportamiento heterogéneo a nivel de cada entidad que la política de fusiones no tiene en cuenta lo que supuso un problema adicional para la viabilidad del sistema.

Summary

The crisis of the Spanish savings Banks: a new episode of financial instability

In less than a decade, the Spanish savings banks have gone from being hailed as one of the cornerstones of Spanish economic development and a paradigm of an original and successful alternative to private banking, to embodying one of the largest financial bail-outs in history. This dissertation stems from the desire to understand the causes behind this demise, that put an end to many long-standing institutions thought of by many as an anomaly within the market economy. To this extent, we analyse the crisis from a Minskyan perspective where we set forth as our goals:

- a) to identify the key developments that explain the building up of risk in the Spanish financial system before the crisis and
- b) to compare the savings banks behaviour to that of commercial banks
- c) to identify the patterns that characterize the growth of the savings banks, at the individual level, and analyse the adequacy of the post-crisis mergers between the savings banks
- d) to evaluate the main challenges faced by regulators during this process and their response to the growing housing bubble during the decade before the crisis

The main results of the research encompass the identification of the growth strategies followed by the commercial and savings banks in the decade before the crisis, a detailed description of the regulatory failures in the context of an expanding housing bubble and the identification of distinct growth patterns in each savings bank that explain, to a large extent, the fate of each entity.

We find that the more negative results of the savings banks compared to those of commercial banks after the outbreak of the crisis is mainly a matter of magnitude as commercial banks also experimented severe trouble. In the growth years, before

2007, the savings banks expended credit and increased their concentration in the real estate sector to a larger extent than banks and they also changed their liabilities structure by relying much more on international financing than domestic deposits.

The supervision of the savings banks was shared among a number of regulatory bodies belonging to the Spanish Autonomous Communities, the in-house Control Commissions (Comisiones de control), the securities market supervisor (la Comisión Nacional del Mercado de Valores) and the Bank of Spain. The supervisory process was flawed on a series of levels and it did not address the weaknesses in the savings banks risk management. At the same time, the changes in international financial regulation, adopted in Spain before the crisis, do not seem to have provided incentives for reducing the risks that were building up on the savings banks balance sheets.

Finally, when analysing in detail the balance sheets of each savings bank, we detect heterogeneous behaviours that were not taken into account when designing the mergers and that posed additional threats on the system's viability.

PRIMERA PARTE:

CONTEXTUALIZACIÓN, MARCO TEÓRICO, METODOLOGÍA

E HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

Capítulo 1 Marco teórico y objetivos de la investigación

En menos de una década, el sector de las cajas de ahorros ha pasado de ser considerado como un pilar explicativo del desarrollo económico español y ser presentado como un modelo original, exitoso y alternativo¹ a la banca privada, a personificar uno de los mayores rescates financieros internacionales de la historia². Estas entidades despertaban gran interés, al ofrecer un modelo de amplia implantación en el territorio nacional, donde por su naturaleza jurídica quedaba eliminado el dividendo como método de distribución de los beneficios, y estos eran destinados exclusivamente, a fortalecer las reservas y a obra social. El porcentaje de beneficios dedicado a obra social³ supuso la posibilidad de disfrutar, durante varias décadas, de entidades financieras con la característica especial de reinvertir parte de sus beneficios en la sociedad, lo que cimentaba las bases para una redistribución del beneficio, a priori, más amable que la basada en el dividendo accionarial. Sin embargo, en un breve periodo de tiempo, el sector de las cajas de ahorros, ha pasado de ser considerado como un pilar explicativo del desarrollo económico español a ser sinónimo de riesgo sistémico y requerir de un polémico rescate financiero por parte del Estado. El discurso dominante⁴ ha pasado de hablar de cercanía al ciudadano por medio de su extendida red de oficinas, a un exceso de capacidad instalada y sobredimensión del sector; de vinculación con el territorio de origen y con la sociedad, gracias a su estructura de gobierno, se han tornado en entidades demasiado politizadas; de entidades dinámicas con gran

¹ Pueden consultarse los trabajos de Cals (2005), Ontiveros et al. (2006) y Pérez et al. (2007).

² Los datos del FMI (2013) cifran el total de ayudas al sistema financiero español en 246.441 millones de euros que incluyen distintas inyecciones de capital, liquidez y la transferencia de activos deteriorados a la SAREB. Se adjunta un resumen desglosado en el anexo 1.

³ Durante la última década de vida las cajas destinaban, en media, un 25% de sus beneficios a obra social. En 2008 llegaron a destinar 2.031 millones de euros, sólo un 11% menos que la partida del presupuesto del Gobierno destinada a servicios sociales y promoción social.

⁴ Como ejemplos tenemos las intervenciones de J. Caruana (2001) como Gobernador del BdE, G. Gil (2002) como Subgobernador del BdE, o M.A. Fernández (2007) como Gobernador del BdE. Intervenciones que contrastan con el posterior cambio en el tono discursivo que encontramos unos años más tarde en J. Ariztegui (2010) como Subgobernador del BdE, o el propio M.A. Fernández (2010; 2011) todavía como Gobernador del BdE.

capacidad de transformación y jugar un papel clave en la financiación a familias y pymes, a la concentración del negocio en el sector promotor e inmobiliario; de los beneficios para el conjunto de la ciudadanía gracias a su finalidad social, a escándalos sonados como la colocación de preferentes, múltiples casos de corrupción en su administración y la consecuente materialización del riesgo reputacional para el conjunto de cajas. La presente tesis nace de la pretensión de comprender las causas de esta desventura que ha terminado con entidades centenarias, consideradas por muchos una anomalía dentro de la economía de mercado.

Este capítulo lo dedicamos a la búsqueda de un marco teórico que nos sirva de apoyo en la crisis de las cajas en España. Consideramos que cada crisis presenta características únicas que hacen necesario abordarlas desde el estudio empírico particular para llegar a tener un conocimiento completo de cuáles fueron las causas y las consecuencias de su explosión. No obstante, existen elementos de apoyo en la literatura teórica que nos permiten, una vez conocido el medio donde tiene lugar cada episodio de crisis, realizar preguntas necesarias para nuestra investigación.

En primer lugar, recopilamos los principales estudios empíricos sobre crisis bancarias; a continuación, realizamos una clasificación de las aproximaciones teóricas más reconocidas sobre el papel del sistema financiero en la economía de mercado y los problemas a los que se enfrenta; en el tercer punto, presentamos la aproximación de Minsky al estudio de los episodios de inestabilidad financiera que compone el núcleo del marco teórico del que parte nuestra investigación; en el cuarto apartado, exponemos nuestra hipótesis, objetivos y preguntas de la investigación; por último, presentamos la estructura que sigue la presente tesis doctoral.

1.1 Las crisis bancarias en la literatura empírica

Las crisis bancarias han sido una constante durante el desarrollo de las economías capitalistas que lejos de mitigarse se han intensificado en severidad y número, mientras que los plazos entre distintos episodios se han contraído. Desde 2007 la severidad de este fenómeno se ha intensificado notablemente pero ya antes

encontramos episodios de crisis bancarias tanto en un gran número de los países con los sistemas financieros más desarrollados, como en países subdesarrollados, lo que nos indica que entre las principales variables explicativas de las crisis bancarias no se encuentra el nivel de desarrollo de las economías, ni de sus instituciones. Sólo durante la última década del siglo XX se han registrado crisis bancarias en países desarrollados con muy diferentes grados de participación del gobierno en la economía, donde destacan los episodios de Noruega (1987), Japón (1991), Finlandia (1991), EEUU (1991) y Suecia (1991). Como ya hemos advertido, los estudios sobre las crisis financieras concluyen que la frecuencia de este fenómeno tiende a intensificarse y en Europa, durante la primera década del siglo XXI, encontramos crisis bancarias en un gran número de países, en casos como los de España, Irlanda, Islandia y Chipre encontramos escenarios con sistemas bancarios hipertrofiados y burbujas inmobiliarias. A estos países hay que sumar las quiebras, reestructuraciones y recapitalizaciones con ayudas públicas de los bancos de las principales potencias económicas europeas como Reino Unido, Alemania, Bélgica, Italia, Holanda o Francia y de economías más pequeñas como son los casos anteriormente citados o el de Portugal.

Los estudios previos a la crisis internacional de 2007, como el de Bordo et al. (2001) parten de la constatación de los sucesivos episodios de crisis que se vivieron en países de muy diversas características durante la década de los 90 (Sistema Monetario Europeo 1992-1993, Tequila en México 1994-1995, la Crisis Asiática 1997-1998, el episodio de crisis de Brasil 1998-1999, la crisis de Rusia y el episodio del Long Term Capital Management 1998). En su estudio marcan como etapas de referencia la era post Bretton Woods, desde 1972, Bretton Woods (1945-1971), el periodo de entreguerras (1919-1939), y la época del patrón oro (1880-1913) y aunque como episodios de crisis no toman exclusivamente las crisis bancarias (también las crisis monetarias y gemelas) llegan a conclusiones significativas sobre las crisis bancarias. Respecto a los cuatro periodos de referencia, el periodo que registró mayores episodios de crisis bancarias fue en la etapa de entreguerras, en gran parte por el gran número de episodios que se sucedieron durante la Gran Depresión; en segundo lugar, quedaría encuadrada la etapa actual (post Bretton Woods), mientras que la etapa con menor número de

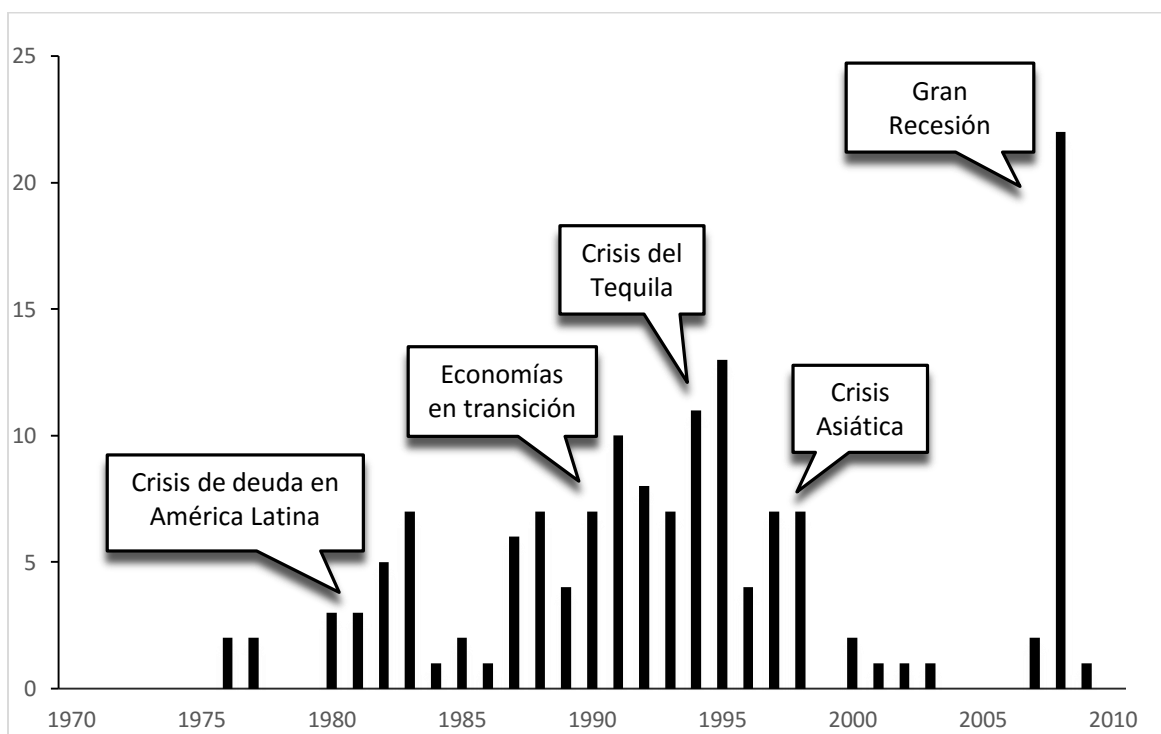
crisis bancarias pertenecería a la era de Bretton Woods. Este menor número de crisis bancarias registradas durante esta época lo achacan a la regulación más estricta en los mercados nacionales e internacionales, durante las dos décadas posteriores a la segunda Guerra Mundial. En cuanto a la frecuencia de las crisis, concluyen que en la etapa posterior a Bretton Woods esta se ha doblado respecto a la etapa anterior. Por último, respecto a la severidad de las crisis, concluyen que, a pesar del mayor número en la actualidad, su severidad no es mayor que en el pasado.

Caprio y Klingebiel (2003) llevan a cabo una recopilación donde incluyen exclusivamente los episodios de crisis bancarias, en el periodo 1970-2003. Recogen 117 episodios de crisis bancarias sistémicas y 51 episodios de crisis bancarias no sistémicas, de los que en los países pertenecientes a la OCDE clasificados como de alto nivel de ingreso tienen lugar 5 episodios sistémicos (España 1977, Noruega 1987, Suecia 1991, Finlandia 1991 y Japón 1992) y 8 episodios no sistémicos (Alemania a finales de los 70; Reino Unido con distintos episodios en 1974, 1980 y 1990; EEUU entre 1984 y 1991 con más de 1.400 cajas de ahorros y 1.300 bancos quebrados; Islandia con episodios de crisis bancarias en 1985 y 1993. Esta lista la completan las crisis bancarias de Nueva Zelanda en 1987, Dinamarca en 1987, Canadá en 1983, Austria en 1989, Italia entre 1990 y 1995, Grecia en 1991 y Francia en 1994). Con este trabajo Caprio y Klingebiel buscan lograr una cuantificación de estos sucesos sin pretender una explicación teórica. Entre las reflexiones que dejan destaca el hecho de que no siempre está claro cuando una crisis bancaria puede darse por terminada, ya que muchas de las dificultades posteriores pueden ser simplemente una continuación de los eventos iniciales, así como las dificultades para establecer una fecha oficial del inicio y cierre de la crisis, cuestión que suele resolverse mediante el consenso de los académicos. Respecto a la dispersión temporal de las crisis constatan que la mayor parte se desarrollaron a partir de la década de los 90 (el 67% de las crisis bancarias sistémicas y el 82% de las no sistémicas).

Posteriormente Laeven y Valencia (2008, 2012) siguen esta línea de investigación en sucesivos estudios donde junto con las crisis bancarias también analizan las crisis de deuda soberana y de divisas. Con el aumento del horizonte temporal

incrementan la cifra hasta 147 crisis bancarias sistémicas entre 1970 y 2011 donde destacan el periodo relativamente tranquilo de los primeros años del siglo XXI que se interrumpe con la mayor ola de crisis bancarias registrada desde la Gran Depresión (gráfico 1.1) y el hecho de que de los 129 episodios de crisis bancarias para los que disponen de datos de crédito, 45 fueron precedidos por un boom crediticio.

Gráfico 1.1 Ciclos de crisis bancarias



Fuente: Laeven y Valencia (2012)

En cuanto a las diferencias de la severidad de las crisis bancarias, Laeven y Valencia encuentran que frente a la tradicional visión que vinculaba a mayores costes económicos a las crisis en los países emergentes, el último episodio de crisis nos muestra que en las economías avanzadas han tenido lugar mayores pérdidas del PIB junto con mayores aumentos de la deuda pública. Laeven y Valencia apuntan a que esta mayor severidad podría tener origen en el mayor tamaño e implementación en las economías avanzadas de los sistemas bancarios, lo que haría que las crisis sistémicas fueran más perjudiciales y se extendieran con mayor facilidad al resto de la economía al colapsarse los principales medios de pago.

Por último, Reinhart y Rogoff (2009) contabilizan 268 episodios de crisis bancarias desde 1800 hasta 2008, verificando de nuevo que estas tienden a acumularse en el último periodo y que las crisis bancarias suelen estar precedidas de fuertes expansiones crediticias y burbujas bursátiles seguidas de bruscas correcciones⁵.

1.2 Las crisis bancarias y financieras en la literatura teórica

A pesar de la recurrencia de las crisis bancarias a lo largo de la historia no existe una teoría compartida que responda a su génesis. Esto se debe en gran parte a la complejidad del fenómeno, la particularidad de las circunstancias que envuelven a cada crisis y que hacen que su estudio sea un hecho exclusivo. Aunque nos encontramos ante un campo abierto es posible trazar algunas características recurrentes como: una expansión crediticia por encima del crecimiento del PIB nominal, burbujas de activos financieros e inmobiliarios, innovación financiera, un clima de euforia entre los inversores, fallos regulatorios, fraudes, comportamientos poco profesionales y fallos flagrantes de supervisión. Con el objetivo de presentar las principales corrientes y autores antes llevaremos a cabo una breve revisión de los enfoques desde el nacimiento de la Macroeconomía hasta lo que será nuestro principal marco de referencia que es la obra de Minsky presentada en el punto 1.3. No pretendemos llevar a cabo una exposición exhaustiva de cada escuela sino exponer sus principales ideas para observar el papel que han otorgado al estudio de las crisis financieras y bancarias.

1.2.1 Keynes y la incertidumbre radical

El desarrollo de la Macroeconomía como área separada de la Ciencia Económica está íntimamente ligado al desarrollo de la contabilidad nacional en los países desarrollados. Durante el mismo periodo tiene lugar la publicación de la Teoría General de Keynes. Gran parte de su pensamiento se desarrolla en un escenario de enormes turbulencias financieras por lo que resulta lógica su preocupación por la comprensión del sector financiero. Su pensamiento ha sido objeto de múltiples

⁵ Concluyen que si se comparan los niveles previos a las crisis con la evolución posterior de los precios los datos muestran caídas de 35% en los precios de la vivienda, 55% en los precios de las acciones, aumento del desempleo en torno al 7%, caída del PIB en torno al 9% y aumento de la deuda pública del 86%.

reinterpretaciones, reelaboraciones y debates que en parte se deben a que las nuevas piezas que propone en la Teoría General no son posibles de integrar en un análisis determinista.

Brue y Grant (2009) caracterizan el pensamiento de Keynes en 5 puntos (énfasis macroeconómico, orientación de la demanda, inestabilidad de la economía, rigidez de salarios y precios, y políticas fiscales y monetarias activas). Dentro de estos para la comprensión de las crisis financieras destacamos el papel central que le da a la inestabilidad de la economía. Frente a la visión clásica donde la utilización de los recursos productivos tiene lugar en un entorno en el que las expectativas sobre el futuro están dadas por lo que se pueden calcular y los riesgos son susceptibles de cálculos por los agentes, Keynes (1937) considera que el conocimiento del futuro es radicalmente⁶ incierto u considera que *“La teoría ortodoxa supone que tenemos un conocimiento del futuro de una naturaleza muy distinta a la que en realidad poseemos [...] La hipótesis de un futuro calculable conduce a una interpretación incorrecta de los principios de comportamiento que la necesidad de la acción nos obliga a adoptar, y a una subestimación de los factores escondidos de la duda absoluta, la precariedad, la esperanza y el miedo.”* Las unidades económicas tienen que tomar decisiones con una información mucho más precaria a la que el pensamiento ortodoxo plantea por lo que adoptan una serie de técnicas que simulan una pretendida racionalidad, Keynes destaca que:

(i) Elaboramos predicciones en base al presente como guía del futuro en lugar de un examen en base a la experiencia pasada. En otras palabras, cuando no sabemos nada sobre el futuro, le damos un peso grande a la situación actual.

⁶ *“Cuando hablo de conocimiento “incierto”, permítanme explicarlo, no me refiero simplemente a distinguir lo que se sabe con certeza de lo que es sólo probable. El juego de la ruleta no está sujeto, en este sentido, a la incertidumbre, así como tampoco lo está la probabilidad de cobrar un “bono de la victoria”. Asimismo, la expectativa de vida es sólo ligeramente incierta. Incluso el clima es sólo medianamente incierto. El sentido en el que estoy usando el término es aquel en el cual la ocurrencia de una guerra europea es incierta, o el precio del cobre y la tasa de interés de aquí a veinte años, o la obsolescencia de un nuevo invento, o la posición de los dueños privados de la riqueza en el sistema social en 1970 son inciertos. En relación con estos asuntos, no existe una base científica sobre la que pueda formularse ninguna probabilidad calculable. Simplemente no sabemos.”* (Keynes 1937)

(ii) Suponemos que el estado actual de opinión expresado en los precios y en los niveles de producción se basa en una correcta recapitulación de las perspectivas futuras y esto lo aceptamos hasta que algo nuevo y relevante entra en escena.

(iii) Como sabemos que nuestro conocimiento es muy defectuoso, tendemos a descansar en el juicio de los demás, a los que suponemos mejor informados. Tendemos a adaptarnos a la conducta de la mayoría. Este “juicio convencional” se convierte en la psicología de una sociedad donde cada miembro está esforzándose por imitar a los demás.

Keynes considera que las expectativas del futuro en base a estos fundamentos son débiles por lo que existirán cambios repentinos y violentos en base a los que se reconstruirá el juicio convencional que traerán como consecuencia repentinas fluctuaciones de opinión en tiempos anómalos. Desde esta lectura psicológica resulta lógico que en los mercados existan oleadas de optimismo y pesimismo recurrentes.

Respecto al manejo de las crisis considera que la política económica juega un papel transcendental. En su visión los ciclos económicos, aunque inevitables dentro de una economía capitalista son regulables para lo que se necesita de una política activa por parte del Estado en los tiempos recesivos que estimule el gasto privado. Tanto en su época como posteriormente existieron múltiples cuestionamientos a sus planteamientos que generalmente se asentaban en el temor a aumentos de la deuda y a posibles tensiones inflacionistas. Como señala Krugman (1994) no fue hasta la Segunda Guerra Mundial cuando la Gran Depresión finalizó⁷.

La originalidad de la obra de Keynes influirá en numerosos autores y corrientes de pensamiento. Krugman (2008) destaca su aportación en un contexto donde: *“La historia del pensamiento económico en el siglo XX es algo parecida a la del cristianismo en el siglo XVI. Hasta que John Maynard Keynes publicó su Teoría General del empleo, el interés y el dinero en 1936, la ciencia económica estaba dominada por la ortodoxia del libre mercado. De vez en cuando surgían herejías, pero siempre se suprimían. La economía clásica, escribió Keynes en 1936, “conquistó*

⁷ “[...] la Depresión fue finalizada por la única clase de trabajo público que hasta los conservadores están dispuestos a apoyar: la guerra” Krugman (1994)

Inglaterra tan completamente como la Santa Inquisición conquistó España". Y la economía clásica decía que la respuesta a casi todos los problemas era dejar en libertad a las fuerzas de la oferta y la demanda." No obstante, con el paso del tiempo y el desarrollo de teorías antagónicas la aportación de Keynes quedará relegada como se observa en el diseño de políticas económicas y en los planes de estudio de las universidades de los países desarrollados.

1.2.2 La síntesis neoclásica

La síntesis neoclásica nace como un intento de unir la visión de Keynes con los clásicos y entre los años cincuenta a setenta logra un amplio consenso dentro de los círculos académicos. El estudio de las crisis bancarias y financieras no encuentra un papel relevante en sus desarrollos que se centran en la interacción de grandes agregados derivados del modelo IS-LM de Hansen y Hicks. Esta ausencia del estudio de las crisis financieras y bancarias puede deberse a que se construye durante un periodo de relativa tranquilidad donde los sistemas financieros de los países industrializados presentaban mayor grado de regulación (control de capitales, control de tipos de interés y control de tipo de cambio) a la vez que las economías occidentales registraban tasas de crecimiento sin precedentes.

Bajo este enfoque se vuelve a la visión clásica a la que se trata de integrar algunas de las ideas keynesianas en el análisis del corto plazo, pero el esquema vuelve a ser de equilibrio general de oferta y demanda con precios y salarios flexibles en el que gobiernan los mercados y se atribuyen los problemas de equilibrio a la rigidez de los precios. La dimensión financiera de este modelo se reduce a una ecuación donde el tipo de interés se determina por la igualdad de la oferta y la demanda de dinero por lo que encontramos que el papel del sistema financiero queda muy diluido a la vez que las principales aportaciones de Keynes desaparecen y con ello la visión de un capitalismo con inestabilidad y perturbaciones de los sistemas financieros.

La síntesis neoclásica recibió múltiples críticas llegando a ser calificado de keynesianismo bastardo⁸. En opinión de *Garrido (2011)* "[...] la palabra síntesis se

⁸ Robinson (1962)

puso para aparentar concesiones y acuerdos mutuos, siendo la concesión neoclásica el reconocer que el desempleo y la subutilización de recursos productivos que aparecían en la vida real se debían a ciertas “imperfecciones”, las más notables la rigidez de los salarios a la baja (que Keynes nunca supuso) o la trampa de liquidez (que sí, pero dándola poca relevancia). Como todas las imperfecciones, desde luego, desaparecerían a largo plazo (donde la teoría neoclásica recobra todo su vigor), pero, mientras tanto, las políticas keynesianas de demanda podrían ser útiles.”

En Galindo (2003) se recogen las principales críticas que recibió este intento de síntesis entre el pensamiento neoclásico y el keynesiano donde destacan:

1. El diseño de un modelo estático (IS-LM) para el análisis de la economía que elimina la variable tiempo. En éste la economía tiende al equilibrio cuando debería ser considerado como un caso muy particular de todos los posibles por lo que se elimina la incertidumbre y se restaura un régimen de certeza.
2. La eliminación de las instituciones por lo que se pierden las relaciones de estas con agentes económicos que en múltiples ocasiones pueden ser transformadoras y determinantes.
3. El uso de axiomas como competencia perfecta y movilidad de factores no pueden llevar a conclusiones válidas. Se eliminan escenarios que se encuentran en la realidad económica recurrentemente como monopolios, oligopolios que terminan afectando a los precios.

A pesar de las críticas recibidas este enfoque perduró hasta que el periodo de crecimiento se interrumpió y tuvo lugar la primera crisis del petróleo en un contexto de estanflación donde la síntesis neoclásica cae en descredito.

1.2.3 El Monetarismo

Por otro lado, casi al mismo tiempo que se desarrollaba la escuela de pensamiento keynesiana desde la Universidad de Chicago surge el monetarismo donde encontramos como figura teórica de referencia a Milton Friedman y como realización política los gobiernos de Thatcher y Reagan. El pensamiento de Friedman torna en base al estudio del comportamiento de los consumidores y la inflación, la política económica y de la doctrina del libre mercado. Cuestiona las

decisiones de los bancos centrales en materia de política monetaria a quienes considera como principales responsables de las crisis. Como expresa Krugman (1994) desde el monetarismo se ataca a la utilización de la política fiscal y monetaria para suavizar los ciclos y las considera intervenciones dañinas que incrementaban la inestabilidad, por lo que propone establecer la política monetaria mediante la adopción de reglas fijas de que busquen un alto control de la inflación. La influencia de este enfoque llevó a que tanto el Banco de Inglaterra como la Reserva Federal adoptaron una política monetarista desde finales de la década de 1970 que terminarían abandonando por sus malos resultados.

Galindo (2003) recoge algunas ideas comunes en los trabajos de los autores de esta corriente donde destaca:

1. Un enfrentamiento frontal con la visión keynesiana al considerar que sus objetivos de pleno empleo llevan a episodios recurrentes de fuertes tensiones inflacionistas.
2. La necesidad de establecer una política monetaria en base a medidas mecánicas ya que suponen que los cambios discrecionales son una fuente de perturbaciones y perjudican en lugar de ayudar a la economía.
3. La visión del sector privado como estable y eficiente por lo que no necesita de políticas estabilizadoras a las que consideran perjudiciales y distorsionadoras, ya que los problemas podrán ser eliminados por el desarrollo de la propia actividad privada.
4. Una visión negativa de los impuestos en base a que detraen recursos al sector privado para invertir con lo que se perjudica al crecimiento, a lo que se añade una visión del gasto público ineficiente.

En su obra Friedman (1968) defiende que la cantidad de dinero es un factor determinante para la economía y recomienda objetivos estrictos en política monetaria para hacer cumplir el papel neutral del dinero ya que el nivel general de precios variaría con la cantidad de dinero. Las teorizaciones de esta escuela han sido contestadas por numerosos autores con críticas tanto a nivel teórico como de costes sociales. entre estas destacamos las críticas de Minsky (1963), Tobin (1972,

1981), o Kaldor (1970; 1982). Minsky discrepaba con los monetaristas acerca de la importancia del dinero y la naturaleza del mecanismo de transmisión existente entre los intercambios monetarios y la economía real. Consideraba que una crisis podía tener lugar incluso en ausencia de un deterioro de la oferta de dinero y que era necesario que el estudio de los fenómenos monetarios y los ciclos económicos integrara variables y ecuaciones que fueran más allá de representar el stock de dinero y comenzaran a tener en cuenta la estructura de los activos de las unidades económicas. Respecto a la relación entre cantidad de dinero y producción consideraba que la relación era inversa a la que se proponía desde el monetarismo y que los cambios observados en las grandes recesiones eran resultado del comportamiento de los agentes (empresas) y cuyas decisiones de posponer nuevas inversiones llevaban a que la cantidad de dinero disminuyese en la economía. Algunas de estas críticas son compartidas por Tobin que también pone en duda que un sistema con diferentes activos pueda llevarse al nivel de reducción propuesto desde el monetarismo y sostiene que, aunque el tipo de interés es un componente importante de los factores explicativos de las inversiones de capital no existe una relación directa y única entre ésta y la inversión. Por lo que, aunque conozcamos el tipo de interés o la tasa de crecimiento de la oferta monetaria no es posible llevar a cabo inferencia con éxito sobre el efecto de la política monetaria en la producción o el desempleo. En el plano social Kaldor afirmaba que las políticas monetaristas habían servido para provocar un severo e innecesario daño, mientras que en el teórico consideraba que los monetaristas no habían logrado demostrar la relación causal entre variaciones de dinero, producción y empleo y que los instrumentos de la política monetaria empleados por Reino Unido y EEUU no tenían la capacidad de asegurar la expansión sostenida a la que Friedman aspiraba.

1.2.4 La Nueva Macroeconomía Clásica

En el contexto de estanflación de los 70, nace la Nueva Macroeconomía Clásica (NMC). Sus pilares teóricos se apoyan en la hipótesis de las expectativas racionales originaria de Muth (1961), el desarrollo de Lucas (1972), el modelo de equilibrio walrasiano y un amplio despliegue matemático de modelos de equilibrio general

estocástico. Al contrario que enfoques expuestos como el de la síntesis neoclásica o el monetarismo, la NMC se desarrolló en un contexto de fuertes turbulencias con crisis financieras y bancarias recurrentes, como se recoge en el gráfico XX de Laeven y Valencia, por lo que sorprende el escaso interés por construir explicaciones a estas, más aún si tenemos en cuenta el apoyo de este paradigma al proceso de políticas a favor de la desregulación de los mercados financieros. Sin embargo, el papel de los bancos está ausente en sus modelizaciones.

En cuanto a sus preceptos, la hipótesis de las expectativas racionales supone que los individuos conocen el verdadero modelo de la economía y utilizan toda la información disponible en la formación de sus expectativas y las desviaciones de los agentes son errores de tipo ruido blanco. Se asume que todos los recursos son empleados y asignados de forma Pareto-eficiente. La aplicación del paradigma de las expectativas racionales en el campo de los mercados financieros trajo consigo la hipótesis de los mercados eficientes de Fama (1970) que afirma que un mercado en el cual los precios reflejan plenamente la información disponible es eficiente y que los inversores serán capaces de determinar el valor intrínseco de la acción, expresión del valor actual de los flujos de caja futuros que el propietario de la acción recibirá. Se rechaza el potencial papel estabilizador del Estado en la economía (Lucas 1972, 1973) ya que, con flexibilidad de precios, mercados competitivos y expectativas racionales, la economía tiende al pleno empleo de manera automática siendo innecesaria la intervención de la política económica porque solo agrava los ciclos económicos. En la misma línea se expresan Sargent y Wallace (1975, 1976) que plantean la ineficiencia de la política monetaria y argumentan que los individuos serán capaces de predecir los efectos de la política económica, dado que tienen expectativas racionales tomarán también en consideración la política monetaria de las autoridades a la hora de formar sus expectativas adelantándose a esta y dejándola sin efecto⁹. Reder (1982) destaca la proximidad de este enfoque con el monetarismo en cuanto al manejo de la política económica debido a que sus prescripciones monetarias tienen como principio la

⁹ El ejemplo clásico para expresar esta opinión es que si el gobierno quiere llevar a cabo una política expansiva mediante deuda pública, los individuos serán capaces de prever el aumento de los tipos de interés e impuestos provocados por la deuda, y restringirán su función de consumo, anulando así los efectos de la política expansiva.

crítica las políticas de los bancos centrales que perjudican la estabilidad de los precios.

Ya en el último cuarto del siglo XX existen aproximaciones que ante la evidencia de los procesos de burbujas y crisis tratan modelizar las burbujas financieras y retiradas de depósitos bajo un esquema de expectativas racionales. Flood y Garber (1982) parten de la idea aceptada por este enfoque de que los agentes pueden anticipar los precios en base a un conjunto de información que incluye el conocimiento del modelo económico que subyace al proceso. La tasa esperada de los cambios en los precios del mercado influirá en el precio de mercado actual, como resulta normal en los mercados de activos financieros, por lo que puede no existir una expresión única de las expectativas de los agentes que conduzca al equilibrio del precio de mercado y un proceso de burbuja sería posible. Dado que en este enfoque los agentes no cometen errores de predicción sistemáticamente, una relación positiva entre el precio y su tasa de cambio esperada implicaría una relación similar entre el precio y su tasa real de cambio. En estas condiciones sería cuando las expectativas pueden hacer que los precios se separen de los fundamentales. Bajo este esquema, los activos de la burbuja incorporarían una tasa de retorno cada vez mayor respecto a la de los activos libres de riesgo, donde la mayor probabilidad de un pinchazo según se desarrolla la burbuja lleva a que el precio aumente exponencialmente para compensar el aumento de la inminente probabilidad de caída y el mayor riesgo de la tenencia del activo. Salent y Henderson (1978) y Flood y Garber (1982) utilizan un esquema de precios fijos que se aplica a los depósitos en los bancos. Si existen agentes que perciben este esquema de precios como temporal y sus expectativas son de que aumenten se producirá una retirada de depósitos, si esto lleva a que los depositantes teman una pérdida se agotarán las reservas mediante una retirada masiva. En general la literatura teórica ortodoxa sobre crisis financieras, desde finales de los 80, tiende a centrarse en los pánicos bancarios¹⁰, ya que se considera esta la principal vía de

¹⁰ En esta línea de investigación teórica sobre los pánicos bancarios destacan los estudios de Bryant (1980) y Diamond y Dybvig (1983) y los desarrollos posteriores que se elaboran sobre su modelo de pánicos bancarios. Dentro de los desarrollos teóricos que describen las crisis bancarias como resultados de malos fundamentales pueden consultarse los estudios de Jacklin y Bhattacharya (1988), Chari y Jagannathan (1988) y Allen y Gale (1998).

propagación de las crisis bancarias por los problemas que se derivan de la desviación de los fundamentales y el riesgo de plazo al que están expuestas las entidades bancarias, por las distintas estructuras entre los plazos de vencimiento de activos y pasivos.

En general las crisis financieras son vistas como desviaciones que tienen lugar principalmente por tipos de interés artificialmente bajos, u otras distorsiones en la información que reciben los agentes. Consideran como axioma que el papel de las instituciones es negativo y se conciben como una interferencia en el funcionamiento normal del mercado. Esta visión ha sido contestada desde otras corrientes que critican la validez de esta aproximación a la economía que se presenta carente de componentes esenciales para comprender el desarrollo de una crisis financiera como son la dimensión temporal, los cambios históricos, la incertidumbre, la regulación, las instituciones, los potenciales peligros de los procesos de innovación financiera y en último extremo los propios bancos.

Su tesis de los mercados eficientes influye sobre el proceso de desarrollo de los mercados financieros que tiene lugar durante el siglo XX sobre el que mantienen una visión optimista del. Levine (1977) y Rajan y Zingales (1998) consideran existe un círculo virtuoso entre desarrollo financiero, eficiencia y crecimiento que se apoya en el desarrollo de las instituciones financieras y mercados más sofisticados. En su esquema conciben el papel de los mercados financieros como intermediarios que permiten una transmisión más eficiente de los recursos de los ahorradores hacia las mejores oportunidades de inversión y ofrecen la posibilidad de una mejor distribución de riesgos, por lo que afirman que la innovación financiera es una herramienta útil a incentivar para conseguir mayor estabilidad. Argumento que ha sido rebatida por numerosos autores, especialmente desde la crisis subprime y refutado por la realidad. Sin embargo, este cuerpo teórico pese a las múltiples críticas recibidas ha resultado clave para la construcción de una regulación financiera a favor del mercado¹¹, favorecer la innovación financiera y la

¹¹ Una prueba de dicho tipo de regulación fue la inclusión de los modelos de IRB avanzados para riesgo crédito de Basilea II donde se permite que sean las propias entidades financieras las que

reducción del papel del Estado en la economía y tras el Consenso de Washington llega a convertirse en el paradigma dominante en los principales Bancos Centrales de los países desarrollados. La crisis financiera de 2007 no ha dejado inoperante esta vía y se defiende como vía a perfeccionar, en trabajos publicados desde los servicios de investigación de reguladores nacionales como es el caso del BdE¹². Por otro lado, existen autores como Wolf (2012) que tras defender posiciones ortodoxas han aceptado la incapacidad de este enfoque para explicar satisfactoriamente un proceso de crisis como el que tiene lugar a nivel internacional y para entender y organizar la realidad económica *“Before the crisis, the orthodox view was that it would be if one had a competitive economy and a central bank that anchored inflation expectations. Events have disproved this view. The late Hyman Minsky, in his masterpiece, Stabilizing an Unstable Economy, provided incomparably the best account of why this theory is wrong.”* En esta misma línea encontramos a Turner (2015) quien expone que el enfoque teórico dominante no sólo no vio venir la crisis, sino que contribuyó a ella.

1.2.5 Información asimétrica y selección adversa en los mercados de crédito

Una rama alternativa de estudios que comienza a incluir las fricciones en el mercado de crédito, lo encontramos en el desarrollo modelos con información asimétrica, riesgo moral y selección adversa. Aquí destaca la aportación de Stiglitz y Weiss (1981) que proporcionan un modelo teórico de referencia donde la reacción sobreprotectora de los bancos ante los malos resultados aumenta el

estimen los parámetros para el cálculo de sus requerimientos mínimos de capital por riesgo de crédito.

¹² Como ejemplo el estudio titulado “El nuevo reto en Macroeconomía: La modelización y medición de las expectativas de Bover, Jimeno y Marcet (2013) donde se trata la inclusión de expectativas con racionalidad limitada y aprendizaje en una nueva generación de trabajos que introducen actores con expectativas diversas en modelos que podrían dar lugar a que los precios se desviasen de sus fundamentales. En estos casos podría ser necesaria una intervención directa de las autoridades económicas para contener los precios de los activos como se apunta en Branch y Evans (2011) y Adam, Marcet y Nicolini (2011), donde se argumenta que la política económica tiene cabida para incidir sobre las expectativas de los compradores marginales en el caso de que se esté generando una burbuja. Se acepta a la hora de evaluar cualquier medida de política económica que, bajo el enfoque de expectativas con racionalidad limitada y aprendizaje, las expectativas se adaptan lentamente por lo que la política monetaria debe responder con mayor intensidad a las variaciones en la inflación que bajo las expectativas racionales, donde los agentes incluían esta información a la hora de formar sus expectativas dejándola sin efecto como se recoge en Hommes (2013) y Eusepi y Preston (2013).

precio del crédito y puede llegar a secar el mercado crediticio. Su esquema sugiere que el aumento de los costes vía crédito sin un aumento en el valor de los proyectos puede llevar a que los prestatarios disminuyan sus probabilidades de poder hacer frente a los pagos, mientras que los altos tipos de interés pueden hacer que sólo los prestatarios con proyectos más arriesgados, y por tanto con mayor probabilidad de default, estén dispuestos a solicitar nuevo crédito. Por ello, los bancos tenderán a racionar el crédito, lo que en la visión clásica del papel del sistema financiero supondrá una disfunción en su función de intermediación que puede conducir a una crisis financiera. Este racionamiento del crédito puede surgir debido a la selección adversa, al riesgo moral, o a ambos.

La relevancia de estas aportaciones se debe a que los problemas derivados de información asimétrica, riesgo moral y escenarios de selección adversa son una constante que aparece en todas las crisis bancarias y al modelizarlas Stiglitz y Weiss abren una brecha respecto a los modelos anteriores que supuso una evolución en el estudio de las crisis abriendo el campo a nuevas aportaciones que cuestionan el papel de hegemónico de las expectativas racionales y se introducen conceptos que anteriormente permanecían fuera del análisis. El desarrollo de esta vía llevará a tener en cuenta la posibilidad de escenarios de sobreendeudamiento¹³ y un intento incipiente de introducir el papel que juegan los bancos en los modelos macroeconómicos¹⁴.

1.2.6 Postkeynesianos

Bajo el nombre de economistas postkeynesianos se agrupa un conjunto heterogéneo de economistas influenciados por la obra de Keynes que comparten su escepticismo sobre el funcionamiento de los mercados y sus virtudes intrínsecas para llevar la economía al pleno empleo, así como de la utilidad de los

¹³ Es el caso del desarrollo teórico de Allen y Gale (2000a) que explora la posibilidad de que cuando se produce un choque y el estallido de una burbuja se seque el mercado de crédito y Bebchuk y Goldstein (2011) y Benmelech y Bergman (2012) que estudian las externalidades de una congelación del crédito, y discuten las respuestas políticas gubernamentales óptimas para hacer frente a esta situación.

¹⁴ Pueden consultarse los trabajos de Gertler y Kiyotaki (2011) o Rampini y Viswanathan (2011), que, a la luz de los hechos de la última crisis, añaden un sector financiero intermediario en su modelización de la economía.

análisis de competencia perfecta como punto de partida y movilidad de factores descritos en la síntesis neoclásica. Desde esta escuela se comparte la necesidad de estimular la economía para alcanzar situaciones de pleno empleo e incluir el papel del tiempo y de la incertidumbre en la toma de decisiones. Por ello rechazan tanto la teoría clásica, como las versiones de la teoría keynesiana de equilibrio general ISLM. El grupo de autores que se encuadra en esta escuela es heterogéneo, pero en síntesis es posible decir que se propone un enfoque de la economía como un proceso histórico, otorgando un papel central a las expectativas, la incertidumbre, la inversión como variable determinante de las variaciones de producción y del empleo, la importancia del papel de las instituciones para modular los ciclos en la economía y la integración del dinero en el análisis, así como el reconocimiento del papel que tienen los acontecimientos económicos y los objetivos políticos en la economía. En esta rama se incluyen autores como Kaldor, Kalecki, Crotty, Davidson, Lavoie o Minsky. Acotaremos nuestra revisión a un área muy específica de distintos investigadores que inspirados en la obra de Minsky han tratado de modelar la dinámica económica en interacción con la inestabilidad generada por unos mercados financieros sofisticados propios del capitalismo moderno.

Existe una primera oleada de estudios entre los que destacan los trabajos de Taylor y O'Connell (1985) que frente a otros enfoques deterministas concluyen que, con mercados de activos financieros sensibles, una crisis financiera siempre debe ser considerada como una posibilidad real, en lugar de una tendencia innata del sistema al equilibrio. Jarsulic (1989) destaca la importancia de la oferta monetaria como factor endógeno para entender las economías capitalistas, así como los potenciales problemas derivados de la interacción entre capitalismo industrial y financiero y la necesidad de metas de política económica orientadas a contener la inestabilidad inherente al sistema capitalista. Keen (1995) lleva a cabo una modelización de la teoría de Minsky. En su modelo incluye la tendencia inherente del capitalismo a que los agentes se endeuden en base a expectativas eufóricas, la importancia de la deuda a largo plazo, el papel desestabilizante de la desigualdad en los ingresos y el potencial papel estabilizador del gobierno. Estudia la formalización de burbujas que no son problemáticas para la economía en sus inicios, pero que pasan a ser fuerzas desestabilizadoras en un escenario de

sobreendeudamiento. En su planteamiento, cuando el pinchazo de la burbuja coincide con un periodo de alto apalancamiento tiene como consecuencia el incremento de la desigualdad en la renta entre trabajadores y capitalistas, lo que conduce a un periodo de inestabilidad y colapso. Keen concluye advirtiendo que las dinámicas caóticas descritas en su trabajo deben servir como advertencia en contra de aceptar un período de relativa tranquilidad en una economía capitalista como algo más que un momento de calma nada antes de la tormenta.

En estudios más recientes como el de Nasica y Raybaut (2004) se trata de introducir el comportamiento de las instituciones públicas en la modelización considerando el papel del gobierno a través de su política presupuestaria y de los bancos centrales y su papel de prestamistas de última instancia. Concluyen desde una visión keynesiana que la economía es inestable cuando la política presupuestaria no es muy sensible a las variaciones en la inversión privada, mientras que cuando existen déficits contracíclicos suficientemente flexibles la economía se estabiliza, ya que estos actúan en defensa de la demanda agregada estableciendo un límite inferior a los beneficios para que la inversión pueda continuar. Por lo que, una política de estabilización eficiente requeriría la implementación de una estructura institucional que permita grandes déficits en periodos de crisis económicas dejando los superávits y los recortes de déficits para los periodos de expansión sostenida. Charles (2008) trata de modelizar la economía capitalista partiendo de la premisa de que el equilibrio es una situación excepcional entre todas las posibles. Considera endógenas la tasa de retorno y el nivel de deuda, y explora las condiciones de equilibrios múltiples mostrando la posibilidad de inestabilidad financiera, tras aumentos en la tasa de interés o como resultado de políticas de dividendos poco prudentes por parte de las empresas. En su modelización cuando se parte de una tasa de interés alta, una disminución de la tasa de retorno lleva al sistema a una situación de fragilidad. En dicho caso, incluso pequeñas sacudidas pueden transformar una economía estable en una inestable generando una crisis financiera con aumento ratios de deuda y sus consecuencias negativas sobre las tasas de acumulación y la capacidad utilización. Finalmente, Ryoo (2010) presenta un modelo macroeconómico en el que la fragilidad financiera en empresas y hogares se desarrolla de forma endógena a través de la

interacción entre los sectores real y financiero en una economía cerrada. En su modelización los cambios en las prácticas financieras de empresas y hogares producen ondas largas que se caracterizan por la alternancia de crisis periódicas seguidas de procesos de expansión económica.

Como se ha visto, en la literatura, existen múltiples intentos de llevar una modelización del esquema minskyano. En nuestra investigación nos apoyaremos en el esquema cualitativo original de Minsky que presentaremos en el punto 1.3. Posteriormente, lo adaptaremos en como guía en el capítulo 3 llevando a cabo una modelización teórica sobre el efecto de la dinámica de la burbuja en el margen financiero de las cajas.

1.2.7 La economía conductual

La economía conductual tiene su germen la década de los 60 cuando los psicólogos comienzan a examinar el proceso de decisiones. A pesar de la proliferación de estudios no se ha formado un paradigma unificado y lo que existe es una gama de modelos¹⁵ que se centran en diferentes puntos específicos. Se nombra como pioneras las aportaciones de Kahneman y Tversky (1971, 1974, 1979) con sus modelos cognitivos de toma de decisiones bajo riesgo e incertidumbre. En estos trabajos muestran que las personas tienen un comportamiento que difiere¹⁶ con el propuesto por el enfoque de las expectativas y que opera un concepto del azar erróneo a la hora de tomar decisiones, tanto en personas con formación estadística, como en las que careen de ella. Encontramos un nuevo enfoque interdisciplinar donde participan psicólogos, sociólogos y economistas con el objetivo es conocer la influencia de psicología y la sociología en el comportamiento de los agentes que participan en el mercado. Frente a las ideas centrales de la ortodoxia económica como la hipótesis de los mercados eficientes y la maximización de la utilidad de los inversores racionales, la economía conductual

¹⁵ En Baker y Nofsinger (2010) se puede encontrar una recopilación de las cuatro principales áreas de estudio de la economía conductual: la rama de la heurística; la de la contextualización de la toma de decisiones; la emocional; y la de las ineficiencias del mercado.

¹⁶ En los múltiples experimentos para estudiar el comportamiento a la hora de tomar decisiones con riesgo observan que donde la teoría de la utilidad esperada predice que los individuos deben mantener su decisión ésta varía en función de cómo se presenten los problemas.

propone un nuevo enfoque para acercarse a los acontecimientos mediante la combinación del estudio del comportamiento y la investigación cognitiva en la toma de decisiones con incertidumbre. Se considera que la eficiencia del mercado, sobre la que pivota gran parte de la teoría convencional, solamente surge como un caso especial y su materialización es extremadamente poco probable que tenga lugar en circunstancias verosímiles (Shleifer 2000). Gran parte de su desarrollo se nutre del conocimiento de primera mano con encuestas y experimentos controlados como método para comprender las razones de las decisiones económicas. En este sentido Una muestra de las distintas conductas en grupos de individuos a la hora de tomar riesgos se recoge en la revisión de literatura de Ricciardi (2008) donde recoge que en función de: a) edad, b) género, c) nivel de educación, d) estado civil y e) conocimiento financiero, los individuos están dispuestos a asumir distintos niveles de riesgos.

Respecto a las burbujas financieras encontramos a Shiller (2005, 2012) que influenciado por la lectura de Minsky se apoya en los avances de la economía conductual para estudiar este fenómeno. En su análisis encontramos un marco donde el exceso de confianza y las decisiones de inversión mediante razonamientos intuitivos que contradicen la teoría de los mercados eficientes. Estos fenómenos se retroalimentan en un esquema donde introduce a los medios de comunicación que juegan un papel central en la expansión de la percepción de la buena situación económica en la fase de auge de la burbuja.

1.2.8 El enfoque de la financiarización

Dentro del grupo de enfoques alternativos, encontramos el de la financiarización que teoriza sobre el creciente dominio de los mercados financieros ejercen sobre la dinámica económica desde finales de la década de 1970. Aunque no existe una definición comúnmente aceptada, es frecuente nombrar como pionera la aportación de Magdoff y Sweezy (1972), así como señalar una serie de elementos que se repiten en el pensamiento de esta escuela¹⁷. En primer lugar, la desconexión

¹⁷ Pueden consultarse los trabajos de Chesnais y Plihon (2003), Duménil y Lévy (2004), Stockhammer (2004), Crotty (2005), Krippner (2005), Epstein (2005), Orhangazi (2008), Lapavistas (2009) y Bellamy (2010).

entre lo que denominan esfera real y la esfera financiera, dominando la segunda a la primera de forma parasitaria. En segundo lugar, el auge del capital ficticio¹⁸ que lleva a ganancias de capital especulativas de entidades sobreapalancadas sin base en la acumulación real mediante acciones y títulos financieros, mientras que al mismo tiempo se dan dificultades en la esfera de la producción con un crecimiento débil de la productividad y menores tasas de rentabilidad. Por último, el papel clave que suponen los procesos de innovación financiera en la dinámica de acumulación cuyo efecto dista del pregonado desde la visión de los mercados eficientes y lejos de completar el mercado y ofrecer nuevas alternativas para que proliferen la estabilidad financiera son una nueva fuente de riesgos.

A pesar de compartir este último punto, no seguimos esta vía de investigación. En primer lugar, la forma de propiedad de las cajas hacía que estas entidades carecieran de acciones negociadas en los mercados financieros, lo que imposibilita una gestión en base a la revalorización de sus acciones. En segundo lugar, consideramos que en el desarrollo de la crisis de las cajas existe un fuerte vínculo entre esfera productiva y financiera debido a que el crédito era destinado principalmente al desarrollo de actividades productivas en un esquema donde tanto el crédito hipotecario, como el crédito destinado a empresas constructoras e inmobiliarias jugó un papel clave en un entorno macroeconómico donde descendieron las tasas de desempleo y aumentaba la importancia de la construcción y sus ramificaciones en el resto de industrias auxiliares. Por otro lado, los mayores rendimientos bursátiles registrados por el Ibex 35 tenían lugar en un contexto donde los beneficios de las empresas cotizadas eran los mayores de su historia, en parte gracias a su proceso de internacionalización en América Latina por lo que encontramos más probable que tuvieran lugar fenómenos relacionados con excesos de confianza y sobreinversión como los que describe la economía

¹⁸ Los capitalistas de capital ficticio se definen en Martínez (2007) como aquellos que “*tienen títulos de propiedad sobre alguna empresa que sí reproduce la riqueza de una sociedad. Sin embargo, no han sido los sujetos que aportaron los fondos iniciales para comenzar la propiedad productiva, y aunque dotan de liquidez a las empresas no están ligados a ellas más que de una forma especulativa. Sus intereses no están vinculados a los intereses a medio plazo de la empresa, es decir, un posible proceso de inversión que amortice en varios años puede ser contraproducente con los intereses de este tipo de capitalistas. Un ejemplo son los fondos de inversión: entidades con una lógica de maximización de la rentabilidad en todo activo financiero y que se desentienden del destino final de la empresa en la que se mantiene la propiedad (a menudo de forma muy breve).*”

conductual. Esta situación se reforzaría por los efectos, aparentemente positivos a corto plazo, derivados del apalancamiento mutuo de bancos y empresas. Por último, en relación con las innovaciones financieras, resulta interesante señalar que las entidades financieras que operaban en España, no participaron en el circuito de las hipotecas subprime de EEUU, aunque como veremos más adelante las titulaciones emitidas por las propias cajas sí jugaron un papel clave en su financiación.

1.3 El estudio de la inestabilidad financiera en Minsky

En nuestro enfoque nos serviremos principalmente de la visión de Minsky de las crisis financieras y bancarias. Su pensamiento parte de la premisa de que la potencialidad de la crisis es una cualidad intrínseca al sistema capitalista, en lugar de presentarla como un elemento externo o una desviación anormal. En su esquema la financiación empresarial mediante el crédito bancario juega un papel central por lo que no se presenta una esfera productiva o real y otra financiera, sino que pone el foco de estudio en sus nexos. Por lo tanto, en su planteamiento existe una vinculación de la inversión en activos fijos con los rendimientos de los activos financieros donde los empresarios buscan rendimientos futuros monetarios, mientras que su inversión ha de madurar en el tiempo, y en dicho tiempo encontramos la incertidumbre. Minsky señaló dos elementos que jugaban un papel importante en los procesos de crisis: el primero, es que es usual encontrar antecedentes de innovación financiera, de aquí el papel importante que tiene la regulación. El segundo viene dado por su rechazo a entender la economía bajo la óptica de mercados eficientes y agentes racionales y considera a la sobre-reacción de los agentes hacia comportamientos de euforia o depresión, lo que lleva a posiciones de sobreinversión y sobreendeudamiento propias de los primeros, así como a periodos recesivos marcados por la ausencia de liquidez y caídas de los precios de los activos, propias de los comportamientos depresivos.

Resulta inexorable hacer referencia a Keynes como precursor dado que en su obra supone un punto de ruptura con la economía del equilibrio walrasiano, los agentes racionales y la incertidumbre domesticada. Su pensamiento influyó en el desarrollo de Minsky y el papel integrado que se concede a lo financiero en su

visión de la actividad económica. Keynes (1930, 1936) introdujo supuestos que llevaban a un planteamiento menos determinista, frente a la visión dicotómica entre esfera real y financiera, donde la incertidumbre pasaría a tener un papel central lo que supone que las expectativas de los agentes sean inestables y dependan de variables desarrolladas no sólo en el ámbito económico, sino también del papel de la evolución política y de las instituciones por lo que se rompe con la visión de equilibrio a largo plazo. Plantea un entorno económico donde el crecimiento depende fundamentalmente de la inversión y las decisiones de inversión de los agentes se realizan en un entorno de incertidumbre radical. En dicho esquema las finanzas juegan un papel decisivo en la economía ya que son el vehículo de las decisiones de inversión. Todos los agentes se enfrentan a decisiones sobre cómo adquirir activos, cómo financiar sus compromisos de pago y cómo gestionar sus flujos de caja. La función central de la banca no consiste en su labor de intermediación (entre los poseedores y demandantes de ahorro), sino que son creadoras de liquidez (dinero) a través de la concesión de préstamos. Minsky (1975) defiende que esos préstamos no surgen de la existencia de depósitos, creados por los ahorradores, sino de la demanda de crédito, principalmente por parte de empresas. Otra referencia importante en el desarrollo del pensamiento de Minsky es la obra de Schumpeter, de quien fue alumno en la Universidad de Harvard. En su enfoque (Schumpeter 1939, 1942) otorga un papel preeminente tanto a las instituciones en el desarrollo de las dinámicas en las economías capitalistas, como a las oleadas tecnológicas y los recursos financieros para incorporar los nuevos avances en la economía. Desarrolla un modelo optimista, donde el crédito y la innovación tienen un papel central y las crisis forman parte del desarrollo del proceso capitalista donde nuevas etapas se suceden, al tiempo que la productividad y la innovación se incrementan dando lugar a nuevos bienes y niveles de productividad más elevados a través de la incorporación de las nuevas tecnologías en la economía. En su obra también defiende una postura matizada sobre el inicio de los periodos de expansión y contracción que dependen de acontecimientos históricos donde no tienen cabida explicaciones mecanicistas.

Influenciado por estos autores, Minsky desarrolla un marco amplio y flexible que observa a la economía como el desarrollo histórico de una economía capitalista con

complejas y sofisticadas instituciones financieras e interrelaciones con otras dimensiones (institucionales y regulatorias) y no como un sistema mecánico cerrado que pueda estudiarse bajo sus propias leyes. En su planteamiento trata de captar un mundo cambiante de instituciones, costumbres, innovaciones, activos financieros, incertidumbre y decisiones políticas que afectan a la realidad económica y considera el análisis de estos elementos necesario para comprender el desarrollo de una crisis. En su visión los instrumentos que funcionan con la lógica de contratos financieros con rendimientos esperados, en una economía capitalista, no son sólo los activos financieros, también los bienes de equipo, plantas de producción, vivienda, edificios comerciales e inventarios. Por lo que propone un marco que rompe con la dicotomía analítica entre sector real y financiero impregnando de la lógica financiera a las inversiones de los agentes en el sector productivo. Dichas inversiones adicionalmente están financiadas mediante la generación de nuevo crédito por lo que los ciclos en ambos sectores permanecerán estrechamente vinculados. Describe el equilibrio (Minsky 1986) como una situación excepcional entre todas las posibles, y rechaza la visión convencional que concibe el papel de los mercados financieros, como intermediarios que permiten una transmisión más eficiente de los recursos de los ahorradores hacia las mejores oportunidades de inversión ofreciendo la posibilidad de una mejor distribución de riesgos y el retorno de una rentabilidad promedio. En su visión la regulación se torna clave y las finanzas no se pueden dejar al libre mercado, ya que en un sistema financiero sofisticado, complejo y dinámico, se pueden generar graves fuerzas endógenas desestabilizadoras que desemboquen en depresiones, consecuencias naturales del capitalismo no intervencionista. Sin embargo, considera que existe margen de maniobra y que, con la regulación y políticas adecuadas, se pueden frenar los peores excesos de una economía de libre mercado frente a los mecanismos de mercados capitalistas que no son capaces de lograr la estabilidad de precios ni el pleno empleo.

En el esquema que presenta para el estudio de las crisis, la estabilidad de la economía depende de la forma en que la inversión y las posiciones en activos fijos son financiadas, teniendo en cuenta el impacto de las deudas en el comportamiento del sistema y la forma en que los agentes saldan las deudas. Por lo que la

inestabilidad es determinada por mecanismos dentro del sistema (Minsky 1986, 1992). La economía no es inestable porque sea golpeada por un shock externo, sino porque es su naturaleza. Si la fragilidad financiera es un atributo de las economías capitalistas, el desarrollo de una estructura financiera frágil se dará como resultante del normal funcionamiento de la economía pudiendo existir, una vez que se desarrolla la crisis, decisiones erróneas y comportamientos incoherentes que pueden amplificar en lugar de amortiguar la perturbación inicial.

En su obra (Minsky 1975) describe tres tipos de balances: de cobertura o *hedge*, especulativo y Ponzi. Las empresas con un balance de cobertura tienen unos flujos de caja con los que pueden hacer frente a los intereses y a las amortizaciones de las deudas contraídas; las empresas con una estructura de balance especulativo tienen flujos de caja que les permiten pagar los intereses, pero no al principal de sus deudas contraídas, estas se encuentran en un escenario de mayor fragilidad que las primeras, ya que el deterioro de sus vías de financiación, cuando su tasa de interés sea mayor que su tasa de beneficio, puede llegar a hacerlas inviables o a caer en un esquema Ponzi. Las empresas con una estructura de balance de tipo Ponzi son las que tienen unos flujos de caja que no les permiten hacer frente ni al principal ni a los intereses de la deuda, por lo que el acceso a más financiación es su única vía para seguir funcionando. Como determinantes de la robustez-fragilidad financiera del sistema encontramos por tanto la estructura de balance de las unidades (cubierto, especulativo, Ponzi), la liquidez de las carteras y el grado en que la inversión en curso responde a deuda financiada.

En la obra de Kindleberger (1978) se ofrece un esquema sistematizado del pensamiento de Minsky, en 5 fases que se suceden y desembocan en el estallido de una crisis. Estas son: desplazamiento, expansión crediticia, euforia, cambio de expectativas y crisis. A continuación, desarrollamos cada una.

En primer lugar, el desplazamiento que nace de una situación donde se perciben nuevas oportunidades de beneficio por una nueva situación anteriormente inexistente. Este cambio puede ser originado por múltiples elementos sociales, que van desde el descubrimiento de una nueva tecnología como en su momento fue el tren o internet, a un cambio en la política monetaria o cambios políticos de mayor

calado. Independientemente de cómo se origine, este desplazamiento deriva en un cambio en las expectativas del beneficio esperado en un determinado sector, o sectores, y suele ir acompañado por una liturgia por los medios de comunicación hacia las posibilidades que brinda el nuevo sector, así se hacen analogías incluso con entelequias mitológicas, y en esta fase en la forma se habla de “la nueva economía”, “el fin de los ciclos”, “los dragones asiáticos”, o múltiples versiones de “milagros” como el japonés, alemán, coreano o español. En esta fase comienza el incremento de precios que a medida que continúen esta tendencia irán atrayendo a más inversores.

La segunda fase se caracteriza por la expansión crediticia que lleva a los actores económicos a unos niveles mayores de endeudamiento. Esto cambia la estructura de los balances de los participantes en la economía, lo que deriva en un incremento de la fragilidad del sistema financiero que no se percibe como preocupante porque las principales variables macroeconómicas están creciendo. Los incentivos que supone el aumento de la rentabilidad, cuando las expectativas son que la diferencia entre la tasa de retorno crezca frente a la tasa de interés, llevan a que en un escenario con fácil acceso al crédito este aumente y con ello, las posibilidades de inversión y revalorización de activos, lo que puede desembocar en un periodo de euforia. El aumento del peso de la deuda en los balances de los agentes hace que como se advierte en Kaufman (1986) la calidad de la misma disminuya. La concentración se puede dar tanto en el mercado bursátil como en el inmobiliario, de hecho, Kindleberger expone que están estrechamente conectados. Esta conexión se acentúa en los países pequeños en fase de industrialización donde el valor de las acciones de constructoras e inmobiliarias es un gran porcentaje del valor total de las acciones. La revalorización de los activos inmobiliarios hace que los individuos beneficiados busquen diversificar su riqueza, por lo que acuden al mercado bursátil. Esto lleva a una revalorización del mercado de los activos bursátiles, que con la perspectiva de que se mantenga el aumento de precios, se reinvierte en bienes raíces. La ausencia de un gran número de formas para diversificar la riqueza, es la clave para que esta doble relación tenga lugar, y lleva a que termine por converger en el mercado de capitales e inmobiliario.

La tercera fase se caracteriza por la euforia que viene acompañada de grandes beneficios, sobrevalorización de los activos, apalancamiento y operaciones de compraventa rápidas que atraen a la participación en el negocio de nuevos agentes inexpertos que han de financiar sus posiciones con la consiguiente disminución de la calidad de la cartera crediticia. En esta fase existe una lucha dialéctica entre los que advierten que la situación excepcional, de aumento continuado de los precios, no puede continuar y los que son partidarios de no tomar medidas porque los precios son correctos y si acaso puede existir alguna leve desviación. Este segundo grupo, que generalmente se está beneficiando de la situación, emplea una retórica que hace alusión a una nueva economía, nuevos inventos que aumentan la productividad o la imposibilidad de que el precio de los bienes raíces disminuya, por lo que el peor escenario posible sería que los precios quedasen congelados. Esta argumentación se apoya en hechos que, al ser directamente observables, se consideran concluyentes y es que, a pesar de que nos encontremos en un escenario de incertidumbre, los precios siguen subiendo y no bajando como argumenta el grupo que advierte de los peligros de la burbuja. Cada día que los nuevos inversores no entran en la dinámica del mercado es percibido como un día perdido para aumentar sus ganancias. Adicionalmente, las autoridades competentes se encuentran con el problema de hacer frente al coste político que supone poner fin, a lo que un gran grupo de agentes considera como el desarrollo normal de la economía. A esta situación hay que añadir, la imposibilidad de contrastar ante la opinión pública que se ha abortado el desarrollo de una burbuja que traería consecuencias para la economía más graves que una desaceleración.

En cuarto lugar, la fase del cambio de expectativas donde un grupo de agentes considera que es hora de liquidar posiciones. En este momento se propaga una confusión generalizada y existe una falta de información sobre quién está tomando posiciones. Es habitual que las autoridades comiencen a hablar de “un aterrizaje suave” con el fin de evitar propagar el pánico. La propagación del cambio de expectativas golpea muchas empresas que ven cómo se dificulta el acceso a la financiación por el clima de desconfianza y la ausencia de información. Esta situación lleva al aumento de la incertidumbre, al deterioro de los flujos de caja de las empresas y la pérdida de valor de las garantías de los créditos a los que han de

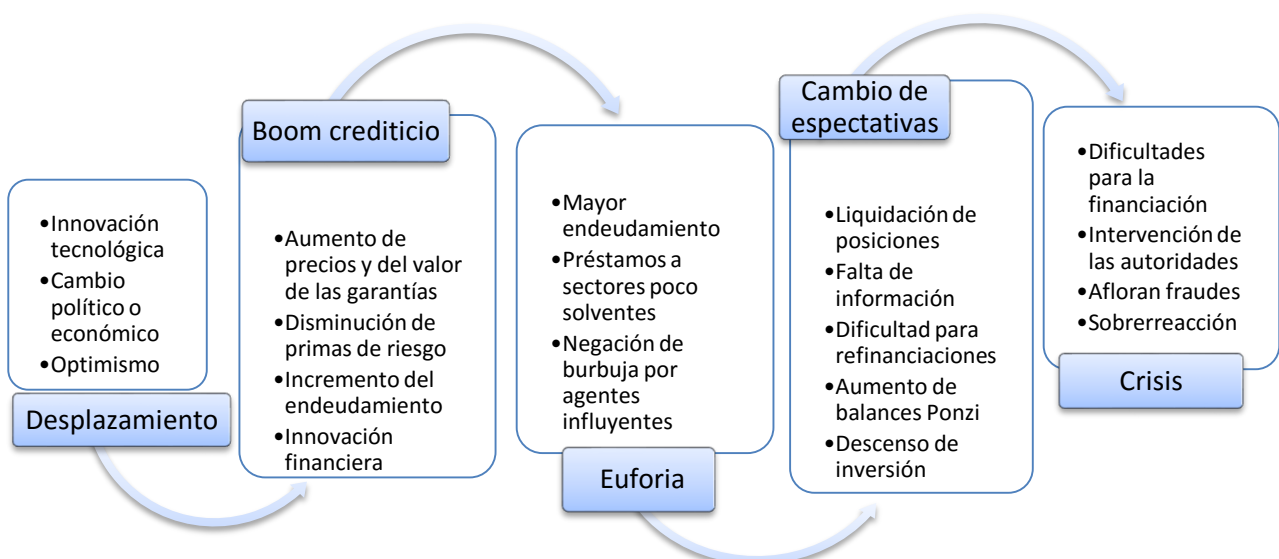
hacer frente. Las dificultades para la refinanciación llevan a un mayor deterioro de los balances y aumentan las empresas tipo Ponzi. En esta situación las entidades crediticias se ven en un escenario que puede llevar a la selección adversa. En esta fase se unen varias circunstancias que se retroalimentan para llevar a que se desate la crisis como: la disminución de la riqueza de los participantes en la burbuja, la caída del valor de las garantías de los acreditados, desconfianza de las entidades bancarias para financiar posiciones y refinanciar las deudas contraídas, el consiguiente descenso de la inversión que se expande a la mayoría de actividades económicas y una situación de incertidumbre que suele venir acompañada del desplome de los componentes de la demanda agregada en un escenario de ausencia de liquidez. Esto se traduce en una espiral recesiva de aumento del paro, descenso del consumo y de la inversión. La interrupción de la estabilidad no se da por la aparición de un evento inusual, ya que dentro de un esquema de futuro incierto un evento como la quiebra de una gran empresa o banco puede ocurrir, pero la sobrerreacción hacia posiciones pesimistas paraliza la inversión y tiende a agravar la situación. El punto inicial de una crisis financiera tiene lugar cuando un grupo de unidades significativo no puede refinanciar su estructura de balance por los canales normales y se ven forzadas a hacerlo liquidando sus posiciones o mediante medidas estatales de apoyo a su liquidez y rescates. Si esta situación lleva a una caída de los precios de los activos financiados y otras unidades esperan una caída en el valor de los activos, tanto los que poseen los títulos, como los que se encargan de financiarlos se encontrarán en dificultades para liquidar sus posiciones. Una situación como la descrita es condición suficiente para el desarrollo de una profunda depresión.

Finalmente, en la etapa de crisis afloran los fraudes, estafas y prácticas dudosas llevadas a cabo en la época de euforia. La crisis puede limitarse a un solo mercado o puede extenderse. Los métodos de propagación cada vez están más desarrollados al estar las economías capitalistas más conectadas a través de los mercados internacionales (bolsas de valores, mercados de divisas, deuda soberana o materias primas). Esto hace que el cambio en las expectativas pueda propagarse con mayor velocidad que en anteriores épocas. Las formas de hacer frente a la crisis, una vez ha comenzado, van desde la inacción de las autoridades permitiendo

la liquidación de posiciones con fuertes caídas de precios hasta que se recupere de nuevo el mercado, a la intervención por medio de alguna autoridad que limite las pérdidas aportando la liquidez necesaria para atenuar los efectos. Minsky (1982) advierte que si las actuaciones del prestamista de última instancia no son acompañadas por regulaciones y reformas que restrinjan las prácticas en los mercados financieros se establece el escenario para la financiación de una expansión inflacionaria, una vez que “los espíritus animales” de los hombres de negocios y los banqueros se han recuperado del choque transitorio de la crisis. Respecto al importante papel de los poderes públicos a la hora de enfrentarse a una crisis, Minsky (1986) en su análisis de los episodios de EEUU en 1969-70, 1974-75 y 1981-82, señalaba que si se había logrado esquivar otras recesiones de la magnitud de 1930 se debió a la combinación rápida y eficaz de intervenciones de la Reserva Federal como prestamista de último recurso y déficits apropiados por parte del Tesoro, aunque se mostraba pesimista sobre las nuevas ideas que guiaban las políticas públicas que cada vez reconocían menos la intervención y la regulación para conseguir estabilizar la economía.

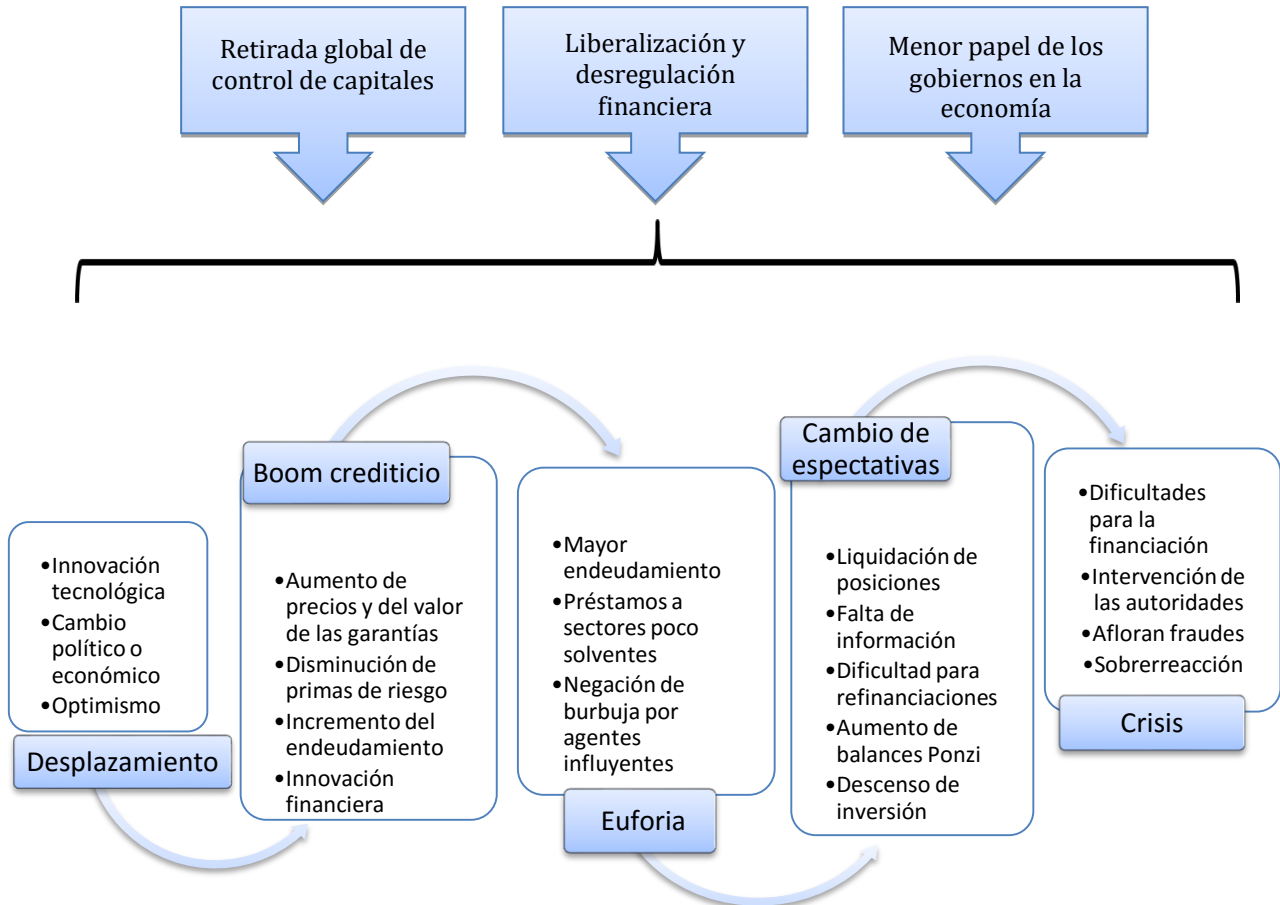
En el diagrama 1.1 presentamos un resumen de las principales características, recogidas en los cinco puntos anteriores, de cada fase en el desarrollo de una crisis financiera.

Diagrama 1.1 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky



Wolfson (2002) plantea una actualización de este esquema para que tenga en cuenta la economía internacional en casos de crisis globales. Expone que existen 3 cambios sustanciales que tienen lugar de forma coetánea, durante el último cuarto del siglo XX y que han modificado el entorno institucional financiero para la aplicación del análisis de Minsky en crisis con un contexto global. Estos son: en primer lugar, la retirada masiva de los controles de capitales en la economía mundial; en segundo lugar, el aumento significativo de la liberalización y desregulación financiera en los mercados financieros nacionales; por último, el mayor peso del rol de los organismos internacionales, en concreto el FMI y sus prescripciones de llevar a cabo políticas a favor del mercado reduciendo el rol de los gobiernos. Concluye que, en la medida en que los cambios institucionales en la economía internacional han reducido las restricciones en el libre mercado, puede darse el caso de que nos estemos aproximando a una situación en la que la economía global que puede ser considerada más cercana a un sistema de finanzas capitalistas cerrado donde, la mayor movilidad del capital y la creciente capacidad de prestar e invertir en cualquier parte del mundo han erosionado las diferencias entre la dinámica nacional e internacional y la fragilidad financiera aumenta por la posibilidad de los inversores para cruzar las fronteras nacionales. La libertad de movimientos de capitales, junto con la tecnología han proporcionado este mercado global donde las operaciones son instantáneas. Bajo esta aportación, podemos actualizar el esquema anterior introduciendo la retirada global del control de capitales, el aumento de la desregulación y el menor papel que tienen los gobiernos en la economía desde la década de los 80 como mostramos en el diagrama 1.2.

Diagrama 1.2 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky con las aportaciones de Wolfson



1.4 Objetivos, hipótesis y límites de la investigación

Nuestro objetivo parte de la configuración de un marco que nos sirva para explicar los factores que llevaron a la desaparición de las cajas de ahorros y que vaya más allá, del debate centrado en su particular forma de propiedad como entidades privadas con gobierno público y nos permita captar los diferentes comportamientos entre las 45 cajas de ahorros que existían en España cuando se inicia la crisis. Como referente teórico para el estudio de la crisis encontramos adecuado partir del enfoque de Minsky y las aportaciones de otros autores como Kindleberger y Wolfson. Bajo este prisma estudiaremos: los detalles del desarrollo

histórico de cada fase, el papel de las instituciones, la regulación, los instrumentos financieros y la evolución de los balances de las cajas. El principal objetivo de la tesis es conocer cuáles fueron los factores que explican la crisis de las cajas de ahorros. En el momento que se trata de responder a esta pregunta se hace necesario apoyarse en otras cuestiones subyacentes. En primer lugar, dado que grandes bancos de las principales potencias económicas han necesitado de ayudas públicas en este periodo, mientras que en España este fenómeno se ha dado principalmente con las antiguas cajas de ahorros, se hace necesario responder a la pregunta de por qué algunas de las cajas de ahorros han quebrado, mientras que la mayoría de los bancos no. Por lo que es necesario explorar los distintos comportamientos de ambos grupos en el periodo inmediatamente anterior a la crisis y durante los primeros años de esta. En segundo lugar, examinar si era posible distinguir estructuras de crecimiento de los balances significativamente distintas entre las cajas de ahorros que han tenido que ser rescatadas y aquellas que no. Por último, estudiar si las medidas políticas destinadas a hacer frente a la crisis de las cajas se basaron en un análisis prudente y tuvieron en cuenta la diversidad de situaciones dentro del grupo de cajas. Nuestros objetivos a lo largo de los sucesivos capítulos son: a) mostrar las claves del proceso de inestabilidad financiera en el sistema financiero español, b) comparar los distintos comportamientos dentro de los dos grandes grupos en que se divide el sistema financiero (cajas y bancos), c) encontrar patrones de crecimiento a nivel de cada caja que sirvan para explicar los resultados de cada entidad y, en base a este análisis, estudiar la idoneidad del proceso de fusiones de las cajas y d) evaluar los retos y carencias de los principales cambios regulatorios en este proceso.

Para dar respuesta a estas cuestiones partimos de las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1

Considerando que tanto cajas como bancos participaron en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria cabe formularse que: ***se pueden constatar diferencias en la evolución de los balances de las entidades del sistema financiero español (cajas y bancos), al margen de su forma de gobierno, que expliquen el diferente comportamiento una vez que estalla la crisis.***

Hipótesis 2

Considerando que una vez estalla la crisis hay distintos volúmenes en las ayudas y sólo una parte de las cajas de ahorros ha tenido que ser rescatada, tras su conversión en bancos, cabe formular que: ***dentro del grupo de cajas tuvieron que existir diferencias sustanciales observables en la evolución de la estructura y calidad de los balances, y, por lo tanto, en la gestión y en la política de crecimiento seleccionada, que expliquen sus diferentes comportamientos una vez estalla la crisis.***

Hipótesis 3

Dado que las ayudas que se llevan a cabo tras las fusiones superaron por mucho las primeras valoraciones cabe formular que: ***existe un efecto negativo en la política de fusiones que podría ser advertido tanto en la fase de crecimiento de los balances como al inicio de la contracción.***

Hipótesis 4

Dado que la gestación de la burbuja y la posterior crisis tiene lugar en un periodo de innovación en la regulación bancaria, cabe formular que: ***la regulación y supervisión bancaria tenían puntos ciegos que permitió el desarrollo de la burbuja de la que deriva la posterior etapa crisis.***

Existen tres límites de los que somos conscientes a la hora de poder llegar a una explicación pormenorizada de la crisis:

El primero se debe a la imposibilidad de tener acceso a los expedientes de crédito morosos de las cajas, dado que en esta crisis las pérdidas no surgieron de un brusco cambio de precios de valores bursátiles, de divisas o de otros instrumentos sujetos a cambios de precio, sino que son principalmente operaciones de crédito las que explican la acumulación de pérdidas. La crisis de las cajas se deriva de una situación de impagos que como apuntan los datos se concentra en las empresas relacionadas con la construcción y promoción inmobiliaria. El agujero de más de 60.000 millones de euros que han tenido las cajas de ahorros se explica en última instancia por cada expediente crediticio que ha sido incobrable y la LGD de cada

uno, ambas características guardan una estrecha relación con el cumplimiento de las buenas prácticas bancarias. En caso de que durante la fase de euforia no se hubiera seguido una política prudente sería necesario comprobar hasta qué grado preponderó el capitalismo de amiguetes y los tratos de favor, o si las pérdidas derivan sólo de una mala gestión. Los hechos que se publican en los medios de comunicación, así como los procesos judiciales abiertos dan pie a pensar que existió una mezcla de ambas situaciones. Gran parte de la verdad reside en las condiciones reales de los préstamos, las cuáles serían difíciles de recrear incluso en el caso de que tuviéramos acceso a los expedientes crediticios. Esta cuestión únicamente podría comenzar a esclarecerse mediante una minuciosa investigación del BdE de cada expediente crediticio, el estudio de las condiciones en que se daba cada operación, las garantías que se aportaban, las primas de riesgo que se asignaban a cada acreditado y los estudios sobre la viabilidad de los proyectos. Lamentablemente esta investigación no se ha llevado a cabo ni parece que vaya a producirse.

Como segunda cuestión abierta queda la explicación de la lógica expansiva de unas entidades que no tenían por qué verse captadas la lógica de crecer a ritmos tan acelerados al carecer, por su estructura de propiedad, de la obligación de repartir dividendos y quedar sus beneficios destinados a provisiones y obra social por ley. Por lo que una política de crecimiento con mesura hubiera bastado en muchos casos para que estas entidades perduraran en el tiempo. La crisis no era una cuestión inevitable y está directamente ligada a decisiones de inversión, por lo que existe una responsabilidad principal que recae en los gestores. No obstante, consideramos que es necesaria una investigación con mayor profundidad y detalle, ya que plantear que las cajas quebraron porque habían sido mal gestionadas resulta, en gran medida, una explicación tautológica y es necesario analizar las diferencias que han dejado en los balances los distintos tipos de gestión, cuestión que abordaremos en el capítulo 4.

Como último límite encontramos las razones reales por las que la alta dirección del BdE decidió no hacer caso de las denuncias de sus inspectores. Es conocida la existencia de una carta, fechada a 26 de mayo de 2006 y dirigida al Ministro de Economía, donde se denuncia lo que los inspectores del BdE consideraban la

pasividad de sus superiores ante las reiteradas advertencias sobre los riesgos que se estaban acumulando en el sistema financiero. Parece lógico pensar que una intervención en profundidad a tiempo hubiera permitido que la situación no se hubiera degradado hasta el punto llegar al rescate bancario generalizado y la desaparición de estas entidades centenarias que suponían más de la mitad del sistema financiero. No obstante, tomamos como conjetura probable, el rechazo a asumir el coste político de pinchar una burbuja derivado de la imposibilidad de contrastar el escenario alternativo al que finalmente se tuvo que hacer frente.

1.5 Estructura de la investigación

Nuestra tesis está compuesta de 3 grandes bloques. El primero se divide en dos capítulos donde hemos expuesto nuestro marco conceptual, los objetivos, hipótesis y las preguntas que sirven de guía a nuestra investigación y que nos llevan a centrarnos en la etapa de fuerte crecimiento de los balances de las cajas; en el segundo capítulo presentamos de forma descriptiva el desarrollo histórico de las cajas, el tratamiento de estas entidades en la literatura, las principales novedades del marco normativo en el que operaban y los principios que inspiraban el desarrollo de estas normas. El segundo bloque se divide en tres capítulos. En el primero, estudiamos las particularidades de la crisis en España a nivel macroeconómico. Para ello, comenzamos aplicando el esquema minskyano a la etapa de crecimiento de la economía española previa a la crisis y posteriormente, nos centramos en el comportamiento agregado de las entidades de crédito y el papel de las cajas en el proceso de inestabilidad financiera. En el segundo capítulo analizamos la estructura y evolución de los balances de las cajas de manera individual basándonos en la información pública disponible en sus informes financieros anuales. En esta fase de la investigación hemos tenido que superar la dificultad de construir una base de datos para cada una de las 45 cajas de ahorros durante la década analizada a partir de sus estados financieros anuales, al no existir una base de datos pública en España a nivel de entidad. Realizar esta tarea ha llevado algunos meses del trabajo de esta tesis y consideramos que en el análisis desagregado de las cajas reside gran parte de la originalidad de la tesis doctoral. Mediante su estudio podemos encontrar señales de distintos comportamientos de acumulación de riesgos y signos de deterioro invisibles desde

la perspectiva del análisis macroeconómico y estudiar las principales características del proceso de fusiones. En el tercer capítulo, lo dedicamos al análisis de la adecuación de los principales cambios regulatorios al contexto de burbuja y fragilidad financiera, estos son: el Nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea y la provisión anticíclica del BdE. Finalmente, en la tercera sección presentamos las conclusiones y damos respuesta a nuestras preguntas de investigación.

Capítulo 2 Las cajas de ahorros: contextualización histórica y principales vías de investigación

Este capítulo tiene como objetivo contextualizar nuestro objeto de estudio, así como los principales cambios que tuvieron lugar en su entorno normativo. Comenzamos con una breve reseña histórica con el fin de llevar a cabo una aproximación a la evolución del papel de las cajas en el sistema financiero español y describir los cambios que han ido experimentando en el sistema financiero. Posteriormente, recopilamos los principales estudios llevados a cabo durante la última etapa de las cajas que tienden a centrarse en los efectos derivados de su particular forma de gestión. A continuación, presentamos los principales cambios normativos que han tenido lugar en la última etapa de vida de las cajas de ahorros y las instituciones encargadas de su supervisión. Dichos cambios se materializan en la Ley de Transparencia, por la que las recomendaciones de buen gobierno corporativo pasan a tener rango de ley para las cajas, y el Nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea (Basilea II). Ambas novedades han de encuadrarse en un contexto más amplio, en torno a un debate, en el que subyace la necesidad de tomar medidas para promover la transparencia en las entidades financieras y fomentar la autorregulación y la disciplina de mercado. Por último, en el punto 5 presentamos las conclusiones.

2.1 Evolución histórica

Las cajas de ahorros comienzan a proliferar en España a partir de la Real Orden de Apoyo del Gobierno al movimiento fundacional de Cajas de Ahorro de 1835 por la que se insta a los gobernadores civiles a impulsar su creación en cada provincia. Surgen con cierto retraso frente a sus homólogas europeas¹⁹ donde encontramos la Caja de Hamburgo que nace en Alemania en 1778, las cajas de Berna y Ginebra en

¹⁹ Sobre el surgimiento de las cajas es posible consultar las obras de Pampillón (2003), De Vries (1964), Desantes (1982), Tedde (1991), Pohl (2003), Ellams (2003) y Christen-Lécuyer (2003).

Suiza en 1787, en Inglaterra las primeras cajas datan de 1792 y en Francia nacen en 1818 con la fundación de la Caja de Ahorros de París. En España la primera aparece en 1834, año en que se funda la Caja de Jerez. En todos los casos comparten un fin filantrópico en el que la lucha contra la usura y la promoción del ahorro de las clases populares ocupan un papel central. Los estudios históricos²⁰ señalan que las cajas irrumpen en España con apoyo de la Administración Pública como entidades de pequeño tamaño ligadas a los montes de piedad y a la necesidad que éstos experimentaban de encontrar nuevas vías de financiación. Siguiendo los estudios históricos es posible catalogar la evolución de las cajas de ahorros en cuatro etapas. La primera (1834-1939) caracterizada por el surgimiento de pequeñas cajas con orientación benéfica dentro de un sistema financiero aún por desarrollar. La segunda etapa (1939-1977) en la que las cajas se implementan por todo el territorio nacional y son utilizadas de forma instrumental por la dictadura. En la tercera etapa (1977-1998) tiene lugar la liberalización del sector y su equiparación con la banca. Y la última etapa (1998-2010) que queda caracterizada por un episodio de fuerte crecimiento y posterior destrucción de la mayor parte del sector.

2.1.1 Primera etapa (1834-1939)

En este periodo se fundan las primeras cajas que son creadas por ayuntamientos, asociaciones, órdenes religiosas, casas de empeño y por los montes de piedad. La primera norma legal sobre estas instituciones, la Real Orden de 3 de abril de 1835, insta a los gobernadores civiles a impulsar la creación de cajas de ahorros, implicando a personas pudientes y con espíritu filantrópico disponiendo de los medios públicos que fueran necesarios. Posteriormente se dictan sucesivas órdenes y reales decretos²¹ que fomentaron y regularon el funcionamiento de las

²⁰ Puede consultarse Titos (1978, 1991, 1998 y 2003), Titos y Piñar (1993) y Martínez (2000). En general se establece el origen del modelo en base a los contactos mantenidos por los liberales españoles, emigrados durante los últimos años del reinado de Fernando VII, con los círculos utilitaristas y liberales ingleses y franceses. Finalmente serán distintas sociedades de amigos del país, gobernadores civiles, Iglesia Católica y ayuntamientos los impulsores del nacimiento de las cajas.

²¹ Destaca la Real orden de 17 de abril de 1839 por la que se encarga a los Gobernadores la fundación de al menos de una caja en cada provincia asociada a un monte de piedad. El Real Decreto de 29 de junio de 1853 por el que se regulan la administración, órganos de gobierno y

cajas. El papel dentro del sistema financiero es residual²² quedando orientadas al crédito de subsistencia, la beneficencia, la promoción de ahorro entre las clases populares y la lucha contra la usura. Su funcionamiento se basaba en recoger el ahorro de las comunidades locales y proporcionar pequeños préstamos respaldados por empeños de bienes mantenidos en prenda como garantía. La administración de las cajas quedaba encomendada a juntas de gobierno cuyos cargos eran honoríficos y no remunerados.

En 1926 las cajas de ahorros pasan a depender del Ministerio de Trabajo²³. Posteriormente, el Real Decreto sobre Entidades de Ahorro y el Estatuto Especial para las Cajas Generales de Ahorro Popular de 1929, es considerado por diversos autores²⁴ como el texto que sustentará la relación entre cajas y Estado y comienza un proceso por el que dejarán de ser entidades de beneficencia para tener una labor orientada hacia la previsión social²⁵.

2.1.2 Segunda etapa (1939-1977)

La segunda etapa la situamos durante el periodo de dictadura. Una de las primeras modificaciones normativas que experimentan las cajas es que pasan a una doble

operaciones de las cajas de ahorros (tipos de interés, excedentes, constitución de un fondo de reserva). La Ley de 29 de junio de 1880 que por la que precisa el carácter benéfico de estas instituciones y las sitúa bajo el protectorado del Gobierno que se reserva el examen y aprobación de sus Estatutos y Reglamentos y el Real Decreto de 13 de junio de 1880 que aprueba los Estatutos del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Madrid que sirvió de modelo para el resto de cajas.

²² El propio sistema financiero se encuentra en una fase de incipiente desarrollo y su papel dista mucho de ser el que a día de hoy encontramos en una economía capitalista desarrollada. Hasta 1844 únicamente existe en España un banco, el Banco de San Carlos. Entidades como el Banco Santander y el Banco de Bilbao se fundan en 1857. Para un análisis en profundidad del surgimiento del sistema financiero en España puede consultarse Canosa (1945), Anes (1974), Tedde (1974) y García (1989).

²³ Dicha transferencia se lleva a cabo por el Real Decreto de sobre Entidades de Ahorro, Capitalización y similares de 9 de abril de 1926.

²⁴ Distintos estudios históricos apuntan en esta dirección. Puede consultarse Forniés (1979) y González (1983). En 1933 el Estatuto de las Cajas Generales de Ahorro Popular revisa lo dispuesto en 1929 con leves variaciones.

²⁵ La progresiva sustitución del concepto de beneficencia por el de previsión social se venía produciendo desde el inicio del siglo XX en España. Este cambio tiene sus raíces en la fundación del Instituto de Reformas Sociales en 1903 y en el Instituto Nacional de Previsión en 1908, desde el Gobierno se piensa en las cajas de ahorro como posibles colaboradoras del sistema estatal de previsión social. Es posible encontrar un tratamiento en profundidad de este tema en: Laraña (1945), Hermida y García (1980), Mazuecos (1980) y Sudrià (1998).

tutela²⁶ del Ministerio de Trabajo junto con el Ministerio de Hacienda desde 1943. Se producen cambios²⁷ en su control destacando el hecho de que la dictadura se reserva el derecho de veto sobre los nombramientos de los miembros del Consejo y de la Dirección de las cajas.

Respecto a las inversiones se mantiene la prohibición de realizar operaciones fuera del territorio de origen y destaca el papel que comienzan a tener las cajas en la financiación del crédito hipotecario. También se e crean los coeficientes de inversión obligatoria²⁸ mediante los que se financia parte del gasto del gobierno. Adicionalmente se verán obligadas a la concesión de créditos para la construcción de viviendas protegidas, y tras el Plan de Estabilización de 1959 se les exige la inversión²⁹ en títulos de empresas públicas con el fin de facilitar el funcionamiento del Instituto Nacional de Industria. Por último, la obra social queda repartida entre el 85% destinado a obras sociales propias y el resto integrado en el fondo común benéfico-social a disposición del Ministerio de Trabajo. Las cajas fueron utilizadas de forma instrumental por la dictadura franquista. En este periodo terminan de implantarse en todo el territorio, aunque con la prohibición de expandirse fuera de su ámbito geográfico local y con fuertes restricciones en cuanto a sus operaciones, donde destaca el papel de las inversiones obligatorias y las restricciones en cuanto al crédito empresarial.

2.1.3 Tercera etapa (1977-1998)

Desde el punto de vista organizativo en esta etapa encontramos los mayores cambios. Se inicia con el Plan Económico de Urgencia de 1977 por el que se prepara la reforma del sector financiero que, entre otras medidas, trae la

²⁶ De acuerdo a lo establecido en la Ley de 6 de febrero de 1946 (art. 1), el Ministerio de Trabajo mantenía su tutela respecto a la labor social, mientras el Ministerio de Hacienda pasaba a encargarse de la labor crediticia.

²⁷ Los principales cambios son recogidos en el Decreto de 6 de junio de 1947 mediante el que se fijan el número de vocales de los Consejos de Administración, su tiempo en el cargo y el derecho de veto del Ministerio de Trabajo.

²⁸ El Decreto conjunto de los Ministerios de Hacienda y Trabajo de 9 de marzo de 1951 dispuso que, como mínimo, el 60% de los recursos ajenos totales depositados en las cajas de ahorros se invirtieran en fondos públicos españoles. De este modo las cajas jugaron un importante papel en la financiación del gasto del gobierno.

²⁹ Quedaba establecida una inversión del 65% del crecimiento intermensual de sus depósitos.

liberalización de los tipos de interés y se inicia³⁰ la progresiva igualación operativa entre las cajas de ahorros y la banca privada. El papel de las cajas se desplaza y comienza a abarcar no sólo el crédito a los hogares sino también a pequeñas y medianas empresas. Con el tiempo pasarán también a financiar a grandes empresas e incluso comienzan a acumular una gran cartera de participaciones industriales. Esta etapa resulta clave porque se eliminan gradualmente los créditos dirigidos y se les permite llevar a cabo las mismas operaciones que a la banca. El escenario en el que este proceso tiene lugar resulta turbulento, tanto por los cambios en el sistema político como por la crisis del sistema financiero que tiene lugar a la par. Las cajas fueron las grandes vencedoras de esta crisis que dejó un gran número de bancos afectados³¹. Esta situación, junto con los cambios regulatorios que ponían fin a los crecientes de inversiones obligatorias y la reducción del coeficiente de caja configuraban un escenario donde las cajas se encontraban con un exceso de liquidez demandado tanto por una banca nacional en dificultades, como por los bancos extranjeros a los que se les permite la entrada en 1978 mediante el Real Decreto 1388/1978. Las fuertes necesidades de liquidez de la banca tenían lugar en un escenario donde el mercado interbancario registraba altos tipos de interés superiores al 20%. Esta situación supuso un excelente negocio para el conjunto de las cajas mediante operaciones de financiación a corto plazo de la liquidez extra procedente del fin de las cédulas de inversiones obligatorias y de la caída del coeficiente de caja.

El diseño institucional de las cajas también experimenta cambios significativos. En 1985 se promulga la Ley LORCA³² que asienta los pilares de la nueva organización interna de las cajas y otorga un papel relevante a las Comunidades Autónomas. Mediante la Ley 13/1985, de 25 de mayo de coeficientes de inversión, recursos

³⁰ El proceso de igualación comienza con el Real Decreto Ley 2290/1977 de 27 de agosto.

³¹ Cuervo (1988) recoge que la crisis afectó a 56 de los 110 que operaban en el país. En términos de activo, debido a su pequeño tamaño estos bancos suponían el 27% del sector donde destaca la especialización de un gran número de estos como bancos industriales.

³² Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro. Entrega la administración, gestión, representación y control a tres órganos de gobierno: la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, cuyos miembros deben ejercer sus funciones en beneficio exclusivo de los intereses de la caja. Como norma general, los acuerdos de los tres órganos se toman por mayoría simple de los miembros asistentes a las reuniones.

propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros se obliga a destinar un mínimo del 50% de los beneficios a reservas, proporción que se mantendrá a partir de este momento hasta la desaparición de las cajas. Al margen de la obligación legal, esta utilización de las reservas era una necesidad por el régimen jurídico de las cajas y la necesidad de autofinanciarse para crecer. Posteriormente, en 1988 se autoriza a las cajas a realizar operaciones fuera de sus territorios de origen, lo que les permite cobrar una nueva dimensión en el sistema financiero. Ese mismo año se introducen las cuotas participativas, mediante la Ley 26/1988. Dichas cuotas tenían el objetivo de dotar a las cajas de ahorros de un instrumento para captar capital, no obstante, esta herramienta no fue muy bien recibida ni por los inversores ni por las propias cajas³³ y su papel fue meramente formal.

Al mismo tiempo que tienen lugar los anteriores cambios, en el plano económico y político comienza una época de grandes transformaciones con la firma el Tratado de Maastricht en 1992 por el que se prevé la futura supresión de las monedas nacionales por la moneda común y se fijan los criterios de convergencia para crear la Eurozona, la integración del Banco de España en el Sistema Europeo de Bancos Centrales en 1998 y la implantación del euro como única moneda oficial en circulación en enero de 2002.

Como podemos observar, gran parte de este escenario favorable se debe a factores exógenos que no tienen que ver con la administración de los gestores de las cajas (fin de los coeficientes de inversión obligatoria, disminución del coeficiente de caja, crisis de la banca nacional y necesidades de liquidez tanto de la banca nacional como extranjera en un contexto de altos tipos en el mercado interbancario). A estos factores se une la percepción positiva de las cajas por parte de los ciudadanos por su vinculación con los territorios de origen en plena irrupción del fenómeno autonómico, los beneficios reputaciones derivados de su obra social y

³³ La reticencia a emitir cuotas participativas es clara ya que no será hasta el año 2008 cuando se lleve a cabo la primera emisión por la Caja de Ahorros del Mediterráneo. La principal razón del fracaso de las cuotas participativas reside en que desde las propias cajas se veían con desconfianza al considerar que a través de un simple cambio legislativo podrían terminar siendo títulos de propiedad con derechos políticos análogos a acciones.

del hecho de haber mostrado mayor fortaleza ante la crisis pasada. Durante esta etapa también se producirá el fenómeno de modernización de las entidades financieras con la informatización y la extensión de la red de cajeros automáticos. Un nuevo contexto al que las cajas consiguieron adaptarse y que configuraba un escenario donde el cambio de siglo se vislumbraba prometedor.

2.1.4 Cuarta etapa (1998-2010)

En los albores del siglo XXI las cajas de ahorros viven una fase de expansión sin precedentes, en un contexto de crecimiento económico, donde consiguen desbancar al conjunto de la banca privada en importancia (volumen de crédito, número de oficinas y de empleados y tamaño de balance) en el sistema financiero español. Tras este periodo fugaz de éxito pasarán a desaparecer y un grupo de cajas protagonizará la mayor quiebra sistémica conocida por la economía española. Es esta última etapa, de auge y destrucción, la que centra nuestra investigación. Como principal cambio en el contexto encontramos la puesta en funcionamiento de la moneda única que supuso un nuevo escenario, en el que se facilitó enormemente la captación de financiación en los mercados internacionales.

Tras finalizar el proceso de equiparación con la banca, poner fin a los coeficientes de inversión obligatoria y adquirir libertad plena para la expansión de la red comercial, a nivel legislativo destacan dos novedades: en primer lugar, la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero de 2002, aprobada con el objetivo de armonizar el sistema de cajas español con la legislación europea³⁴ mediante la que se fijó el límite del 50% a la representación pública en los órganos de gobierno de las cajas. En segundo lugar, la Ley de Transparencia de 2003 orientada a reforzar la transparencia y las buenas prácticas en el sector financiero que afecta tanto a cajas como a bancos, pero que obligaba a cada caja a presentar, de forma anual, un Informe de Gobierno Corporativo con el objetivo de dotar al mercado de la información necesaria para “un eficiente funcionamiento y mayor control”.

³⁴ La UE a través de la Directiva 80/723/CEE de la Comisión Europea, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados miembros y las empresas públicas, amenazaba con considerar a las cajas españolas, a efectos del Derecho comunitario de la competencia, como entidades públicas por la influencia dominante en su gobierno a los poderes públicos por lo que se fija el límite del 50%.

En la tabla 2.1 presentamos la distribución de la representación en las cajas de ahorros entre los distintos grupos que constituían la Asamblea General y las principales características de estas entidades al inicio del siglo XXI. Los porcentajes de representación de cada grupo fluctúan debido a lo heterogéneo de cada ley autonómica de desarrollo de la LORCA y de los Estatutos de cada caja. Respecto a sus principales características nos encontramos ante entidades privadas que no emiten acciones ni reparten dividendos y cuyos beneficios se desatan obligatoriamente en un 50%, como mínimo, a reservas quedando el resto destinado a obra social.

Sector público	Máximo 50%	Principales características	Entidades privadas
Fundadores	Máximo 35%		No emiten acciones
Depositantes	25-50%		No pagan dividendos
Empleados	5-15%		Mínimo 50% de los beneficios destinados a reservas
Otros	Máximo 15%		Máximo 50% de los beneficios destinados a obra social*

*La obra social varía desde becas para estudiantes, promoción de actividades culturales, construcción y mantenimiento de guarderías, bibliotecas, centros culturales, centros de la tercera edad y otras infraestructuras.

Fuente: Leyes autonómicas sobre los órganos rectores de las cajas de ahorro

Respecto a las principales características de esta etapa, la organización territorial mantiene la libertad de apertura de oficinas, por lo que no existen cambios legislativos relevantes. En este periodo destaca la fuerte expansión de la red comercial de las cajas centrada en el mercado nacional cuyo agregado terminará por superar a la red de la banca. En la organización de los órganos rectores encontramos como principal modificación la limitación de la representación pública al 50% en 2002, aunque la LORCA continúa siendo la ley base y cada Comunidad Autónoma desarrolla su propia normativa y establece los porcentajes de representación de los distintos órganos respetando los límites anteriores. Por último, respecto a las inversiones permitidas, en esta etapa se mantiene la plena

equiparación con la banca. Como principal modificación cabe mencionar un nuevo intento de promover las cuotas participativas mediante el Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero que completaba cuestiones técnicas para su emisión. Pero la principal novedad viene del comportamiento de las cajas que crecen hasta superar a la banca en tamaño de balance, captación de depósitos y crédito a la economía.

En la tabla 2.2 recogemos las principales características de cada etapa en cuanto organización territorial, órganos rectores e inversiones permitidas.

Tabla 2.2 Principales características de la evolución de la legislación respecto a la organización territorial, órganos rectores e inversiones permitidas de las cajas			
Etapa	Organización territorial	Órganos rectores	Inversiones permitidas
1835 1939	Se incentiva su nacimiento siempre ligadas al territorio	Junta de gobierno con cargos honoríficos y no remunerados	Pequeños préstamos respaldados por empeños de bienes
1939 1977	Permanecen las restricciones a su libre expansión territorial	A propuesta de los consejos con veto del Ministerios de Trabajo.	Orientación hacia la financiación del Estado y familias, restricciones para financiar a empresas e inversiones obligatorias
1977 1998	Se permite la libertad total para la expansión de su red de oficinas en 1988	Nueva estructura de gobierno con la Ley LORCA. Las CCAA adquieren importancia en la formación del gobierno de las cajas	Supresión de las inversiones obligatorias y equiparación con la banca, libertad para decidir las inversiones.
1998 2010	Sin cambios respecto a la etapa anterior	Límite del 50% a la representación pública en los órganos de gobierno de las cajas	Sin cambios respecto a la etapa anterior

Fuente: Elaboración propia

2.2 El tratamiento de las cajas de ahorros en la literatura

Las investigaciones realizadas sobre las cajas de ahorros han tendido a poner el foco en los peligros derivados de su indefinición jurídica y los porcentajes de participación política en su Asamblea General, así como en la comparación de los resultados del agregado de cajas con el de bancos. En este sentido, encontramos tanto organismos internacionales como estudiosos académicos que consideran un peligro la presencia de cargos políticos en la dirección de las cajas de ahorros, problema que ha venido a designarse bajo el nombre de “*politización*”. En sentido opuesto, también existen estudios que consideran que la participación de representantes políticos en los Consejos de Administración no tiene porqué llevar a peores resultados.

Las cajas cuentan con la singularidad de ser entidades de depósito privadas con la imposibilidad de emitir acciones por lo que ni las personas físicas, ni jurídicas, ni las AAPP pueden apropiarse de los derechos de propiedad, ni de la distribución de sus beneficios. Los políticos de los distintos grupos que participan en la Asamblea no se ven obligados a tomar las decisiones sobre las cajas en función de sus programas electorales y las cajas se encuentran en el mismo entorno competitivo que la banca, ya que pugnan por los mismos clientes. La principal limitación que se deriva de su forma jurídica es la de no poder captar capital por la vía de emisión de acciones. En nuestra opinión la singularidad jurídica y la participación de las AAPP en la Asamblea General no puede ser considerada como la variable determinante que explique sus resultados. La razón de esta afirmación es que bajo el mismo esquema de propiedad unas cajas han quebrado mientras que otras muy relevantes no, lo que necesariamente aleja el debate de sus diferencias jurídicas con la banca y lo lleva a la gestión de cada una de estas entidades. No obstante, el estudio de la incidencia de la forma de gobierno de las cajas en sus resultados ha sido un tema recurrente que ha excedido el análisis económico. Desde otras disciplinas como el Derecho encontramos trabajos como el de Casares (2005; 2011) que considera que existe ambigüedad en muchos pronunciamientos

normativos y jurisprudenciales³⁵ y señala a la indeterminación de su naturaleza jurídica como razón de su mala situación. En su estudio de 2005 afirma que:

“No cabe duda que la indeterminación de su propia concepción y de su naturaleza jurídica ha condenado a las cajas a un permanente destierro del plano institucional ordinario, obligándolas a habitar un limbo permanente en el que tan pronto se las califica de “entes de origen fundacional”, como de “fundaciones” en sentido estricto, “entidades de crédito” o, simplemente, “entes de naturaleza social. Así las cosas, los poderes públicos han acabado por tomar las riendas de la organización y gestión de estas entidades de crédito, en aras precisamente de la protección y promoción de su función social. Una “publicación” que ha desembocado, sin duda, en una auténtica “politización” y en una pugna de intereses de uno y otro signo en la integración de los órganos de gobierno de la caja de ahorros y en la adopción de muchas de sus decisiones económicas.”

En 2011 añade:

“La pasividad durante años del legislador español, que ha optado por guardar silencio sobre el modelo de caja a que debían tender estas entidades ha terminado por cercenar su viabilidad.” “[...] no en vano, las imperfecciones y carencias de su régimen jurídico hacían insostenible a largo plazo un sistema fundado, ante todo, en la indefinición y vaguedad de su propia naturaleza jurídica, es más, en la auténtica perversión de los rasgos y notas características que, heredadas de su evolución a lo largo de más de 150 años, han servido para dar cobertura al asalto de los poderes públicos a las cajas, a la hipertrofia normativa en su regulación y a un lento declinar de la institución que habrá de llevar, inexorablemente, a la desaparición de las cajas de ahorros tal y como hoy las conocemos.”

³⁵ Casares se apoya en la jurisprudencia del Tribunal Constitucional que ha excluido expresamente a las cajas de ahorros del ámbito de los artículos 34 y 38 de la Constitución, acuñando con ello una nueva etiqueta indefinida, al tratarlas como “entes sociales”, cada vez que resulta necesario abordar el problema de su naturaleza jurídica o el del interés general que persiguen. Entre estos pronunciamientos constitucionales, se encuentran las sentencias 1/1982, de 28 de enero; 18/1984, de 7 de febrero; 91/1984, de 9 de octubre; 48 y 49/1988, de 22 de marzo; 178/1992, de 13 de noviembre; 239/1992, de 17 de diciembre; 61 y 62/1993, de 18 de febrero; 155/1993, de 6 de mayo; 96/1996, de 30 de mayo; y, 10/2005, de 20 de enero.

En el mismo sentido Cals (2005) vincula *politización y partidización*, lo que unido a la indefinición jurídica de las cajas de ahorros las situaría en un escenario de extrema fragilidad. Según esta tesis, estas situaciones tendrían lugar por la presencia en los órganos de decisión, de personal que pone por encima los intereses del partido a los intereses de la caja.

Los estudios en contra de la participación pública en el control de las cajas con frecuencia se apoyan en estudios internacionales que relacionan la participación del Estado en las instituciones financieras con peores resultados³⁶. Los indicadores en los que se basan dicha afirmación son:

- a) peores niveles de rentabilidad, eficiencia, beneficio y mayor riesgo.
- b) mayor financiación dirigida a las Administraciones Públicas.
- c) inversiones donde se superpone el criterio político por encima del económico.

Antes de comenzar a exponer la literatura sobre las cajas, conviene aclarar que estos estudios internacionales sobre los distintos sistemas financieros tienen el problema de evaluar grandes agregados, donde en muchas ocasiones los préstamos de los bancos de propiedad estatal son otorgados deliberadamente a segmentos poblacionales de mayor riesgo por su situación de exclusión social y se hacen como medida de política económica por entidades con una finalidad subsidiaria de economía social por lo que para una mayor comprensión sería necesario introducir el contexto político. Por otro lado, también resulta común que parte de los malos resultados se derivan de fraudes y de una gestión punible por lo

³⁶ Como ejemplos pueden consultarse los estudios de: El Banco Mundial (2001) que concluye que los funcionarios son malos banqueros y que la injerencia política lleva a peores resultados especialmente en los países en desarrollo. Laporta et al. (2002) que analizan datos de 92 países y encuentran correlación negativa entre el número de bancos de propiedad estatal y una serie de proxies para el desarrollo financiero, eficiencia del gobierno, crecimiento económico y de la productividad. Aunque los autores señalan que estos resultados "no son una prueba concluyente de la causalidad", interpretan como un apoyo de la opinión de que la interferencia del gobierno en el sistema financiero relaja las restricciones presupuestarias, disminuye la eficiencia económica y la asignación de recursos para obtener votos y sobornos. Ianotta et al. (2007) en base a su análisis de 181 bancos de 15 países europeos señalan que los bancos de propiedad estatal presentan menor rentabilidad, menor calidad de la cartera crediticia y mayor riesgo de insolvencia en el sector bancario europeo.

que estaríamos ante problemas del régimen de control y de la calidad institucional y no de la forma de propiedad. Por último, a pesar de que está literatura, sobre los problemas a los que se enfrenta la banca pública, sirva de apoyo a parte del grupo de autores que ven en la estructura de gobierno de las cajas el epicentro del que derivan sus males, resulta necesario recordar que, pese a la vinculación de las cajas con los poderes públicos, estas no conformaban una banca pública. El hecho que distorsiona esta percepción es su estructura de gobierno y su finalidad social, pero ello no significa que su política crediticia se desarrollara siguiendo criterios de planificación pública, ni que el Estado pudiera ejercer derechos de propiedad sobre las cajas, ni que sus beneficios consolidaran en el Tesoro Público como es el caso de las empresas públicas o del Banco de España. No obstante, el hecho de que los partidos contaran con porcentajes de representación que repercutían en la designación de su dirección ha causado múltiples controversias y errores de lectura sobre su régimen de propiedad³⁷.

En los siguientes epígrafes exponemos los estudios sobre las cajas de ahorros. En primer lugar, presentamos las hipótesis, metodología, variables, métodos de estimación, conclusiones y nuestra opinión de los que sostienen que las cajas de ahorros obtienen peores resultados que los bancos comerciales. A continuación, llevamos a cabo el mismo ejercicio con los estudios que obtienen conclusiones que contradicen las del primer grupo.

2.2.1 Cajas de ahorros, politización y peores resultados

El estudio de Melle y Maroto (1999) sirve como referencia a muchos de los posteriores trabajos. Plantean el estudio sobre los diferentes grupos (corporaciones locales, impositores, fundadores y empleados) que forman la Asamblea General y las cuotas de voto para formar el Consejo de Administración para comprobar si se producen *“ineficiencias en la asignación y administración de los recursos; relacionadas, principalmente, con el número de representantes de las administraciones públicas territoriales en sus órganos rectores.”* Parten de la idea de

³⁷ Como dato significativo encontramos múltiples denuncias sobre procesos de privatización de entidades que ya eran privadas de los anexos 2 y 3.

que *“la regulación, a cargo de las administraciones públicas autonómicas, impone la asignación de tales derechos (de decisión), que favorece a las Corporaciones Locales, Provinciales y Autonómicas, cuyas cuotas de participación en las Asambleas Generales y/o Consejos de Administración, sobrepasan en algunas CCAA el 70 por ciento del total.”* Por lo que *“el conflicto de objetivos entre grupos sociales concurrentes y la sobrerrepresentación de alguno de ellos en los Órganos de gobierno de las cajas de ahorros puede materializarse en políticas de activo y pasivo que incidan de forma especialmente favorable en los intereses de algunos de tales grupos, al tiempo de afectar al rendimiento conjunto de la organización. Motivando así políticas oportunistas [...]”* Consideran que *“[...] dirección y empleados pueden ver alineados sus intereses respecto del objetivo de crecimiento de la entidad, que puede sustentar tanto los objetivos de mayor discrecionalidad de la dirección como los de creación de empleo y negociación de alzas salariales por los empleados.”* Por lo que suponen que *“[...] el mayor peso de las AAPP en los órganos de gobierno de las cajas tenderá a favorecer la creación de empleo y el incremento de la retribución media de los empleados.”* Como vemos el estudio parte de unos supuestos donde la gestión de las cajas se encuadra en la frontera de lo que podríamos considerar un esquema de administración desleal³⁸ que afecta negativamente al objetivo de rentabilidad favoreciendo a las AAPP y a los trabajadores.

Para contrastar las hipótesis diseñan varios modelos econométricos. En primer lugar, para responder a si el peso de las AAPP en los órganos de gobierno de las cajas condiciona sus políticas de inversión crediticia utilizan como variable dependiente los créditos a las AAPP sobre el crédito a otros sectores residentes que se explicaría por el porcentaje de representantes de las AAPP en la Asamblea General y 17 dummies, una por cada Comunidad Autónoma con una muestra de datos del año 1996 y de 26 cajas de ahorros.

³⁸ A fecha del estudio de los autores el delito por administración desleal quedaba tipificado en el Título XIII, Capítulo XIII art. 295 del Código Penal como: *“los administradores de hecho o de derecho o los socios de cualquier sociedad constituida o en formación, que en beneficio propio o de un tercero, con abuso de las funciones propias de su cargo, dispongan fraudulentamente de los bienes de la sociedad o contraigan obligaciones a cargo de ésta causando directamente un perjuicio económicamente evaluable a sus socios, depositarios, cuentapartícipes o titulares de los bienes, valores o capital que administren, serán castigados con la pena de prisión de seis meses a cuatro años, o multa del tanto al triplo del beneficio obtenido.”*

$$\frac{\text{CréditoAAPP}_{it}}{\text{CréditoOSR}_{it}} = c + \beta \left(\frac{\text{Representantes AAPP en Asamblea General}_{it}}{\text{Total consejeros en Asamblea General}_{it}} \right) + \sum_{j=1}^{17} \text{CCAA}_j + e_{it}$$

En segundo lugar, para dar respuesta a si el peso de las AAPP condiciona la retribución media de los empleados proponen un modelo donde la retribución por empleado depende de las mismas dos variables explicativas anteriores, más el logaritmo de la media de los activos totales tomados en t y en t-1, lo que queda especificado como:

$$\text{Retribución media}_{it} = c + \beta \left(\frac{\text{Representantes AAPP en Asamblea General}_{it}}{\text{Total consejeros en Asamblea General}_{it}} \right) + \sum_{j=1}^{17} \text{CCAA}_j + \text{Log} \left(\frac{\text{Activo}_t + \text{Activo}_{t+1}}{2} \right) + e_{it}$$

Por último, para explicar si la gestión de las cajas afecta negativamente a su rentabilidad utilizan como variable dependiente la ROA y la diferencia de la ratio créditos/depósitos al sector privado menos la ratio crédito/depósitos a AAPP como variable explicativa. Esto es:

$$\text{ROA}_{it} = c + \beta \left(\frac{\text{CréditoOSR}}{\text{DepósitosOSR}} - \frac{\text{CréditoAAPP}}{\text{DepósitosAAPP}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Sobre los resultados de las anteriores regresiones concluyen que el peso de las AAPP en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros condiciona sus políticas de inversión crediticia, así como las retribuciones medias por empleado. Añaden que cuanto mayor sea la diferencia entre la ratio créditos/depósitos de los residentes menos los créditos/depósitos de las AAPP peor será la rentabilidad de las cajas, por lo que consideran que estas optan por inversiones menos rentables que los bancos.

Observamos que, en el presente estudio, así como en el resto de estudios de este apartado subyace el sesgo de que el crédito a las AAPP que es considerado como un crédito más problemático que el crédito al sector privado. No compartimos esta idea ya que, por un lado, las AAPP son un cliente que demanda gran volumen de crédito y de baja morosidad. Las relaciones de las cajas con los políticos podían ofrecer ventajas comerciales como son: a) la seguridad de pago que ofrecen un cliente como las AAPP, b) la posibilidad de conseguir financiación a muy bajo coste

gracias a la domiciliación de nóminas de los funcionarios, c) la venta de productos a los funcionarios como préstamos, tarjetas de crédito, fondos de pensiones o seguros. Por otro lado, la crisis nos deja la evidencia de que los problemas de las cajas han venido por una gran expansión del crédito y una alta concentración de la morosidad en el sector privado, especialmente en promotores, frente al crédito a AAPP que en ningún caso ha registrado morosidad significativa. Como veremos este enfoque de desconfianza hacia el crédito a las AAPP es común a gran parte de los estudios de este epígrafe lo que pone en entredicho su capacidad predictiva.

Respecto a los problemas que presentan ratios como el ROA u otro tipo de agregados semejantes. Encontramos que, por un lado, existe un problema de heterogeneidad en esta ratio. Esta medida de la rentabilidad se expresa como beneficio sobre activo por lo que estamos ante variables heterogéneas tanto en el numerador ya que existen distintas posibilidades en cuanto a la procedencia de los distintos beneficios como son: comisiones, intereses, venta de activos, cambio de valor en los activos, o resultado de las empresas participadas. A lo que hay que añadir la heterogeneidad del denominador ya que se están comparando distintos activos que soportan diferentes riesgos en cada caja ya que como hemos expresado cada ROA se compone de activos y riesgos heterogéneos. Como ejemplo de lo que podría ser una primera aproximación muy agregada del riesgo que podría captar este indicador, y que no se considera en el estudio, suponemos que no existe el mismo riesgo en una entidad que ofrece una rentabilidad del 20% con una desviación típica del 2% de otra que ofrece la misma rentabilidad, pero con una desviación típica del 20%. Por último, aunque obviáramos las dificultades derivadas de la heterogeneidad de la cartera y de los riesgos de cada activo, existe un problema en las carteras crediticias y es que sólo es posible conocer la rentabilidad verdadera de esta cartera una vez se ha devuelto el 100% del nominal y de los intereses de cada crédito. Los problemas enumerados son recurrentes en la información contable obligatoria ya que responde a unos mínimos, por lo general muy agregados y el grado de fineza que se requiere para poder hacer operativas este tipo de operaciones únicamente podría ser subsanable con el acceso a la contabilidad analítica de cada entidad la cual no están obligadas a publicar.

En cuanto a la ecuación que plantea que la retribución media de los empleados depende del porcentaje de control político en la Asamblea General, 17 variables dummy y el logaritmo de la media de los activos en t y $t-1$. Consideramos que los autores suponen que las decisiones de inversión y retribución de los empleados las toma la Asamblea General cuando en realidad es el Consejo de Administración quien se encarga de la administración y gestión financiera de la caja de ahorros como de la obra social. Aun obviando los problemas de especificación que conlleva el hecho de ignorar la anterior relación, se considera los intereses de todos los representantes políticos que forman la Asamblea General son un bloque monolítico y no se reflexiona sobre las disputas internas, diversidad y enfrentamientos ideológicos que existen entre distintas facciones tanto dentro de un mismo partido, como entre los partidos con diferentes ideologías e intereses presentes en la Asamblea General, lo que, en el caso de que la Asamblea General tomara las decisiones respecto a las inversiones y retribuciones plantear que existe una fragmentación dentro de esta a la hora de tomar decisiones se ajusta mejor a la descripción de la realidad que una unión indefectible de intereses.

Como veremos la anterior crítica se repite en gran parte de la literatura analizada. El anterior planteamiento nos llevaría a problemas a la hora de reducir la modelización al porcentaje de políticos en la Asamblea. Aun haciendo el ejercicio de aceptar a la Asamblea General como órgano representativo válido de las decisiones de inversión de las cajas consideramos que la participación y el poder de decisión no se corresponde con la suma de cargos. Por un lado, porque la Asamblea se compone de varios partidos con distintos intereses y por otro, porque los representantes de un mismo partido no tienen igual peso a la hora de tomar decisiones. Como ejemplo el peso real que pueden tener miembros de la Asamblea que provengan de ayuntamientos de gran tamaño como el de Madrid o Pozuelo de Alarcón, frente a representantes de otros ayuntamientos con menor población. Adicionalmente consideramos que, aunque los autores encuentren relaciones estadísticamente significativas, no introducen variables que podrían ser de utilidad para explicar los cambios en la retribución de los empleados como pueden ser la evolución de los beneficios de cada entidad, la productividad, la experiencia de cada empleado, el grado de cualificación, o el grado de afiliación sindical.

Consideramos que la lógica económica sugiere que las anteriores variables pueden ser mejores indicadores de los determinantes que están tras aumentos salariales, frente a las propuestas en el trabajo: Comunidad Autónoma en forma de dummy, el porcentaje de políticos en la Asamblea, o el logaritmo de la media de los activos de los dos últimos ejercicios. Otro posible enfoque sería establecer segmentos en los trabajadores de cada entidad en función de su nivel salarial o de su cualificación, lo que podría ser útil para capturar información valiosa sobre los estratos donde se producen las mejoras salariales. Adicionalmente, los autores utilizan sólo una muestra de 26 cajas de ahorros para estudiar las anteriores relaciones por lo que dejan fuera a casi la mitad del sistema de cajas.

En general el análisis se basa en la idea intuitiva que Melle y Maroto presentan en la tabla 2.3 para los años 1984 y 1997 que sugiere que las cajas financian más a las AAPP que los bancos, lo que durante los años de su estudio es cierto. A modo de comparativa hemos actualizado con los datos de 2007 su cuadro con lo que obtenemos un panorama distinto.

Entidad	cajas			bancos		
	1984	1997	2007	1984	1997	2007
Total AAPP (crédito + valores)	18,58%	19,76%	4,99%	14,07%	14,99%	3,72%
Créditos AAPP	2,11%	4,95%	1,22%	0,65%	4,06%	1,53%
Valores AAPP	16,47%	14,81%	3,77%	13,42%	10,94%	2,19%
Créditos sobre depósitos de AAPP	66%	284%	36%	52%	218%	75%
Crédito a AAPP (cajas sobre bancos)	133%	69%	60%			

Fuente: BdE

Si observamos los nuevos datos, entre 1997 y 2007 se corrigen muchas de las cuestiones que se planteaban como deficiencias de las cajas. En primer lugar, el negocio con las AAPP pasa del 19,76% de su activo al 4,99%. Una situación similar tiene lugar en los bancos que pasan del 14,99% al 3,72%. En cuanto a la

composición de estas operaciones con las AAPP observamos que los créditos de las cajas representan el 1,22% de sus activos, mientras que para los bancos el porcentaje es mayor, el 1,53%. Esta situación se invierte en los valores de deuda de las AAPP en los balances que para las cajas suponen un 3,77% de los activos frente al 2,19% de los bancos. En cuanto al crédito a las AAPP sobre sus depósitos, observamos que en 2007 las cajas pasan a tener una estructura de balance donde captan mayor proporción de depósitos de las AAAPP frente al crédito que les ofrecen, mientras que los bancos registran una proporción más alta de préstamos a AAPP (36% frente a 75%). Por último, en 2007 el crédito de las cajas a las AAPP representa un 60% del volumen otorgado por los bancos. Como seguiremos observado, bajo los estudios de este bloque se llega de forma recurrente a la conclusión de que mayor porcentaje de control político de la Asamblea General lleva a peor rentabilidad y mayores niveles de riesgo. En pocas ocasiones en la disciplina de la Economía encontramos la posibilidad de contraste, pero en esta ocasión la Ley de Reforma del Sistema Financiero nos acerca a un laboratorio de pruebas. Con ella en 2002 se reduce en todas las cajas el porcentaje de cargos políticos que en ningún caso podía superar el 50%. Seis años tras la aprobación de dicha ley y descender la participación pública en todas las cajas, la mayoría de estas lejos de aumentar su rentabilidad y mejorar su gestión del riesgo desaparecieron.

El trabajo de Melle y Maroto inspira a un grupo de estudios posteriores que se centra en los efectos del gobierno de las cajas de ahorros sobre sus niveles de eficiencia y riesgo. Plantean que la diferente forma jurídica de cajas y bancos, o que un aumento del porcentaje de las cajas destinado a la representación de partidos políticos, induce a peores resultados en estas entidades. En este grupo encontramos los trabajos realizados por Díez et al. (2000), Azofra y Santamaría (2004), Fonseca y González (2005), Fonseca (2005) y Fernández et al. (2006) que comparten la existencia de una relación negativa entre la participación de AAPP y el nivel de eficiencia en las cajas de ahorros.

Díez et al. (2000) plantean un estudio sobre si un mayor peso de las AAPP en la Asamblea General repercute negativamente en la rentabilidad. Para ello se centran

en las cajas de Castilla la Mancha, aunque emplean datos de todas las cajas de ahorros durante el periodo 1992-1998 por lo que llevan a cabo conclusiones generales para todo el sistema de cajas. Para dar respuesta a esta hipótesis estudian las correlaciones entre la rentabilidad económica (ROA) y una variable que mide el porcentaje de participación de las AAPP en su Asamblea General. En esta variable agregan el porcentaje de participación de las AAPP y el porcentaje de participación de los empleados en la Asamblea General. Para ello se basan en las conclusiones de Melle y Maroto (1999) y argumentan que existe una confluencia de intereses entre ambos grupos porque *“los empleados de estas entidades se ven incentivados, con una mayor remuneración, a seguir los intereses de las administraciones públicas, constituyendo, en la práctica, un único grupo de presión.”*

Bajo la segunda hipótesis pretenden contrastar si la fusión de todas las cajas de ahorros de la región de Castilla la Mancha en una única entidad es una decisión eficiente. Para ello diseñan un modelo de datos de panel, donde como variable dependiente utilizan la ROA y como variable independiente el logaritmo del volumen de activos de las cajas que expresan como:

$$ROA_i = \alpha_i + \beta_i \text{LogActivo}_i + \mu_i$$

Para la primera hipótesis obtienen una correlación negativa, por lo que concluyen que el mayor peso de las AAPP en los consejos de las cajas repercute negativamente en la rentabilidad económica. Para la segunda hipótesis también encuentran relación negativa por lo que concluyen que cuanto mayor es el volumen de activos menor es su rentabilidad económica, razón por la que desaconsejan las fusiones y afirman la inexistencia de las economías de escala en las cajas de ahorros.

En esta ocasión el estudio parte del supuesto que agrega los intereses de los representantes de los distintos partidos políticos que participan en la Asamblea General con los de todos los trabajadores. Como hemos expuesto en el anterior estudio no es la Asamblea General quien toma las decisiones de inversión y bajo nuestro punto de vista en una entidad del tamaño y la complejidad de una caja resulta común que existan facciones, luchas de poder y oposiciones tanto dentro de

cada grupo de representantes políticos, como entre los distintos partidos que componen la Asamblea General en función de su orientación política e ideológica, así como entre el grupo de empleados y el de representantes públicos, y entre empleados con distintas funciones y responsabilidades. Un ejemplo recurrente de esto último, son las disputas entre el equipo de ventas y operaciones con el equipo de riesgos, o las reticencias de empleados en puestos técnicos de alta responsabilidad con los cargos designados por representación política.

Los autores buscan una explicación de la rentabilidad únicamente en base al tamaño del activo sin tener en cuenta otras variables que incluyan información de los activos y pasivos de las cajas. El hecho de suponer que la rentabilidad depende exclusivamente del logaritmo de los activos lleva a una mala especificación del modelo por la omisión de variables por lo que nos encontramos ante un problema de estimadores sesgados y variables omitidas.

Respecto al uso de la ROA u otras medidas de rentabilidad, el estudio presenta las mismas dificultades ya planteadas en nuestro análisis del trabajo de Melle y Maroto (1999). Bajo este esquema se podría conseguir una primera aproximación de las correlaciones que existen entre tamaño y rentabilidad. No obstante, la ROA tiene numerosas dificultades en su medición y comparación que ya hemos planteado en el apartado anterior.

En cuanto a la inexistencia de las economías de escala por la que los autores desaconsejan las fusiones entre cajas y que afirman que se debe a la relación negativa entre ROA y logaritmo de los activos, consideramos que dicha afirmación requeriría de un estudio de mayor profundidad donde se tenga en cuenta cuestiones como la complementariedad de los planes estratégicos de inversión, la estructura de financiación, el poder de mercado de cada caja en cada localidad, la distribución geográfica de las oficinas, el número de empleados, su cualificación, el nivel de capitalización de cada entidad y de la resultante fusión, la calidad de la cartera crediticia y de otro tipos de activos como las empresas participadas, la cartera de negociación, o las infraestructuras.

El siguiente trabajo que analizamos es el de Azofra y Santamaria (2004) que estudian la influencia del gobierno corporativo en la eficiencia de las cajas de ahorros españolas mediante un modelo de frontera eficiente en base a una función de costes para 40 cajas de ahorros con los datos del año 1999. Como outputs plantean: a) la suma de caja y depósito en bancos centrales, la deuda del Estado, deuda de entidades de crédito; b) el volumen de crédito; c) los depósitos; d) el número de oficinas. Y como inputs: a) el número de empleados; y b) los activos materiales o capital físico. En base a los resultados del análisis confirman la hipótesis de que cuanto mayor es el número de representantes políticos en el Consejo de Administración menor es la eficiencia de la caja. Subrayan la existencia de una relación negativa y significativa entre la participación de AAPP y eficiencia en las cajas de ahorros y apuntan a que el establecimiento de límites a la intervención de los poderes públicos, tal y como ha hecho la Ley Financiera, permitiría mejorar la eficiencia de estas entidades.

El trabajo se basa en un enfoque de optimización donde se plantean las relaciones entre el máximo de output alcanzable con el mínimo de input. Los investigadores parten de un modelo muy particular que se corresponde más con un enfoque industrial con una función de producción que consideramos que no se corresponde con la descripción del funcionamiento de una entidad financiera. Eligen como inputs el número de trabajadores y el capital físico. El número de trabajadores es un agregado heterogéneo que no puede recoger las diferencias de experiencia, tipo de jornada, cualificación y funciones dentro del organigrama de cada caja. Respecto al segundo agregado, el capital físico responde a una cifra que representa el valor del conjunto de equipos (ordenadores, impresoras, teléfonos, coches de empresa, etc.) e instalaciones. Estas variables se ponen en relación con otro grupo heterogéneo y el resultado de la función se compara con el porcentaje de participación política en cada Asamblea General para concluir que mayor nivel de participación política es igual a menor eficiencia. Por lo que a los problemas de enfoque y de variables seleccionadas se añade el considerar a la Asamblea como cuerpo que gestiona las inversiones de las cajas, cuyas limitaciones hemos enumerado en los anteriores estudios. Por último, observamos que las predicciones del estudio quedan refutadas por la realidad y que un menor

porcentaje de políticos en la Asamblea General no ha llevado a una gestión más eficiente de las cajas.

Fonseca y González (2005) plantean si tras el fallo de las sentencias 48 y 49 de marzo de 1988 del Tribunal Constitucional que permitía a las CCAA alterar los porcentajes de representación en el gobierno de las cajas, se produjeron cambios en la proporción de representación política que alteraron el nivel de riesgo al que las cajas estaban expuestas. Efectúan el estudio en base a la composición de los órganos de gobierno de 30 cajas de ahorros españolas entre 1984 y 1999. A nivel teórico plantean 3 grupos de riesgo dentro de cada caja. En primer lugar, los depositantes que, según los autores, serían neutrales al riesgo por la existencia de un seguro sobre sus ahorros. En segundo lugar, los empleados/directivos a los que suponen adversos al riesgo. Para este planteamiento argumentan que tienen como objetivo mantener su trabajo y nivel salarial por lo que no querrían llevar a cabo operaciones arriesgadas. Tras dar por probadas en el plano teórico estas cuestiones pasan a analizar el grupo formado por los políticos. Argumentan que *“por una parte, el interés del político en conservar la utilización de las cajas de ahorros como un instrumento para alcanzar objetivos políticos”* Esta característica *“puede llevarle a limitar el riesgo con la finalidad de garantizar la continuidad de la entidad y evitar una crisis en la caja”,* pero *“al mismo tiempo la politización de la toma de decisiones puede buscar la realización de proyectos políticamente deseables pero no rentables e incrementar así el riesgo de la entidad.”* Por lo que plantean que el aumento del riesgo está ligado a este último grupo.

Como medida del riesgo utilizan la desviación estándar de los resultados de la entidad durante los cuatro años anteriores y posteriores a la modificación normativa. Plantean tres medidas alternativas:

$$\text{Riesgo 1} = \frac{\sigma(\text{beneficios antes de gastos operativos/Activo})}{\text{Valor medio}(\text{beneficios antes de gastos operativos/Activo})}$$

$$\text{Riesgo 2} = \frac{\sigma(\text{beneficios después de gastos operativos/Activo})}{\text{Valor medio}(\text{beneficios después de gastos operativos/Activo})}$$

$$Riesgo\ 3 = \frac{\sigma(\text{recursos después de gastos operativos/Activo})}{\text{Valor medio (recursos después de gastos operativos/Activo)}}$$

Fonseca y González reconocen que existen diferencias en lo que denominan riesgo que pueden deberse a factores que afectan al sector y que no tienen que ver con la modificación de los órganos de gobierno. Para corregirlos optan por dividir el resultado de las ecuaciones anteriores por la media de la misma medida de riesgo de las seis cajas de ahorros que no experimentaron cambios en sus órganos de gobierno. Con ello afirman “[...] controlar los efectos generales que afectan al sector diferentes a los derivados de la modificación de sus órganos de gobierno.” A esta medida la denominan “riesgo ajustado”. En base a las anteriores medidas estiman tres modelos. El primero queda especificado como sigue:

$$Riesgo_{post,i} = \alpha_0 + \alpha_1 RiesgoAjustado_{pre} + \alpha_2 CambioTamaño_{it} + \sum \alpha_i Cambio\ Gobierno_{it} + \varepsilon_{it}$$

En base a los resultados de la anterior regresión concluyen que las cajas “han incrementado su nivel de riesgo tras la modificación legislativa que ha aumentado el peso de las administraciones públicas en sus órganos de gobierno [...]”

El segundo modelo queda especificado:

$$RiesgoAjustado_{post,i} = \beta_0 + \beta_1 RiesgoAjustado_{pre,i} + \beta_2 CambioTamaño_i + \beta_3 Cambio\%AAPP_i + \beta_4 (Cambio\%AAPP_i)^2 + \beta_5 Cambio\%Empleados_{it} + \beta_6 (Cambio\%Empleados_i)^2 + \sum \beta_t Cambio\ Gobierno_{it} + \varepsilon_{it}$$

Las únicas variables que superan los test de significatividad a un nivel de confianza del 5% son los cambios en el porcentaje de las AAPP al cuadrado que son estadísticamente significativos en 4 de las 6 estimaciones. En base a este dato concluyen que “la relación encontrada entre variación en el riesgo y variación en el porcentaje de representación de las administraciones públicas es consistente con el hecho que el objetivo de alcanzar fines políticos en la toma de decisiones puede no coincidir con el objetivo de eficiencia económica y llevar incrementos en el riesgo de las entidades.”

Por último, “Para dotar de mayor robustez a los resultados se analizó si la influencia del porcentaje de representación pública sobre el riesgo de las cajas variaba según que la participación de las administraciones públicas fuese mayoritaria o no.” Para lo que introducen una variable dummy (D_{PPM_i}) con valor 1 si la participación pública es mayoritaria antes de la entrada en vigor de la normativa autonómica. Estiman la anterior regresión sustituyendo el cambio en el porcentaje de participación en las AAPP al cuadrado ($Cambio\%AAPP_i$)² por la dummy:

$$RiesgoAjustado_{post,i} = \gamma_0 + \gamma_1 RiesgoAjustado_{pre,i} + \gamma_1 CambioTamaño_i + \gamma_3 Cambio\%AAPP_i + \gamma_4 D_{PPM_i} + \gamma_5 Cambio\%Empleados_{it} + \gamma_6 (Cambio\%Empleados_i)^2 + \sum \gamma_i Cambio Gobierno_{it} + \varepsilon_{it}$$

En base a los resultados afirman que para las cajas únicamente son significativas las variables cambio de porcentaje del control de las AAPP, que en el modelo anterior no lo era, y la nueva variable dummy por lo que concluyen que “Estos resultados son consistentes con los obtenidos en la estimación del modelo 8 (anterior) al indicar que la influencia positiva de la participación pública sobre el riesgo de las cajas de ahorro es más clara en aquellas cajas con mayores porcentajes de representación pública [...].”

Posteriormente Fonseca (2005) retoma esta investigación concluyendo que existe una evidencia de menor eficiencia cuanto mayor es la politización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros y mayores incrementos del riesgo. Dados estos resultados, por lo que “cabría esperar que la reciente limitación de la participación pública en el gobierno de las cajas impuesta por la Ley 44/2002 pudiera contribuir a una mayor estabilidad del sector bancario español.”

Al margen de las cuestiones estadísticas sobre la necesidad de significatividad en los parámetros estimados encontramos un enfoque de la medición de los riesgos de las entidades financieras que resulta recurrente en este tipo de literatura y que no compartimos. Consideramos que el riesgo en una entidad financiera es un fenómeno multidimensional y complejo. Una caja de tamaño medio está expuesta, al menos a: a) riesgo de mercado por las fluctuaciones de sus valores en cartera; b) riesgo de cambio en el caso de que opere con divisas; c) riesgo de interés debido a

las variaciones de los tipos; d) riesgo de crédito, como consecuencia de los créditos otorgados; e) riesgo de liquidez, por tener una estructura de balance que necesita financiar constantemente; f) riesgo operativo, por la posibilidad de fallos en los procesos y sistemas internos; g) riesgo reputacional, por el que proyectar una imagen negativa puede afectar a la posibilidad de realizar futuras operaciones; h) riesgo sistémico, debido a la incertidumbre global y el fácil contagio en el sistema financiero; i) riesgo de contraparte, por la posibilidad de que en una operación la contraparte incumpla sus obligaciones contractuales. Este desglose de los posibles riesgos a los que se enfrenta una entidad financiera no es recogido en el cálculo de la desviación estándar de los resultados que los autores plantean. Dicha medida no es un riesgo, ya que un riesgo por su naturaleza es un fenómeno que todavía no se ha producido, las pérdidas futuras a las que está expuesta una entidad financiera para el que diseñamos algún tipo de métrica o modelo para poder aproximarnos en términos de probabilidad, mientras que la desviación estándar de los resultados, o de la rentabilidad son certezas que se obtienen calculando la raíz cuadrada de la varianza sobre datos observables en el balance. Por ello encontramos problemas en el planteamiento de las variables dependientes de sus tres modelos y por lo tanto en las relaciones que se plantean en el estudio.

En cuanto a las variables independientes, los autores no consideran que los distintos niveles de riesgo puedan deberse a los activos y pasivos de las cajas (tipos de crédito, calidad de la cartera, concentración, cartera de negociación, empresas participadas, tipo de deuda emitida, depósitos, etc.) y proponen entre las variables el cuadrado de la proporción de representantes políticos en la Asamblea, o el cuadrado de la proporción de trabajadores cuyo valor explicativo no se sustenta en ninguna teoría económica.

En cuanto al planteamiento teórico volvemos a encontrar un esquema que supone que las decisiones de inversión las toma la Asamblea General, lo cual no se corresponde con la realidad. Adicionalmente consideramos poco operativa la idea de que los depositantes son neutrales al riesgo. En cualquier caso, es una suposición teórica que no se sustenta en la evidencia empírica de la existencia de un seguro de depósitos ya que este no cubre el 100% para todos los casos.

Respecto a la aversión al riesgo de los trabajadores/directivos consideramos que debería tenerse en cuenta la existencia de un grupo heterogéneo de tareas de los trabajadores donde la evidencia empírica de las crisis sugiere que existe un grupo con poder de decisión que toma posiciones de riesgo y que cuenta con retribuciones por bonos e incentivos que en numerosas ocasiones son condicionados a la evolución de los resultados o de la rentabilidad y que por lo general se pueden cumplir mediante inversiones de mayor riesgo, por lo que existen dudas razonables sobre la aversión al riesgo que constituya en un único bloque al grupo de trabajadores/directivos .

Por último, como en otros estudios de este grupo que consideran perjudicial la participación de las AAPP en sí misma, los autores dan la bienvenida a la limitación al 50% de la Ley de Reforma del Sistema Financiero de 2002 que según su planteamiento debería haber servido para impulsar la estabilidad de las cajas.

Fernández, et al. (2006) llevan a cabo un nuevo estudio donde de nuevo se proponen comprobar si la influencia de la diferente forma jurídica de bancos y cajas de ahorros induce a una diferente asunción de riesgos. Para ello analizan una muestra de entidades durante el periodo 1985-2001 y como medida del “*riesgo total*” de cada entidad emplean 4 medidas alternativas. En primer lugar (CDUD) que es el porcentaje de créditos dudosos sobre los créditos totales; en segundo lugar (PROV) que es el porcentaje que la dotación anual de la provisión para insolvencias representa respecto a los créditos totales. Y como alternativas:

$$Riesgo\ 3 = \frac{\sigma(\text{recursos antes de gastos operativos e impuestos}/\text{Activo})}{\text{Media}(\text{recursos antes de gastos operativos e impuestos}/\text{Activo})}$$

$$Riesgo\ 4 = \frac{\sigma(\text{recursos generados antes de impuestos}/\text{Activo})}{\text{Media}(\text{recursos generados antes de impuestos}/\text{Activo})}$$

Sus hipótesis a contrastar son: En primer lugar, comprobar si “*la forma jurídica adoptada por los bancos proporciona mayores incentivos a asumir riesgos que la forma jurídica establecida por ley para las cajas de ahorros.*” En segundo lugar, se plantean si “*el proceso de desregulación del sector bancario español incrementa las*

diferencias entre el riesgo de bancos y cajas de ahorros al aumentar los incentivos de los accionistas bancarios a asumir riesgos." En tercer lugar, si "la participación de los empleados en los órganos de gobierno de las cajas de ahorro está negativamente relacionada con el riesgo de la entidad." Y, por último, sobre el control político de las cajas de ahorros plantean que "el interés por mantener las posibilidades de utilización de las cajas de ahorro como instrumento para fines políticos lleva a una relación negativa entre la participación pública en los órganos de gobierno y nivel de riesgo de las cajas de ahorros" y que "La posibilidad que tienen las administraciones públicas de compensar las pérdidas de inversiones arriesgadas con transferencias de fondos disminuye el coste ex-ante de asumir riesgos y origina una relación positiva entre participación pública y nivel de riesgo de las cajas de ahorros." Para cada una de estas hipótesis plantean un análisis econométrico que, al igual que en el trabajo de Fonseca y González (2005), nace de un planteamiento donde los depositantes son riesgo neutrales, por la existencia de un sistema de seguro de depósitos, y los empleados/directivos son adversos al riesgo porque optan por inversiones que no pongan en peligro la estabilidad de su puesto de trabajo y nivel salarial. Por lo que el aumento del riesgo queda vinculado a los cambios en la proporción de representantes políticos. Nos detendremos en las relaciones que plantean para la H1 y la H4 que relacionan forma jurídica y nivel de riesgo.

Para contrastar si los bancos toman más riesgo que las cajas cuando miden el riesgo como CDUD y PROV plantean el siguiente modelo.

$$Riesgo_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Dummy + \gamma_2 X_{it} + \sum_{1985}^{2001} \gamma_t T_t + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde el riesgo dependería de una dummy que indica el tipo de entidad (caja o banco), X_{it} que es un conjunto de variables de control (logaritmo del tamaño, logaritmo de la edad de la entidad, logaritmo del PIB y el porcentaje de depósitos de la entidad respecto al total de depósitos de las provincias en las que la entidad tiene oficinas), T_t es otra dummy para cada año del estudio y μ_{it} sería una variable aleatoria que según los autores sirve para medir los efectos específicos de cada entidad.

Cuando los niveles de riesgos son medidos bajo la fórmula de Riesgo3 y Riesgo4, llevan a cabo un procedimiento de dos etapas. En la primera etapa se consideran todas las entidades existentes al inicio del periodo de estudio para realizar un modelo probit que permita conocer la probabilidad de que una entidad sobreviva a lo largo de todo el periodo. En la segunda etapa se realiza una regresión por mínimos cuadrados ordinarios considerando a las 50 entidades que sobreviven durante todo el periodo 1985-2001." Definen se define como:

$$Supervivencia_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{tipoi} + \alpha_2 X_i + \varepsilon_i$$

Donde D_{tipoi} es la variable dummy para cada tipo de entidad y X_i son las variables de control anteriormente definidas.

En la segunda etapa plantean que Riesgo 3 y Riesgo 4 dependen de:

$$Riesgo_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{tipoi} + \beta_2 X_i + \beta_3 \lambda_i + \varepsilon_i$$

Por lo que únicamente introducen λ_i que es la inversa de la ratio obtenida de la primera etapa.

De ambos modelos concluyen que "existe un mayor nivel de riesgo en los bancos respecto a las cajas de ahorros."

Para el contraste de la influencia de la asignación de derechos de control en las cajas de ahorros cuando miden el riesgo como CDUD y PROV plantean el siguiente modelo de datos de panel:

$$Riesgo_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Admon_{it} + \gamma_2 (Admon_{it})^2 + \gamma_3 EMP_{it} + \gamma_4 (EMP_{it})^2 + \gamma_5 TA_{it} + \gamma_6 X_i + \sum_{1985}^{2001} \gamma_t T_t + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde $Admon_{it}$ es el porcentaje de las AAPP en la Asamblea General, $(Admon_{it})^2$ es el mismo porcentaje al cuadrado, EMP es el porcentaje de empleados en dicho órgano, $(EMP_{it})^2$ es el porcentaje de empleados al cuadrado, TA_{it} es el logaritmo de los activos, X_i son las anteriores variables de control, T_t que

es una variable dummy para contar el tiempo y por último μ_{it} , variable aleatoria para “los efectos específicos de cada entidad.”

Para modelizar las medidas de Riesgo 3 y Riesgo 4 emplean el siguiente modelo por mínimos cuadrados ordinarios donde excluyen la variable TA_{it} :

$$Riesgo_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Admon_{it} + \gamma_2 (Admon_{it})^2 + \gamma_3 EMP_{it} + \gamma_4 (EMP_{it})^2 + \gamma_5 X_i + \sum_{86}^{95} \gamma_t T_{it} + \varepsilon_{it}$$

Sobre los resultados de las anteriores regresiones concluyen que existe un aumento del riesgo si se aumenta la participación política, por lo que deducen que la Ley de Reforma del Sistema Financiero que limita al 50% el derecho de voto de las AAPP tendrá efectos positivos en los niveles de riesgo de las cajas.

El estudio comparte muchos de los supuestos del presentado por Fonseca y González (2005). En primer lugar, la medición del “*riesgo total*”, para las que nos remitimos a la crítica del anterior estudio. Nos detendremos en las dos nuevas alternativas de medición del riesgo los créditos dudosos y las provisiones sobre el total de créditos. Ambas están muy ligadas porque el porcentaje de activos dudosos responde a la materialización del riesgo de crédito y la norma contable determina que la mayor parte de las provisiones se realicen en base a la salud de la cartera crediticia. Ninguna es una medida de riesgo. De hecho, son malos indicadores del nivel de riesgo de una entidad. La primera afirmación la hacemos sobre la base de que el riesgo de la cartera crediticia se encuentra en la posibilidad de registrar impagos en la cartera sana, mientras que la morosidad nos muestra la materialización de impagos pasados, por lo que no encontramos riesgo sino la certeza de un deterioro. La segunda razón por la que consideramos malos indicadores del nivel de riesgo se debe a que es común que en los momentos anteriores a la explosión de una burbuja se registren muy bajos niveles de mora y un aparente buen nivel de provisiones si la mora se mantuviera a bajo nivel. Esto se debe a que mientras se desarrolla la burbuja la ratio de créditos morosos descende como consecuencia que el denominador (volumen de crédito) crece a

mayor velocidad que el numerador (volumen de deterioro). La realidad nos muestra que una vez que estalla la burbuja la morosidad se incrementa rápidamente a niveles que nada tienen que ver con los de la etapa expansiva, el crecimiento crediticio se resiente y las provisiones son insuficientes para el nuevo escenario.

En cuanto a las variables los autores dicen introducir variables de control, lo que les daría posibilidad de experimentar dejando fijas dichas variables. Este enfoque es común de otras disciplinas como la bioestadística donde se tiene la posibilidad de mantener constante un parámetro como la temperatura o la humedad, para observar bajo un experimento controlado cómo se comportan los otros factores explicativos del modelo. En esta ocasión los autores dicen introducir como variables de control el logaritmo del tamaño de la entidad, el logaritmo de la edad de la entidad, el logaritmo del PIB y el porcentaje de depósitos de la entidad respecto al total de depósitos de las provincias en las que la entidad tiene oficinas. Una característica inevitable de una variable de control es precisamente que podamos controlar sus valores en sucesivos experimentos, por lo que en este caso no encontramos variables de control sino variables observacionales que están dadas en función de la coyuntura económica y de la gestión de las cajas. Dado que los investigadores no tienen el poder de controlar el PIB ni el porcentaje de depósitos de las cajas, ni su edad, los cambios de valor de estas afectarán a los resultados de la estimación junto con el resto de las variables explicativas.

Por otro lado, los autores tratan de encontrar relaciones estadísticamente significativas entre las alternativas medidas de riesgo y el porcentaje de representación política en la Asamblea y de trabajadores y las mismas variables elevadas al cuadrado. Sobre estas variables explicativas no encontramos ninguna teoría económica que sustente su significado económico ni su relación cuadrática con los riesgos. Como crítica al uso de la composición de la Asamblea General y la relación real de esta con las decisiones de inversión y la heterogeneidad dentro de los distintos grupos que la componen nos remetimos a la crítica al trabajo de Maroto (1999) y Díez et al. (2000).

En cuanto al sustento teórico que sugiere la neutralidad al riesgo de los depositantes y la aversión al riesgo de los trabajadores/directivos nos remitimos a la crítica del anterior trabajo de Fonseca y González (2005) ya que el estudio parte del mismo planteamiento.

Por último, entre las conclusiones se afirma que los bancos tienden a tener una cartera con mayor riesgo que las cajas por lo que consideramos que sobre la modelización planteada los autores alcanzan malas predicciones ya que sus conclusiones quedan refutadas por la realidad de la crisis.

Para finalizar con este grupo de estudios, Cestona y Surroca (2002) señalan su desacuerdo con el uso habitual de la eficiencia económica como único criterio para comparar bancos y cajas y proponen construir un enfoque distinto. Argumentan que en las cajas la eficiencia económica puede ser sólo uno de los objetivos a alcanzar. Por ello formulan un concepto de eficiencia más amplio que incorpore los objetivos de las cajas. Estos objetivos serían: a) universalizar los servicios financieros, b) la eficiencia económica, c) fomentar la competencia y evitar el abuso de monopolio, d) la contribución al reparto de la riqueza y el bienestar, y e) la contribución al desarrollo regional. Para medir cada uno de los objetivos plantean proxys, que como veremos más adelante es donde se encuentran los mayores problemas del estudio. Dividen la muestra de cajas de ahorros en dos en base a la proporción de control que los estatutos otorgan a las AAPP en cada caja. Por un lado, un grupo donde las AAPP poseen más de un 50 por ciento de los votos de la Asamblea General. El segundo grupo configurado por las cajas cuyo control recaería en los internos (directivos y empleados), donde la suma de los votos de trabajadores e impositores supera el 50 por ciento del total. Sus conclusiones son que *“las cajas controladas por los internos priorizan los objetivos de eficiencia económica y de universalidad. Por el contrario, cuando las Administraciones Públicas ostentan el control, las cajas favorecen el desarrollo regional y la universalidad, pero desatienden el fomento de la competencia.”*

El planteamiento del trabajo resulta innovador frente a la literatura hasta ahora analizada, pero consideramos que existen problemas con los proxys que distan de

medir los objetivos que se proponen debido a que son principios amplios que por su carácter multidimensional necesitarían de una batería de indicadores.

En primer lugar, el objetivo de universalizar los servicios financieros, lo miden como la proporción de oficinas de cada caja fuera de la capital de provincia y el saldo medio de los depósitos, sin tener en cuenta el perfil de los clientes de las cajas en base a su estrato social, edad, empleo o nivel de estudios. Para la eficiencia económica, de nuevo nos encontramos con la ROA sin que exista ningún tipo de ajuste en función del riesgo ni de los distintos tipos de activos que tiene cada caja, por lo que se repite la crítica planteada en el trabajo de Melle y Maroto (1999) sobre la información real que ofrece este concepto. Para el objetivo de fomentar la competencia y evitar el abuso del monopolio, miden la diferencia del tipo de interés descubierto menos el tipo de interés de referencia de activo de la CECA. Encontramos que bajo este indicador no se captan cuestiones como pactos de no reparto del mercado entre cajas. Como caso paradigmático de este tipo de acuerdos encontramos el de las tres cajas del País Vasco con Caja Navarra a las que la CNMV les impuso una multa de 24 millones de euros al actuar como un cártel y no competir en los territorios vecinos. Para la contribución al reparto de la riqueza y del bienestar utilizan la obra social, pero como se indica por parte de los autores este indicador también cuenta con deficiencias ya que puede no tener relación alguna con la equidad en el reparto de la riqueza: *“el foco de interés de la obra social ha cambiado desde la prestaciones asistenciales a las prestaciones culturales (en 1999 la obra cultural supone un 48 por ciento del total de obra social, por un 30 por ciento de la obra asistencial), cuyo consumo se centra fundamentalmente en los segmentos de renta media-alta.”* Por último, para medir la contribución al desarrollo regional, eligen el crédito a las AAPP, cuya validez también es cuestionable debido a que según los datos de este tipo de crédito encontraríamos que los bancos son los que más han contribuido históricamente al desarrollo regional. Todos los problemas descritos en cada proxy para medir los objetivos de las cajas nos llevan a cuestionar la fortaleza de las conclusiones del modelo econométrico.

A modo de conclusión recopilamos los principales problemas comunes en el anterior grupo de estudios.

1. Deficiente poder predictivo de los sucesivos modelos.

Consideramos que a pesar de la crisis de las cajas los estudios analizados han llevado a cabo malas predicciones porque se basan en vincular más participación política con mayores riesgos y menor rentabilidad. Desde 2002 se limitó al 50% el máximo de representantes políticos de cada caja coincidiendo con la mayor expansión de la burbuja. Por lo que una disminución de la participación política en las Asambleas nada ha tenido que ver con mejores políticas de inversión.

2. Confusión sobre el papel de la Asamblea General en las decisiones de inversión.

La Asamblea General no está al cargo de las decisiones de inversión de las cajas y una vez configurada tiene un papel simbólico. La LORCA especifica³⁹ que la Asamblea general se reúne en sesiones ordinarias dos veces al año, dentro de cada semestre natural. En el contenido de estas reuniones semestrales no se llevan a cabo inspecciones técnicas sobre las decisiones de inversión ni sobre los riesgos tomados en el ejercicio. La LORCA en su artículo 11 atribuye a la Asamblea General las siguientes funciones:

a) El nombramiento de los vocales del Consejo de Administración y de los miembros de la Comisión de Control de su competencia, así como la adopción de los acuerdos de separación del cargo que correspondan de conformidad con lo establecido en el artículo 18.

b) La aprobación y modificación de los Estatutos y Reglamento.

c) La disolución y liquidación de la entidad, su fusión o integración con otras, su transformación en una fundación de carácter especial.

d) Definir anualmente las líneas generales del Plan de actuación de la entidad, para que pueda servir de base a la labor del Consejo de administración y de la Comisión de control.

³⁹ Artículo 12 punto 1 de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las Cajas de Ahorro (Vigente hasta el 29 de diciembre de 2013)

e) La aprobación, en su caso, de la gestión del Consejo de administración, memoria, balance anual y cuenta de resultados, así como de la aplicación de estos a los fines propios de la caja de ahorros.

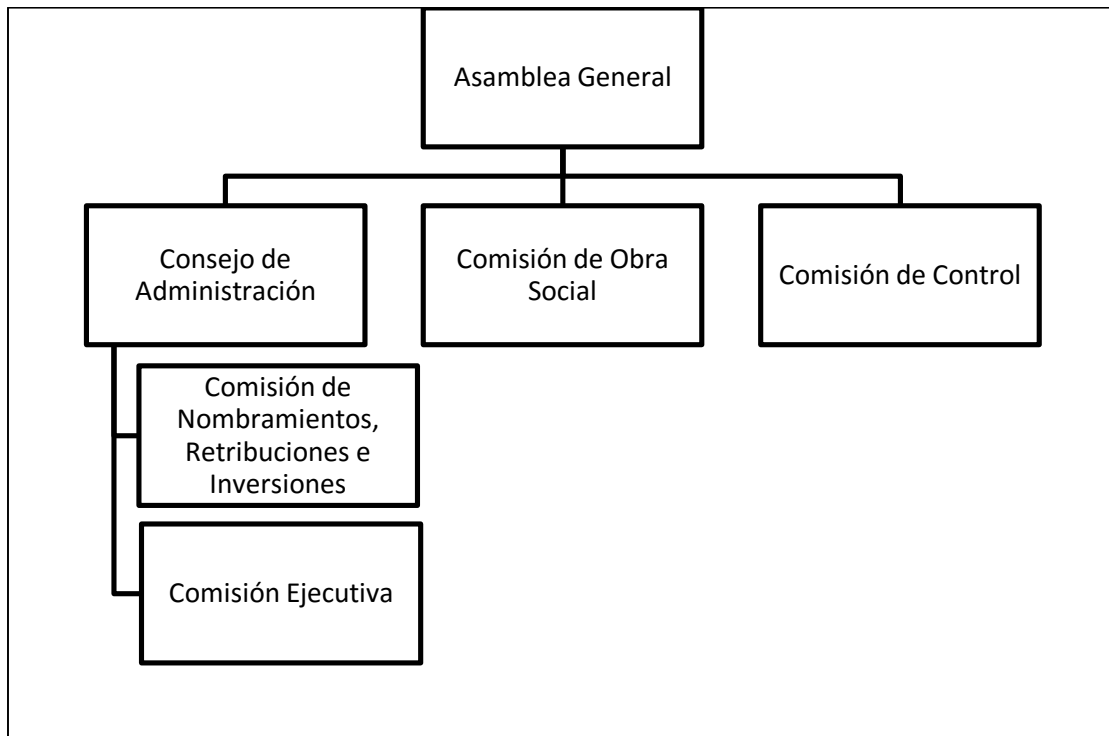
f) La creación y disolución de obras benéfico-sociales, así como la aprobación de sus presupuestos anuales y de la gestión y liquidación de los mismos.

g) Cualesquiera otros asuntos que se sometan a su consideración por los órganos facultados al efecto.

Como vemos, aunque existe una vinculación clara entre la Asamblea General y los demás órganos de las cajas de ahorros que dependen de ésta, la Asamblea General se limita a cuestiones formales y no participa en una gestión activa de la caja por lo que consideramos incorrecto suponer que la variación del riesgo o de los resultados estén determinados por la proporción de políticos que forman parte de ésta.

A continuación, en el diagrama 2.1 mostramos el organigrama tipo publicado por la Confederación Española de Cajas de Ahorros

Diagrama 2.1 Organigrama tipo de una caja de ahorros



Fuente: Confederación Española de Cajas de Ahorro

3. Simplificación de los riesgos de una entidad financiera.

Las medidas propuestas en los sucesivos trabajos para el riesgo son un agregado que no tiene en cuenta la diversidad de riesgos ni de operaciones que lleva a cabo una entidad y se limita a distintos cálculos sobre la rentabilidad de cada caja, o al agregado de las provisiones o de préstamos dudosos los cuales obvian que el riesgo se encuentra en la cartera no deteriorada. Como ejemplos de los distintos riesgos que quedan fuera del análisis hemos encontrado al menos: a) el riesgo de mercado, b) el riesgo de cambio, c) el riesgo de interés. d) el riesgo de crédito, e) el riesgo de liquidez, f) el riesgo operativo, g) el riesgo reputacional, h) el riesgo sistémico, i) el riesgo de contraparte.

4. Problema de agregación en varias de las variables.

Encontramos problemas en la agregación de variables relevantes en los modelos estimados como son la rentabilidad, las decisiones de la Asamblea General y las medidas de riesgo. En primer lugar, la rentabilidad (ROA) se mide como beneficio sobre activo por lo que estamos ante variables heterogéneas tanto en el numerador como la procedencia de los distintos beneficios (comisiones, intereses, operaciones financieras y resultado de las empresas participadas) como en el denominador con distintos activos que cuentan con diferentes niveles de riesgos. En segundo lugar, adicionalmente a los problemas expuestos en el punto 2 sobre la vinculación entre las decisiones de inversión y la Asamblea General, esta última tiene el problema añadido de la heterogeneidad de los intereses de los distintos grupos que la componen. Como ejemplo nos hemos centrado el porcentaje que corresponde a los miembros de partidos políticos que se distribuye de forma heterogénea entre diferentes partidos con distintos intereses e ideologías, así como las posibles divergencias que pueden aparecer dentro de un mismo partido y la distinta influencia de cada miembro en base a la importancia de su procedencia. Por último, para los trabajos que toman como medida del riesgo la desviación de la rentabilidad, al margen de las deficiencias del indicador comentadas en el punto anterior, hay que agregar la heterogeneidad de los activos sobre los que se calcula dicha rentabilidad.

5. Mala especificaciones con variables omitidas y algunas sin relación aparente.

Como norma general, los estudios presentados omiten como variables explicativas variables que provengan de los balances de las cajas y tienden a focalizar en los distintos grados de participación política que tienen la Asamblea General. Consideramos que no es posible explicar los distintos riesgos y rentabilidades sin incluir variables que hagan referencia a los activos y pasivos de las cajas de ahorros por lo tanto existe un problema repetido de omisión de variables. En otros casos se incluyen variables sin sustento teórico como la proporción de empleados en la Asamblea al cuadrado o la de miembros de partidos políticos al cuadrado.

6. La consideración del crédito a las AAPP con crédito de peor calidad.

Los créditos a las AAPP aparecen bajo sospecha porque en general se consideran de peor calidad que los créditos otorgados al sector privado. Esta idea subyace en todos los artículos. La realidad muestra al menos tres cuestiones que nos hacen diferir sobre el papel nocivo para las cajas de este tipo de crédito. En primer lugar, los bancos han sido los que históricamente han otorgado mayor volumen de este tipo de crédito, sobre esta cuestión profundizaremos más adelante. En segundo lugar, este tipo de crédito suele ir acompañado de convenios o acuerdos para conseguir que las AAPP efectúen los pagos de las nóminas mediante la misma entidad financiera por lo que esta consigue financiación que se renueva cada mes y un grupo de clientes (funcionarios) de alta calidad crediticia a los que se les puede ofrecer con mayor facilidad hipotecas, créditos al consumo, tarjetas de crédito, fondos de pensiones, seguros y otros productos. Por último, la realidad nos muestra que los impagos se han concentrado en el sector privado, especialmente promotor, mientras que los préstamos a AAPP no han presentado problemas.

7. Dificultades para distinguir correlación y causalidad y la pretensión de querer llegar a conclusiones fuertes en base a modelos con todos los problemas anteriormente citados.

Ante la enumeración de problemas que hemos encontrado consideramos que, aunque los trabajos encuentren correlaciones en ninguno caso muestran causalidad entre las variables que plantean. Una muestra de esto es el mal poder predictivo de los modelos que han quedado refutados por la experiencia, ya que como hemos expuesto en el punto 1 de esta lista, las cajas que quebraron lo

hicieron tras la reforma que limitaba la participación política al 50%, si a lo anterior añadimos que los miembros de la Asamblea no tomaban las decisiones de inversión, como hemos expuesto en el punto 2, consideramos que hay que buscar las razones de los malos resultados en las distintas gestiones en lugar de en los porcentajes de participación en la Asamblea.

2.2.2 Cajas de ahorros tan eficientes como los bancos

Existe un grupo de trabajos que bajo una metodología similar a los del anterior apartado concluyen que las cajas de ahorros no obtienen sistemáticamente peores resultados que los bancos y que pueden llegar a mejores niveles de rentabilidad y riesgo. El punto de partida de este grupo de estudios es una medida del riesgo muy similar a las del anterior grupo, pero las conclusiones son diametralmente opuestas. Nuestra opinión sobre la medida de riesgo empleada es común a la que puede consultarse en nuestros comentarios sobre el trabajo de Fonseca y González (2005). Adicionalmente consideramos que en la divergencia de resultados entre ambos bloques de estudios subyacen cuestiones metodológicas de gran profundidad. En primer lugar ¿es posible sintetizar los diferentes riesgos a los que se enfrenta una entidad financiera en un solo número? En segundo lugar ¿es posible extraer conclusiones precisas bajo un enfoque econométrico sobre la influencia en el riesgo y la rentabilidad de la participación política en las cajas de ahorros? En tercer lugar ¿está al alcance de una variable dummy o de un porcentaje de representación de las AAPP en la Asamblea medir el efecto real de la participación de los diferentes grupos políticos sobre los resultados y el riesgo de las cajas? Por último, todos los modelos que hemos visto tratan de medir el efecto de las AAPP en el riesgo o en la rentabilidad, pero cada uno utiliza una especificación distinta ¿en base a qué criterios podemos discernir cuál es el modelo verdadero si es que este existe? Estas preguntas nos muestran algunas de las dificultades de la econometría aplicada al estudio de los efectos de la participación política en las cajas. Encontramos una literatura donde en base a la muestra, periodo de tiempo estudiado, variables seleccionadas y especificación del modelo se llega a conclusiones diametralmente opuestas, si a ello añadimos los problemas de especificación de los modelos con medidas de riesgo discutibles, la escasez de

análisis de los balances, suposiciones teóricas donde el comportamiento de los representantes políticos de todos los partidos que componen la Asamblea General es homogéneo. Por la opacidad de las decisiones de inversión y la escasa calidad de la información contable para conocer cómo se llevan a cabo dichas decisiones encontramos un escenario donde el análisis econométrico se mueve en la tenue frontera entre una construcción compleja y delicada y una superficial y frágil.

Como primer estudio de este bloque encontramos a García y Robles (2008) que se centran en el periodo 1993-2000 con una muestra basada en las cajas y bancos en España. Para la exposición al riesgo de las entidades utilizan el Z score de Altman (1968), una medida muy similar a la que hemos visto en los estudios anteriores de Fonseca y González (2005), Fonseca (2005) y Fernández et al. (2006) que en esta ocasión incluye la ratio de capital en el denominador y que se expresa como:

$$Z_{it} = \left[\frac{\sigma_i(ROA_{it})}{E_i(ROA_{it}) + CAP_{it}} \right]^2$$

Para el grado de concentración utilizan el índice de Herfindahl, mediante el que descomponen la proporción de control (w) que poseen los accionistas en 3 categorías: menos de 100 acciones, entre 100 y 500 y más de 500.

$$C_i = \sum_1^3 w_{ij}^2$$

Mientras que para las cajas construyen una variable dummy P_{it} que toma el valor 1 si el gobierno regional controla más del 50% de la Asamblea General.

Clasifican a las entidades financieras en pequeñas, medianas y grandes en función del logaritmo de sus activos y plantean un modelo donde la insolvencia es función de la forma de propiedad, los mecanismos de control corporativo, el tamaño de la empresa, la rentabilidad y el tipo de negocio para lo que especifican el siguiente modelo:

$$Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 Z_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 TLA_{it} + \beta_4 CG_{it-1} + \beta_5 Ow_{it} + \beta_6 Lg_{it} + \beta_7 Me_{it} + \beta_8 M_{it} + \eta_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde introducen la rentabilidad medida como ROE y TLA_{it} son los préstamos totales sobre el activo. Adicionalmente introducen 5 variables dummy. CG_{it-1} que toma el valor 1 si hay un cambio de Presidente/Director General o en el 50% o más de los miembros del consejo en los bancos/cajas. Ow_{it} para indicar si la entidad es una caja o un banco. Lg_{it} para las entidades de tamaño grande, Me_{it} para las de tamaño medio y M_{it} que indica si la entidad se ha fusionado. Por último, η_{it} surge de un modelo de datos de panel en primeras diferencias de las variables anteriores. En una segunda etapa introducen retardos de los valores de TLA_{it} entre t-2 y t-6 y Z_{it} entre t-3 y t-6 que se multiplican por todas las variables y por último estiman dos modelos alternativos donde sobre el anterior modelo se añaden alternativamente C_{it} para medir la concentración de control de los bancos y P_{it} para la de las cajas.

El estudio encuentra el problema recurrente de reducir el riesgo a unos cálculos sobre la medición de la rentabilidad y sus conclusiones son contradictorias. Para el primer modelo la principal conclusión es que el aumento de la ROE viene acompañado de mayores riesgos, que los mecanismos de control internos funcionan correctamente y que un cambio en el control tanto de las cajas como de los bancos viene acompañado de menor riesgo en el siguiente periodo. Afirman que los bancos y las entidades de mayor tamaño están más orientados al riesgo y una mayor proporción de préstamos sobre el activo lleva a mayores niveles del mismo. En la segunda etapa obtienen resultados diferentes a los anteriores por lo que ahora pasan a afirmar que un aumento en la ROE aumentaría el nivel de riesgo de los bancos mientras que disminuye el de las cajas. Los préstamos totales sobre el activo también cambian su comportamiento en el caso de las cajas y ahora disminuyen el nivel de riesgo. Por último, los cambios en el gobierno de las cajas dejan de ser significativos por lo que dejan de tener efecto sobre el nivel de riesgo.

Ayadi, et al. (2009) realizan su estudio sobre las cajas y bancos en España, Alemania, Italia, Austria y Bélgica entre los años 1996 y 2006. Consideremos relevante su estudio porque es el primero de los que hemos visto que incluye la

etapa de burbuja inmobiliaria en España. Sus objetivos son examinar la rentabilidad, la eficiencia, la competencia, la estabilidad de los ingresos, y el papel de las cajas en el crecimiento regional. Para medir los resultados parten de la estimación de una ecuación de costes donde los costes dependen de: el logaritmo natural de la depreciación del capital sobre los activos totales, el logaritmo natural de los gastos de personal sobre el total del activo, los logaritmos naturales de créditos y depósitos y una variable temporal que, según los autores, explica los cambios en la eficiencia debido a las mejoras tecnológicas. Para hacer posible la comparación entre distintos países introducen variables para controlar los factores exógenos⁴⁰, además de variables dummy para cada país con las que afirman controlar los factores reguladores e institucionales. Para medir la competencia y el poder de mercado utilizan el índice de Lerner. Para la diversidad de entidades financieras y su influencia en el crecimiento económico, utilizan un modelo de datos de panel⁴¹. Por último, para medir la estabilidad de los ingresos de las cajas de ahorros calculan el porcentaje de capital sobre los activos por la media de la ROA dividido entre la desviación típica de ROA y afirman que cuanto mayor es este valor menor es la probabilidad de default.

$$Z_{it} = \frac{(E_{it}/A_{it})\mu_{it}^{ROA}}{\sigma_{it}^{ROA}}$$

Sobre este valor proponen un modelo donde:

$$Z_{it} = \alpha + \beta_1 \ln A_{it} + \beta_2 (\ln A_{it} S_i) + \beta_3 S_i + \theta' X_{it} + \mu_{it}$$

⁴⁰ Estas variables son el PIB per cápita a precios constantes, la densidad de población (habitantes por kilómetro cuadrado) y el número de sucursales bancarias por habitante.

⁴¹ Incluyen como determinantes del crecimiento económico: el nivel de educación (medido como la proporción de población con un título universitario), el capital social, el porcentaje de población urbana y la inflación. Y como variables financieras: la proporción de los préstamos al sector privado sobre el PIB, el crecimiento de las sucursales bancarias, el índice de Lerner, y el porcentaje de cajeros automáticos sobre el número de sucursales.

Donde $\ln A_{it}$ representa el logaritmo natural de los activos, S_i es una variable dummy para indicar si se trata de una caja o de un banco, y X_{it} representa otras variables explicativas⁴².

Las conclusiones a las que llegan son que no existen diferencias considerables entre las cajas y los bancos en cuanto a rentabilidad, eficiencia de los costes, poder de mercado y estabilidad de los ingresos. Respecto al sistema financiero español concluyen que los bancos tienen mejor comportamiento que las cajas en términos de eficiencia de costes y beneficios, pero las cajas obtienen mejores resultados en término de la estabilidad de sus ingresos. Señalan también, que las cajas han contribuido al crecimiento de la economía regional y han jugado un papel importante en la lucha contra la exclusión financiera y que existe una adecuada gestión de riesgos ya que cuentan con resultados más estables respecto a sus homólogas europeas.

El enfoque de este estudio es similar al plantado por García y Robles (2008), parte de una medición del riesgo que no compartimos y cuyos motivos hemos expuesto en la crítica a Fonseca y González (2005). Adicionalmente, en esta ocasión el periodo analizado incluye la burbuja inmobiliaria en España y el resultado que ofrece la medida de riesgo planteada es que las cajas españolas cuentan con una adecuada gestión de riesgos e ingresos más estables que los bancos por lo que, al margen de las posibles discusiones sobre el planteamiento teórico es la realidad quien se encarga de cuestionar los resultados de este enfoque.

En cuanto a las variables independientes encontramos que la única variable que hace referencia al balance es el logaritmo de los activos de cada entidad financiera bajo la que, aceptando la medición del riesgo propuesta, se podría encontrar alguna relación entre tamaño y riesgo. Consideramos que dado que se pretende estudiar el riesgo de las entidades alguna especificación en base al tipo de activos y pasivos y de su calidad podría ser de utilidad. No obstante, existen grandes dificultades a la hora de llegar a una medición de la calidad de los activos y

⁴² Donde incluyen la ratio entre costes e ingresos, un variable binaria para las entidades cotizadas, el índice Herfindahl-Hirschman y el índice de apertura financiera.

establecer criterios de medición homogéneos. Estas son mayores cuando la información financiera se rige por distintos reglamentos como es el caso de los países de este estudio. Como ejemplo de esta afirmación encontramos que existen diferentes criterios en las distintas normas contables para definir lo que reconsidera un crédito dudoso o sobre cuestiones de cuándo y en qué cantidad se deben realizar provisiones que podrían suponer un obstáculo para la comparación de entidades.

Respecto a las variables que los autores dicen introducir como variables de control de la situación particular de cada país, aislar los factores exógenos y hacer los resultados comparables (PIB per cápita a precios constantes, la densidad de población, el número de sucursales bancarias por habitante y variables dummies para los factores institucionales y regulatorios) se repite el problema que hemos encontrado en el anterior epígrafe en el trabajo de Fernández et al. (2006) ya que encontramos variables sobre las que los autores no tienen capacidad de control sino que son variables observacionales dadas. Adicionalmente a este problema las variables son introducidas en el estudio sin acompañarlas de ningún soporte teórico. Por último, consideramos que una variable dummy para cada país no tiene el poder de captar los efectos de los distintos factores institucionales y regulatorios que los autores le atribuyen.

Finalmente, dentro de sus conclusiones se expone que *"[...] markets with greater presence of savings banks also experience significantly greater growth rates. In particular, a 1% increase in the share of savings bank assets leads to 0.04% to 0.07% increase in growth rates in the three countries Austria, Germany and Spain. Additionally, the development of distribution channels, which is measured by the number of ATMs per branch, also has a positive impact on regional GDP growth in Germany and Spain."* Rechazamos esta interpretación de la econometría ya que los autores reducen la complejidad de todos los elementos que inciden en el crecimiento del PIB de un país a la proporción de cajas de ahorros en el sistema y al número de cajeros por sucursal, al tiempo que afirman poder aislar los efectos de un crecimiento marginal de estas magnitudes sobre el PIB cuestión que

consideramos que a día de hoy queda fuera del alcance de las técnicas econométricas.

Cuñat y Garicano (2010) proponen un enfoque distinto centrándose en el inicio de la crisis de las cajas en España. Parten de la idea de que no todos los prestamistas tomaron las mismas decisiones y de ahí la disparidad de resultados, por lo que se proponen estudiar los factores que determinan dicha disparidad. Afirman que frente a los anteriores estudios que se centraban *“en el nivel formal de influencia política, utilizando información de los Estatutos de las diferentes Cajas.”* Ellos se centrarán en *“el nivel real de gobierno corporativo (que) ha atraído mucha menos atención, probablemente debido a la dificultad de obtener esa información.”* Intentan contrastar si *“las pérdidas son el resultado de la falta de capacitación o de capital humano de algunos de los líderes de la institución, por lo que éstos no pueden supervisar eficazmente a sus subordinados, ofrecerles orientación en su toma de decisiones y coordinar sus esfuerzos.”* Para ello utilizan datos de cada Presidente de cada caja, así como de los últimos 9 años con los que realizan una media para construir un *“Presidente sintético”*. A lo largo de todo el estudio emplean como variables dependientes el crédito al sector inmobiliario, el crédito a particulares, cambios de calificación crediticia y la tasa de morosidad, sobre las que realizan sucesivos modelos econométricos.

En el primer modelo, las variables independientes son el porcentaje de políticos en cada caja, el porcentaje de fundadores y el índice Herfindahl de la Asamblea. En estas 4 primeras regresiones únicamente supera los test de significatividad al 5% el porcentaje de fundadores respecto a la morosidad que tiene signo negativo por lo que concluyen que la existencia de Asambleas más independientes está correlacionada con unos mejores resultados de la cartera de créditos.

A continuación, se proponen examinar lo que denominan *“el efecto real de la política en los resultados de las cajas”*. Para ello mantienen las variables dependientes que ahora se expresan en función del porcentaje de miembros de la Asamblea General que han tenido un cargo político o pertenecían a un partido, el porcentaje de la Asamblea controlada por el partido más numeroso y el índice de Herfindahl de la representación de los partidos políticos. Únicamente obtienen

resultados estadísticamente significativos para la relación entre el porcentaje de políticos, el índice Herfindahl y el porcentaje de la Asamblea controlada por el principal partido con la variable que mide el crédito inmobiliario. El estimador tiene signo negativo por lo que concluyen que: *“Sorprendentemente, las tres variables parecen tener un efecto sustancial sobre la composición de la cartera de créditos de las Cajas de Ahorros, de forma que un mayor porcentaje de políticos y una Asamblea con una elevada representación del partido más numeroso deciden mantener carteras más conservadoras.”*

En su último bloque se plantean estudiar si *“¿Es beneficioso tener un presidente capacitado?”* Para contestar a esta pregunta estiman cuatro modelos donde mantienen las variables dependientes (crédito al sector inmobiliario, crédito a particulares, cambios de calificación crediticia y tasa de morosidad) que pasan a depender de si el Presidente tiene estudios de postgrado, si tiene experiencia bancaria, si ha sido cargo público electo y de sus ingresos. Sus conclusiones son que los estudios de postgrado y la experiencia bancaria son variables que más influyen en una mejor cartera crediticia. y expresan que *“Por tanto, podemos concluir que, en comparación con un Presidente con educación de postgrado y experiencia bancaria relevante, uno carente de ambas características eleva la tasa de morosidad en 2,1 puntos porcentuales.”*

Como conclusión general expresan que no existe una alta correlación entre la presencia de políticos en los consejos y la calidad de las carteras crediticias y que la formación de los presidentes y su experiencia previa en el sector bancario son los factores que mejor podrían explicar los problemas de las cajas, ya que los peores resultados los han tenido las cajas con presidentes menos cualificados.

En nuestra opinión, no cabe objeción sobre la importancia de seleccionar a personal cualificado a la hora de llevar a cabo cualquier tarea que lo requiera, como puede ser el caso de dirigir una entidad financiera. No obstante, no compartimos el planteamiento del estudio porque los autores obvian la estructura compleja de una entidad financiera, ya que no es el Presidente la figura sobre la que recae la aprobación de cada nueva operación, ni quien evalúa los riesgos de los miles de operaciones diarias distribuidas de forma descentralizada en un gran

número de oficinas, ni tiene el tiempo de estar en contacto con todos los empleados para así *“supervisar eficazmente a sus subordinados, ofrecerles orientación en su toma de decisiones y coordinar sus esfuerzos.”* Por lo que consideramos que un enfoque más pragmático debería considerar cuestiones como los distintos niveles de decisión, el funcionamiento de los mecanismos de control, la supervisión interna, la supervisión externa, la estrategia comercial de cada caja y la cualificación del resto de empleados en puestos de responsabilidad, en lugar de establecer una relación lineal entre Presidente y cartera crediticia. Adicionalmente, realizan una lectura de los resultados similar a la comentada anteriormente en la investigación de Ayadi et al. (2009), y concluyen que no tener un postgrado es clave ya que aumenta la tasa de morosidad en el 2%. Por un lado, consideramos fuera del alcance de la contrastación econométrica la cuestión anterior. Por otro lado, este planteamiento se ajusta a la descripción de los primeros problemas en cajas (CajaSur y CCM), pero al poco tiempo de presentarse el estudio la realidad ha mostrado que en los rescates de mayor volumen a entidades financieras en España encontramos personas al frente con sobresalientes trayectorias profesionales, estudios y experiencia bancaria que no parecen haber reducido en un 2% la morosidad de estas entidades. Como ejemplos en los tres mayores rescates financieros han participado gente como R. Rato en Bankia anteriormente Director del FMI, Ministro de Economía y con título de Doctor en CC. Económicas por la UCM en 2003 por la tesis “El ajuste fiscal: un modelo explicativo del crecimiento de la economía española en la segunda mitad de los noventa”. M. Blesa que ocupó los cargos de Secretario de Gabinete Técnico del Ministerio de Hacienda, Jefe del Servicio de Tributos de las CCAA, Subdirector General de Estudios del Ministerio de Economía, y fue durante 13 años Presidente del Consejo de Administración de Caja Madrid. N. Serra Director de Caixa Catalunya con postgrado en la London School of Economics y Doctor en CC. Económicas por la UAB en 1973 con Tesis titulada “Nivel de actividad y creación de dinero en España: 1962-1970”. Y J. Fernández Presidente de Caixanova, Doctor Honoris Causa por la Universidad de Vigo y con experiencia como Director General de una caja desde 1965.

Desde otro enfoque a los estudios hasta ahora citados encontramos la obra de Serra (2011) que se centra en el desarrollo de la crisis desde el estudio de la evolución de los balances y resultados de las cajas. De sus conclusiones recogemos y compartimos el especial énfasis que da al hecho de que las cajas de ahorros no tuvieron estrategias homogéneas durante los años previos a la crisis y que paradójicamente, las cajas que se reconocían como las más politizadas (las tres cajas vascas y la catalana La Caixa) se encuentran dentro del grupo que mejor han sobrellevado los efectos de la crisis sin requerir de ayudas públicas.

Existen otros estudios internacionales como los trabajos de Mettenheim y Butzbach (2012; 2014) que se centran en las ventajas competitivas de los bancos alternativos⁴³ en Europa y concluyen que este tipo de banca ha tenido mejor comportamiento tras la crisis subprime siendo más eficiente y con menor riesgo que la banca tradicional y que pueden ayudar a mitigar las burbujas y las recesiones ofreciendo préstamos contracíclicos. Conclusiones a las que llegan desde un análisis global pero que no consideramos útiles para comprender la crisis de las cajas en España.

2.2.3 Contexto de la crisis y los dictámenes del BdE y del FMI

Como hemos observado, la mayoría de los estudios sobre las cajas han puesto el foco en la gestión de las mismas como entidades financieras consideradas especiales por el papel de los partidos políticos en la designación de miembros en su administración, junto con una estructura de propiedad atípica y pretenden establecer relaciones entre estas características y el comportamiento de las cajas en cuanto a rentabilidad y riesgo. Los resultados en este terreno no han sido hasta este momento concluyentes, en gran medida porque la mayoría de estos estudios en lugar de partir de una perspectiva histórica y explicar la evolución de los balances de las entidades bancarias, la financiación de la expansión crediticia, las fortalezas y deficiencias de la regulación y de la supervisión tienden a centrarse en validar una hipótesis mediante el uso de técnicas econométricas cuyos resultados

⁴³ En esta categoría se incluyen cajas de ahorros, cooperativas de crédito y otro tipo de bancos cuya misión principal no es la búsqueda del beneficio

difieren, hasta el punto de llegar a ser opuestos, en función del periodo que se utiliza en la muestra o las variables independientes seleccionadas para explicar una misma variable dependiente.

Las cajas de ahorros han sido las principales protagonistas de la crisis financiera en España, pero bajo el mismo régimen jurídico los comportamientos de estas entidades han sido muy diferentes entre sí, por lo que se hace difícil llegar a una conclusión común para las 45 entidades. Adicionalmente, en casi dos siglos de vida, las cajas de ahorros han coexistido bajo distintos regímenes políticos donde se han ido alterando tanto sus funciones como su relación con la administración, superando distintas etapas históricas que van desde el paso de una sociedad estamental a un capitalismo incipiente, régimen autárquico, capitalismo de Estado y finalmente la caída en una economía de mercado desarrollada. En ninguna de estas fases han experimentado otro capítulo de crisis a pesar de haber estados sometidas a la intervención de los distintos gobiernos. De hecho, el periodo de la última crisis coincide con la época de mayor liberalización respecto a sus posibilidades de expansión, tipo de operaciones, supresión de inversiones obligatorias y profesionalización del sector.

Por último, resulta significativo que en el mismo periodo, un gran número de entidades financieras de los principales países desarrollados (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Islandia, Portugal, Irlanda, Holanda y Bélgica) con derechos de propiedad “bien definidos” y sin participación política en sus Consejos de Administración han sido protagonistas en una crisis global donde han requerido ayudas estatales y planes de estímulo más de un centenar de bancos quebrados⁴⁴ sin que su estructura de gobierno, ni su forma de propiedad se planteen como factor un explicativo de sus malos resultados. A pesar de esto, una vez iniciada la crisis tanto el Banco de España como el FMI han señalado la particular forma de gobierno de las cajas y excesiva presencia de representantes públicos en los

⁴⁴ Algunos ejemplos son en EEUU Citigroup, Wells Fargo, JP Morgan, Bank of America, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York o State Street. En Inglaterra B&B, Northern Rock, RBS, Lloyd's y HBOS. En Alemania destaca HRE. En Irlanda Allied Irish Bank, Bank of Ireland, IL&P y EBS. En Bélgica Dexia, KBC y Fortis. ING en Holanda y en Suiza UBS.

consejos de administración como debilidad estructural de estas entidades de crédito. Así para el BdE (2011a):

“[...] están dotadas de una estructura de gobernanza compleja y rígida, que no favorece la aplicación de las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo.”

Desde el FMI en su informe de 2012, centrado en la reforma de las cajas de ahorros, sus principales recomendaciones también se orientan a la modificación de su estructura de gobierno y a la supresión de la participación de representantes públicos en sus órganos de dirección, señalando los siguientes puntos como temas a abordar:

- Revisar las normas sobre el proceso de nombramiento para mitigar indebidas injerencias políticas en los órganos rectores de las cajas de ahorros.
- Modernizar la estructura de gobierno de las cajas.
- Fortalecer el ordenamiento en la lucha contra el conflicto de interés para los representantes de los órganos rectores de las cajas de ahorros.
- Introducir miembros independientes en los órganos rectores de las cajas de ahorros.

2.3 Principales modificaciones en el entorno normativo de las cajas durante la primera década del siglo XX

En este epígrafe exponemos los principales cambios en el marco normativo de las cajas de ahorros que procederemos a valorar más adelante. Destacan dos novedades, la Ley de Transparencia de 2003 y el Nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea publicado en 2004. El primer cambio incorpora mecanismos de control exclusivos para las cajas, mientras que el segundo tiene repercusiones internacionales. En ambos destaca la apuesta explícita de las autoridades por los principios de autorregulación, disciplina de mercado y fomento de la transparencia compartiendo un enfoque optimista donde resulta clave dotar de más información

al mercado para que este pueda discriminar las entidades. En dicho enfoque subyace la idea de que con la información adecuada los mercados son eficientes y, por lo tanto, para conseguir una mejor estabilidad financiera, una dirección cardinal en la que hay que trabajar es la de dotar al mercado de más y mejor información.

2.3.1 El “buen” gobierno corporativo y su aplicación en las cajas de ahorros

El área teórica sobre el gobierno corporativo nace con el objetivo de elaborar unas pautas de actuación frente a fraudes e irregularidades financieros y comportamientos poco éticos de administradores, alta dirección y otros empleados. Hace referencia a cómo las empresas son dirigidas y controladas, concurriendo distintas teorías sin que exista un consenso sobre el significado del término⁴⁵. Para nuestra exposición sirve la definición dada por la OCDE (1999) que entiende el gobierno corporativo como: el sistema por el cual el negocio corporativo se dirige y controla y donde se establecen derechos y obligaciones entre las diferentes personas involucradas en la empresa: propietarios, directores, administradores y empleados, así como también las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones sobre los negocios.

Durante la época de auge de las cajas de ahorros proliferó el número de trabajos de distintas comisiones de expertos sobre el buen gobierno corporativo, destacando a nivel internacional la compilación de la Comisión de las Comunidades Europeas (2003) donde se expone que a lo largo de la última década se han adoptado alrededor de cuarenta códigos de gobernanza empresarial en países pertenecientes a la Unión que se han desarrollado desde un paradigma donde la competencia competitiva y la disciplina impuesta por el propio mercado son los mecanismos que facilitarían el proceso de selección, entendiéndose posible la autorregulación y que el propio mercado sea quien sancione la desviación de las buenas prácticas, por lo que los códigos de buen gobierno corporativo se establecen como principios no imperativos frente a la sabiduría del mercado.

⁴⁵ Para un estudio detallado del concepto de gobierno corporativo y su evolución histórica es posible consultar García (2003). Para dar cuenta de la profundidad del debate en torno al concepto mencionar que en su tesis se recogen 20 definiciones distintas elaboradas por diferentes autores.

Tanto desde el Comité de Basilea⁴⁶ como desde la Comisión Europea⁴⁷ se concluyó que no era necesario un código a nivel europeo debido a que debería fundamentarse sobre derechos de sociedades muy diferentes que tardarían en armonizarse, o limitarse a enunciar principios muy generales de escasa aplicación. No obstante, en 2002 con el clima de preocupación derivado de la reciente crisis del Nasdaq y el eco de las técnicas contables fraudulentas destapadas en el caso Enron, se acuerda que los principios de 1999 deben ser sometidos a revisión con el fin de adaptarlos a los nuevos acontecimientos. De esta revisión nace el Informe Winter que se centra en las sociedades con cotización oficial, especialmente las financieras con el objetivo de conseguir más transparencia y por lo tanto mejor información para inversores y supervisores y la propuesta de la extensión de estos principios en sociedades sin cotización oficial. No obstante, el planteamiento continúa sin aspirar a la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales siendo los Gobiernos y los agentes del mercado quienes deben decidir cómo deben aplicarse dichos principios.

En España se llevaron a cabo los informes del Código Olivencia (1998) y de la Comisión Aldama (2003) que, a pesar de centrarse en las sociedades cotizadas, serán tomados en cuenta en el desarrollo de la legislación de las cajas de ahorros. Estos informes se llevan a cabo desde un enfoque jurídico-normativo que olvidan cuestiones esenciales de la realidad económica como son: a) la incertidumbre sobre el futuro que rige en las decisiones empresariales, b) la información asimétrica y c) la opacidad que rige sobre gran parte de las decisiones

⁴⁶El Comité de Basilea afirma en 1999 que la realidad económica y legal es diferente en cada país, por lo que no es posible la aplicación de fórmulas universales en los programas de gobierno corporativo de las entidades de crédito. A pesar de ello, establece cuatro principios generales: 1) Responsabilidad del control interno directamente en el Consejo de Administración o de sus comisiones delegadas; 2) supervisión directa de todas las áreas de negocio; 3) supervisión por parte de individuos no relacionados con las áreas de negocio; 4) funciones de auditoría y gestión de riesgos independientes. Como consecuencia de la aplicación de estos criterios se mejoraría la transparencia y la seguridad de los mercados financieros para los inversores y se obtendría una mejor gestión de las entidades de crédito.

⁴⁷ La Comisión inició en 2001 un estudio general de los principales códigos de gobernanza concluyendo que no era deseable que la UE dedicara tiempo y esfuerzos a la elaboración de un código europeo de gobernanza empresarial: según el estudio, sería mucho más rentable que la Comisión concentrara sus esfuerzos sobre cuestiones como la reducción de los obstáculos jurídicos y normativos a la participación de los accionistas en votaciones transfronterizas ("obstáculos a la participación"), o la reducción de los obstáculos que impidan a los accionistas pronunciarse sobre la gobernanza de las sociedades ("barreras a la información").

empresariales. En lugar de realizar un análisis sobre estos principios y presentar posibles soluciones graduales a estos problemas reales enuncian los tres principios sobre los que se debe regir una economía: el principio de seguridad jurídica, el de la autorregulación de los mercados y el principio de transparencia. Las recomendaciones de ambos trabajos, en sintonía con las propuestas de la OCDE, el Comité de Basilea y la Comisión Europea, se fundamentan en la adopción voluntaria de los códigos de buen gobierno por parte de las empresas y en que los mercados son capaces de recompensar las buenas prácticas y sancionar a los que incumplen estos principios. Por lo que, de nuevo, la competencia competitiva y la disciplina de los mercados serían los mecanismos que mejor facilitan el proceso de selección según estos informes que sirven de pilar a la regulación. Este alineamiento a favor de la autorregulación queda explícito en el Informe Aldama:

“[...] la convicción de que la variedad de problemas que plantea el gobierno corporativo de sociedades de estructura cada vez más compleja y exigencias crecientes de especialización y profesionalización en un entorno competitivo, se aborda mejor desde la flexibilidad de la autorregulación, bajo el principio de la libertad de empresa, y con la sanción del mercado al régimen de autogobierno elegido por cada sociedad en condiciones de transparencia”

Estos principios se refieren al sector empresarial privado en general. No obstante, en el caso de las cajas de ahorros, Casares (2005) recoge que, debido a la especial sensibilidad que suscitaba su estructura de propiedad, se apostó por que determinadas medidas propugnadas desde el ámbito del gobierno corporativo de adopción voluntaria para otras sociedades se convirtieran en obligaciones legales para las cajas, así mediante la Ley de Transparencia se incorporan como norma legal: la irrevocabilidad de los mandatos de los miembros de los órganos de gobierno, la limitación temporal de esos mandatos y de sus posibilidades de reelección, la elaboración de códigos de buen gobierno y de un informe anual de gobierno corporativo público que deberá ser remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Banco de España y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas. De este modo las cajas cumplen uno de los puntos centrales del Informe Aldama para el que *“la transmisión de información al*

mercado no puede ser meramente voluntaria, independientemente de la naturaleza vinculante o no de las reglas." Esta nueva Ley tuvo una acogida satisfactoria por parte del FMI que en 2006 valoraba así:

"Transparency is a key element to facilitate good governance of any organization, and is particularly important for the cajas. The transparency of cajas' decisions is set to improve significantly. Starting in 2005, cajas that issue traded instruments must publish an anual Governance Report, which will enhance transparency and market oversight."

La anterior cita nos muestra que, en el año 2006, desde estos informes burocráticos se valoraba muy positivamente el cumplimiento formal sin entrar en el análisis de la realidad subyacente sobre las buenas prácticas del gobierno en las cajas, así como la capacidad real de los informes de gobierno corporativo para dotar de transparencia al mercado y la capacidad real de este último para llevar a cabo labores efectivas de disciplina y vigilancia.

2.3.2 El Nuevo Acuerdo de Capital: Basilea II

En 2004 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publica el nuevo marco normativo internacional de regulación bancaria por el que se modifica en profundidad el marco regulatorio anterior de 1988. El objetivo principal es establecer un estándar internacional que sirva de referencia a los reguladores bancarios para fijar los requerimientos mínimos de capital necesarios para asegurar la protección de las entidades frente a los distintos riesgos financieros. Las negociaciones para el desarrollo de Basilea II surgen en un contexto turbulento donde queda patente de la necesidad de una mejor regulación financiera. En el último periodo de las negociaciones del Nuevo Acuerdo tienen lugar: la crisis asiática que comienza en agosto de 1997; el colapso del *Long Term Capital Management* durante 1998, el estallido de la burbuja del Nasdaq y el caso Enron. A pesar de no tener fuerza legal, las propuestas del Comité son aceptadas por la mayoría de las autoridades supervisoras y se trasladan con fidelidad a las regulaciones bancarias nacionales. Alonso y Trillo (2013) exponen que esta influencia del Comité se debe tanto a la predisposición de los gobiernos a una

convergencia de la regulación supervisora a nivel mundial, apoyada en el prestigio de las autoridades que componen el propio Comité, como a la presión que llevan a cabo en los países organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

El desarrollo de los modelos de riesgo de crédito y el crecimiento de la negociación de los derivados de crédito son dos fenómenos que influyeron en la postura de los reguladores que consideraban que la industria disponía de capacidades avanzadas para la gestión del riesgo de crédito y que dichos modelos de medición del riesgo debían utilizarse en el campo de la regulación bancaria. En base a este reconocimiento aparecieron dos campos distintos pero muy relacionados: en primer lugar, durante la mitad de los años noventa, numerosos estudios sobre la medición del riesgo de crédito⁴⁸; en segundo lugar, la negociación de los derivados de crédito que estimuló la investigación sobre el riesgo de crédito y favoreció la idea de que era posible una gestión del riesgo de crédito similar a la gestión de las carteras sujetas a riesgo de mercado.

El Nuevo Acuerdo final se formó bajo 3 pilares: el primero, sobre los requerimientos mínimos de capital, el segundo sobre la supervisión y el tercero sobre la disciplina de mercado.

En el primer Pilar, que supone el apartado más técnico, se desarrollan los nuevos métodos para el cálculo del capital mínimo regulatorio y se establecen los requerimientos por riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo de contraparte. Los requerimientos para el riesgo de riesgo crédito cobran especial importancia para nuestra investigación debido a que, durante el periodo de estudio, más de dos terceras partes del activo de las cajas está formado por créditos sobre clientes. Basilea II propone 3 enfoques para la medición del Capital Mínimo Regulatorio (CMR) por riesgo de crédito: el enfoque estándar, el IRB⁴⁹ básico y el IRB avanzado. En el primero, la principal novedad es que se introducen a las calificadoras de

⁴⁸ Es posible encontrar una recopilación de la evolución de estos estudios en Altman y Saunders (1998) y en Caouette, Altman y Narayanan (1998).

⁴⁹ Internal Ratings-Based.

riesgo externas para determinar la exposición ponderada. Para uso de los métodos IRB se requiere acreditar el empleo durante al menos tres años de sistemas de calificación consistentes con los requisitos mínimos de medición de gestión interna del riesgo sobre una base de datos que tenga un recorrido de al menos cinco años. En la versión básica se aprueba a cada entidad para que calcule la probabilidad de default (PD) de cada acreditado. En el IRB avanzado se añaden a la autorización de estimar la PD, la de la tasa de pérdida dado el incumplimiento (LGD) el vencimiento medio de las operaciones, los factores de conversión de las posiciones fuera de balance y de los instrumentos derivados y las exposiciones (EAD). Llevaremos a cabo un estudio detallado de esta metodología en el capítulo 5.

El segundo pilar, sobre la supervisión, tiene por finalidad que el supervisor certifique que cada banco cuenta con procesos internos confiables para evaluar la suficiencia de su capital y asegurar que los bancos operan por encima de los coeficientes mínimos. En este nuevo enfoque el proceso de supervisión bancaria cobra aún más relevancia al permitirse a los bancos que utilicen sus propios modelos de evaluación de riesgos basado en calificaciones internas para llegar al riesgo ponderado. En la normativa subyace la idea de que las entidades financieras son las principales interesadas en lograr una buena adecuación de capital y los mejores posicionadas para medir sus riesgos. No obstante, el papel de los supervisores se refuerza y en base a su criterio prudencial se les reconoce la discrecionalidad para tomar todo tipo de medidas que consideren oportunas ante el deterioro de una entidad, así como exigir a los bancos requerimientos de capital por encima del 8% de los activos ponderados por riesgo (APR).

El tercer pilar, sobre la disciplina de mercado, establece normas en busca de una mayor transparencia y se demanda la publicación periódica de información sobre la exposición a los diferentes riesgos y la suficiencia de sus fondos propios. Se enfatiza su importancia dado que los bancos pasarán a tener el poder de utilizar metodologías para estimar sus propias necesidades de capital. Por ello se recomienda un marco de divulgación en el que las entidades difundan la información de relevancia que pudiera modificar las decisiones de cualquier agente. Esta información resultaría clave para el buen funcionamiento de la

disciplina de mercado puesto que los agentes diferenciarían las primas de riesgo que han de demandar a cada entidad en función de su perfil de riesgo.

En el siguiente esquema se recogen las principales características en las que se fundamenta el acuerdo. En la tabla 2.4 se presenta un resumen de los principios del nuevo enfoque de Basilea II.

Pilar I	Riesgo de Crédito	Método Estándar	Se amplían las categorías de riesgo y se introducen las evaluaciones de riesgo de Agencias de Calificación Externas	
		Método IRB	Básico	Delega en los bancos la estimación de la PD para cada activo
			Avanzado	Delega en los bancos la estimación de todos los indicadores
	Riesgo de Mercado	No se modifica		
	Riesgo Operativo	Desarrolla 3 métodos para su cálculo: Básico, Estándar y Avanzado		
Pilar II	Supervisión Bancaria	<ul style="list-style-type: none"> • Comprobar que los bancos cuentan con un proceso para evaluar todos sus riesgos a los que están expuestos y una estrategia de mantenimiento de sus niveles de capital. • Reconoce la capacidad de intervención para evitar que el capital descienda por debajo de los mínimos. 		
Pilar III	Disciplina de Mercado	Importancia de nutrir a los mercados de información periódica con el objetivo de hacer los mercados más transparentes y permitir a los participantes evaluar el perfil de riesgo de cada banco.		

Fuente: Elaboración propia

2.4 La supervisión de las cajas

La supervisión de las cajas de ahorros durante su última fase de vida fue compartida. Por un lado, el Banco de España como principal encargado de su estabilidad al tratarse de sociedades captadoras de fondos y emisoras de crédito dentro del sistema financiero español. En segundo lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se ocupaba de aspectos relacionados la emisión de títulos en mercados organizados. En tercer lugar, se encuentra el papel de las distintas Comunidades Autónomas con competencias para imponer sanciones por su gestión siempre que no afectaran a normas de carácter monetario o a la estabilidad del sistema crediticio, cuestiones confiadas al BdE. Finalmente, la autovigilancia que suponía la Comisión de Control encargada del análisis de la gestión de la entidad y con obligación de informar al BdE, CCAA y Asamblea General. A pesar de la estructura formal de supervisión basada en múltiples organismos las funciones que estos desarrollaban eran muy desiguales y el BdE era el principal organismo que supervisaba el sistema financiero. En el caso de la CNMV sus funciones efectivas quedaban relegadas a la comprobación formal de los requerimientos de información en las emisiones de títulos y su capacidad sancionadora es mínima, tal y como se ha señalado desde su propia presidencia⁵⁰. Respecto a las CCAA y las Comisiones de Control, su papel en la supervisión es una formalidad legal como demuestra que en el periodo entre el año 2000 y 2010 no se presentara ninguna censura de cuentas ni aviso al BdE sobre malas prácticas en las cajas.

Un hito histórico es la Ley sobre Organización y Regulación del Crédito Oficial de 1971 que otorga al Banco de España competencias supervisoras sobre las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito convirtiéndose en pleno responsable de la regulación y supervisión del sistema financiero. La Ley de Órganos Rectores del Banco de España de 1980 aumenta autonomía y posteriormente, la Ley de

⁵⁰ Julio Segura expresidente de la CNMV tras los sucesivos escándalos derivados de las preferentes afirmaba en 2014, ante la Comisión de Investigación del Parlamento Catalán sobre la quiebra de las cajas en Cataluña, que la CNMV “*sirve para mucho menos de para lo que podía servir*” y que “*la CNMV no tiene instrumentos para anticipar actuaciones que pudieran suavizar la situación que se creó.*” Del mismo modo que advertía de que se entregaron varios informes alertando del problema de las preferentes primero al gobierno socialista y posteriormente al del Partido Popular, sin obtener respuesta.

Disciplina e Intervención Bancaria de 1988 desarrolla su labor supervisora extendiéndola a todas las oficinas de las entidades de crédito (bancos, cajas, cooperativas y establecimientos financieros de crédito), dentro o fuera del territorio nacional. El modelo de supervisión que se aplica se compone de cuatro elementos principales:

- Normas de acceso a la actividad como de ejercicio de la actividad.
- Un sistema de supervisión continuada de las entidades, integrado por la recepción de información periódica, el análisis a distancia y las inspecciones *in situ*.
- Un conjunto de medidas de carácter corrector (formulación de requerimientos y recomendaciones, aprobación de los planes de saneamiento, intervención y sustitución de administradores).
- Un régimen disciplinario y sancionador que puede afectar tanto a las entidades como a sus administradores.

A la supervisión de la estabilidad financiera y el sistema crediticio del BdE, se añade la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores creada en 1988 por la Ley del Mercado de Valores. Este organismo tiene la tarea de supervisión e inspección de los mercados de valores en España y por objetivos velar por la transparencia de los mercados de valores, la difusión de la información, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. Respecto a las cajas de ahorros ejerce su supervisión en varios ámbitos: por ser emisoras de valores en los mercados oficiales, por actuar en los mercados como compradores y vendedores de valores pertenecientes a sus carteras propias, por actuar en los mercados de valores ejecutando órdenes de compra y venta de sus clientes, como accionistas significativos de sociedades cotizadas y como accionistas mayoritarios de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Realiza su supervisión mediante tres formas: por normas de actuación en los mercados ante terceros, normas de actuación de las cajas con sus propios clientes y normas de buen gobierno.

Desde la aprobación de la LORCA las CCAA juegan un importante papel en las cajas de ahorros, por un lado, porque se encargan de redactar los estatutos de las cajas de los que se derivan las distintas proporciones de los representantes en los órganos de gobierno y adicionalmente, porque las CCAA tienen capacidad de sanción y si en su supervisión se encuentran situaciones de graves irregularidades administrativas o económicas que pudieran poner en peligro la efectividad de los recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia de las cajas. Las propias CCAA tienen capacidad formal para proponer la intervención y sustitución de los órganos de gobierno y la dirección de las cajas de ahorros, así como el deber de comunicárselo al BdE para que tome las medidas oportunas. Las responsabilidades que caen dentro de la órbita de los poderes CCAA tienen que ver con protección de los objetivos sociales, la transparencia, la capacidad para proponer y vetar fusiones entre cajas y la autorización para la creación de nuevas cajas de ahorros.

Por último, desde la LORCA se establece la creación de una Comisión de Control elegida por la Asamblea General, entre sus funciones formales se encuentran:

- El análisis de la gestión económica y financiera de la entidad, elevando al Banco de España, a la comunidad autónoma y a la Asamblea General información semestral sobre la misma.
- El estudio de la gestión del ejercicio y la consiguiente elevación a la Asamblea del informe que refleje el examen realizado.
- Informar a la Asamblea sobre los presupuestos y dotación de la Obra Social, así como vigilar el cumplimiento de las inversiones y gastos previstos.
- Informar al Ministerio de Economía y Hacienda y a la comunidad autónoma en los casos de nombramiento y cese del director general.
- Proponer la suspensión de la eficacia de los acuerdos del Consejo de Administración de la entidad cuando entienda que vulneran las disposiciones vigentes o afectan injusta y gravemente a la situación patrimonial, a los resultados o al crédito de la Caja de Ahorros o de sus impositores o clientes.
- Vigilar el proceso de elección y designación de los miembros de los órganos de gobierno
- Supervisar la eficacia del control interno de la sociedad y la auditoría interna.

En la tabla 2.5 recogemos las atribuciones y la capacidad sancionadora de cada una de estas instituciones.

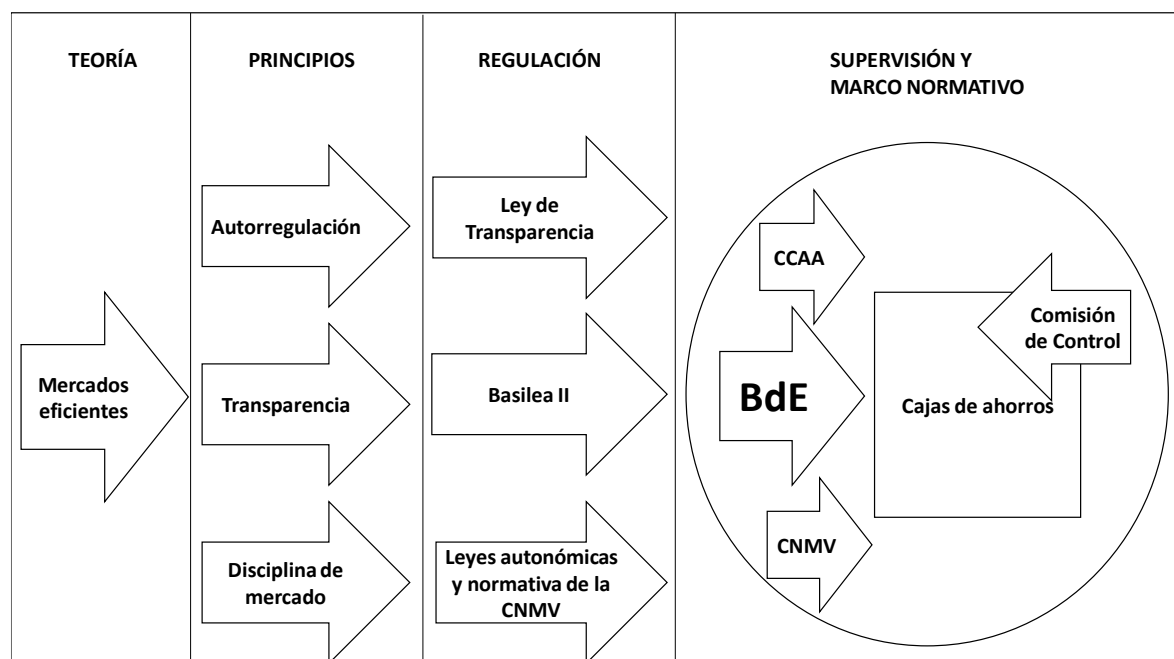
Tabla 2.5 Supervisores, atribuciones y capacidad sancionadora		
Supervisor	Atribuciones	Capacidad sancionadora
Banco de España	Registro, control e inspección de todas las entidades de crédito	<ul style="list-style-type: none"> • Amonestaciones • Multas • Suspensión de cargos • Revocación de licencias
CNMV	<p>Vigila la transparencia en los mercados de valores.</p> <p>Supervisa los Informes de Gobierno Corporativo.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Multas derivadas de falta de documentación, información al mercado o por emisión de títulos sin aprobación.
Comunidades Autónomas	Aprueban creación de nuevas cajas extinción de antiguas y fusiones.	<ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de sanción formal sobre cuestiones que no intercedan con las del BdE y denuncia de irregularidades graves
Comisión de Control	Análisis de la gestión económica y financiera de la entidad, elaboración de informes y supervisión de la gestión y administración efectuadas por los consejos de administración	<ul style="list-style-type: none"> • Labor informativa al BdE, Consejo de Administración y CCAA • Censura de cuentas anuales • Proposición al Ministerio y a la comunidad la suspensión de la eficacia de acuerdos del Consejo, si considera que vulneran la normativa vigente o afectan negativamente a la caja

Fuente: Elaboración propia

Destaca el poder sancionador del BdE en su misión de velar por la solvencia y la estabilidad financiera tiene la facultad para intervenir a entidades financieras, suspender cargos y en último caso, revocar la licencia para operar a la entidad. La última intervención antes de que comenzara la crisis de las cajas fue la de Banesto en 1993. El papel de la CNMV es menor limitándose a la supervisión de las emisiones y de los Informes de Gobierno Corporativo, por último, pese a que el papel sancionador atribuido tanto a las CCAA como a la Comisión de Control, ambas han tenido un funcionamiento puramente formal como ha quedado reflejado en la ausencia total de denuncias de administración irregular al BdE Respecto a la Comisión de Control, Soto (2003) recoge que al quedar configurada de tal forma que sus miembros repiten las proporciones de la Asamblea General existe la posibilidad de que se presenten múltiples situaciones de conflicto de intereses.

En el diagrama 2.2 mostramos los principios que configuraban el entorno normativo de las cajas y las instituciones encargadas de su supervisión. Destacamos la apuesta por la transparencia, la disciplina de mercado y la autorregulación como principios de los que emanan las novedades normativas para las cajas y el papel supervisor del BdE.

Diagrama 2.2 Teoría y principios de la regulación y de los supervisores



Fuente: Elaboración propia

2.5 Conclusiones

En este capítulo hemos realizado una primera aproximación desde una perspectiva histórica a las cajas de ahorros. Encontramos entidades centenarias, en las que la participación de las administraciones públicas en su gestión ha sido una constante que ha tenido distinto peso en cada periodo. En la etapa de su nacimiento encontramos que el gobierno central fomentó su proliferación mediante distintas órdenes. Nacen como entidades con escasa relevancia en el sistema financiero español, estrechamente ligadas a los montes de piedad y administradas por Juntas de gobierno mediante cargos honoríficos no remunerados. Durante los años del Régimen franquista ganan protagonismo y el gobierno se guarda importantes prerrogativas en cuanto a su funcionamiento como son el derecho de veto a los miembros del Consejo y de la dirección, el coeficiente de inversión obligatoria, la obligación de adquirir participaciones industriales y el crédito dirigido en función de objetivos políticos. A pesar del aumento de la importancia de las cajas, estas mantienen la prohibición de expandirse más allá de su territorio de origen. La última etapa se conoce como la de liberalización, profesionalización y equiparación con la banca. En esta fase decae el nivel de intervención del Gobierno y adquiere relevancia la Comunidad Autónoma que pasa a encargarse de la aprobación de la apertura de nuevas cajas, así como de sus estatutos de las cajas. El límite de la representación designada por administraciones públicas varía en cada región, quedando establecido un máximo del 50% por la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Los estudios llevados a cabo, tienden a comparar a la banca privada y cajas de ahorros, como dos grandes bloques monolíticos, bajo los que se analizan los resultados agregados de ambos grupos y donde encontramos resultados antónimos en base a la muestra y el horizonte temporal elegidos para llevar a cabo los análisis por lo que no los encontramos concluyentes. En nuestra primera aproximación al sujeto de estudio destacamos la importancia del entorno normativo y el optimismo que existe en éste sobre el poder de la autorregulación y la disciplina de mercado. Esto se plasma en los principios que inspiran la Ley de Transparencia y el Nuevo Acuerdo de Basilea. La primera, entre otras cuestiones,

obligaba a las cajas a presentar información sobre los créditos a administraciones públicas, partidos políticos, Consejo de Administración y Comisión de Control y fue acogida como una mejora en su gobierno. Basilea II supone una revolución en el cálculo de los requerimientos mínimos de capital. Las cajas permanecían bajo un esquema de 4 niveles de supervisión donde sobresale el papel del BdE encargado del registro, supervisión y control de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero. El hecho de que, durante el periodo de éxito, la estructura formal de gobierno no exprese cambios sustanciales respecto al periodo correspondiente a la burbuja inmobiliaria nos lleva a la necesidad de un análisis más profundo de las cajas en el que el entorno normativo y la fortaleza de sus balances.

SEGUNDA PARTE:

EL DESARROLLO DEL PROCESO DE INESTABILIDAD FINANCIERA

EN ESPAÑA (1992-2010)

Capítulo 3 El estudio a nivel macroeconómico: El desarrollo del proceso de inestabilidad financiera en España

En el presente capítulo adaptamos el esquema Minsky para el caso específico de la economía española. A continuación, estudiamos la etapa de crecimiento crediticio concentrándonos en la diferente acumulación de riesgos en los balances de cajas y bancos y proponemos un modelo teórico que recoge los cambios en los factores determinantes del margen financiero en las etapas de auge y crisis. Concluimos recogiendo las principales características de esta etapa a nivel macroeconómico.

3.1 El desarrollo del proceso de inestabilidad financiera en España

Durante la última etapa de crecimiento económico experimentada en España se gesta un episodio de inestabilidad financiera donde la actividad crediticia de las cajas tiene una gran importancia tras años de crecimiento continuado de sus balances. El esquema minskyano nos presta un punto de partida en nuestro análisis donde, los detalles propios de un escenario económico particular proliferan, mientras que la estructura del esquema que nos guía durante el desarrollo de la crisis permanece. En la sexta edición de Manías, pánicos y cracs de Kindleberger se recoge la utilidad del marco minskyano para el análisis de esta crisis:

“El modelo de Minsky tiene un gran poder explicativo de las crisis anteriores en los Estados Unidos y en Europa Occidental, de las burbujas de precios de los activos en Japón en la segunda mitad de la década de 1980, y, de las burbujas en el sector inmobiliario en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España e Islandia entre 2002 y 2007.”

Nuestro primer objetivo es, por tanto, caracterizar las distintas etapas descritas en nuestro marco teórico que van del desplazamiento al estallido de la crisis para posteriormente, centrar nuestro análisis en la acumulación de riesgos en el sistema durante la expansión crediticia. En la tabla 3.1 presentamos las distintas fases del esquema minskyano aplicado a la economía española. Advertimos que las fronteras entre cada una de las fases son difusas, no obstante, todas las fases tienen lugar.

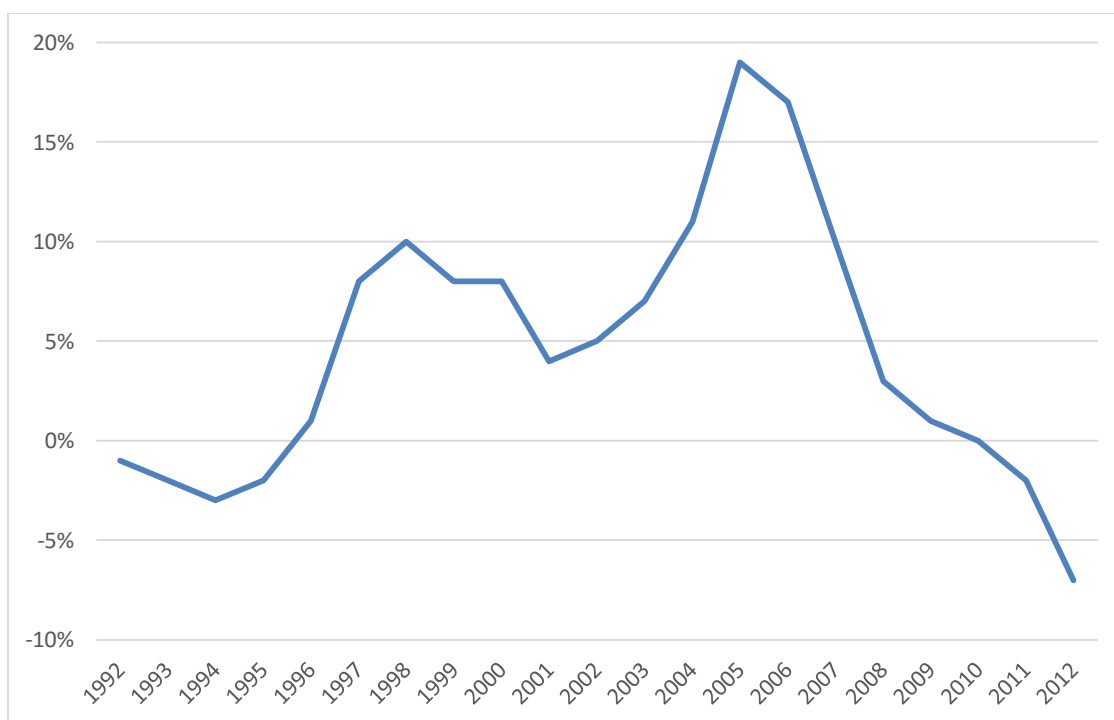
Tabla 3.1 Fases del proceso de inestabilidad financiera en la economía española					
Fase	Año	Tasa de crecimiento del crédito	Tasa de crecimiento del crédito hipotecario	Tasa de crecimiento del PIB nominal	Crédito sobre PIB
Desplazamiento	1992	7%	13%	8%	68%
	1993	1%	13%	3%	67%
	1994	3%	15%	6%	64%
	1995	6%	11%	8%	63%
	1996	7%	14%	6%	64%
Desplazamiento y boom crediticio	1997	14%	19%	6%	68%
	1998	17%	19%	7%	75%
	1999	15%	20%	7%	80%
	2000	17%	20%	9%	87%
	2001	12%	18%	8%	89%
Boom crediticio	2002	12%	19%	7%	94%
	2003	14%	22%	7%	100%
Euforia	2004	18%	23%	7%	110%
	2005	27%	33%	8%	129%
	2006	25%	25%	8%	150%
Cambio de expectativas	2007	17%	15%	7%	163%
	2008	6%	4%	3%	168%
Crisis	2009	-2%	1%	-3%	170%
	2010	0%	-1%	0%	171%
	2011	-3%	-6%	-1%	167%
	2012	-10%	-13%	-3%	154%

Fuente: Banco de España

Para delimitar las etapas hemos escogido guiarnos por el proceso de convergencia para la creación de la moneda única como periodo en el que se inicia la etapa de desplazamiento, ya que supone un cambio político y económico de envergadura

con el que se inicia una nueva fase del proyecto común europeo. Posteriormente tomamos la evolución de la tasa de crecimiento crediticio y la ratio del crédito sobre el PIB como principales referencias para delimitar los márgenes de las siguientes fases. Cabe destacar que ya durante los últimos años del proceso de convergencia se registran altas tasas de crecimiento crediticio, no obstante, consideramos que la creación de la moneda única es un hecho político de suficiente relevancia como para determinar el periodo. La etapa de boom crediticio y euforia también se fusionan. En la primera, se mantienen las tasas de crecimiento del crédito superiores al 10% que llevan a que comience a crecer el diferencial entre la tasa de crecimiento del crédito frente a la del PIB (gráfico 3.1). La fase de euforia la delimitamos durante los años de mayores tasas de crecimiento del crédito (2004-2006) que superan el 25%. En esta etapa el diferencial de tasas entre crecimiento crediticio y del PIB llega al 19% en 2005 a favor del primero, siendo muy importante el crecimiento del crédito hipotecario que registra incrementos interanuales superiores al 30%. Esta dinámica terminará por dejar al sector privado de la economía española en una situación de gran sobreapalancamiento.

Gráfico 3.1 Diferencial entre la tasa de crecimiento del crédito y de la tasa de crecimiento del PIB nominal (Δ crédito - Δ PIB nominal)



Fuente: Banco de España

Las fases de cambio de expectativas y estallido de la crisis son las que quedan delimitadas con mayor claridad. La primera tiene su comienzo en verano de 2007 con la crisis de EEUU que traerá como consecuencia el inicio de la desconfianza y la moderación del crecimiento. El fin de la liquidez de los mercados internacionales dejará en una difícil situación a las entidades que se habían vuelto más dependientes de la financiación internacional. Este contexto de escasa liquidez se acentúa aún más, durante el año 2008, con el episodio de Lehman Brothers. Por último, en el año 2009 comienza oficialmente la recesión con una fuerte contracción crediticia unida a una caída del PIB que se prolongará durante varios años y comienzan a ponerse de manifiesto los efectos del incremento de la fragilidad financiera acumulados en la etapa de crecimiento. La gestión de la crisis que combinó la apuesta por medidas de contracción de la demanda y fusiones entre cajas con dificultades configuró un escenario donde los problemas lejos de mitigarse se agravaron y perdurarán en el tiempo con sucesivas medidas de apoyo y recapitalización a las entidades con dificultades. El crecimiento del crédito y del PIB comienza su declive en 2009 y en 2012 su deterioro continúa siendo aún más intenso. En este periodo turbulento se llevan a cabo dos reformas laborales muy agresivas contra los intereses de los trabajadores y se suceden de forma continuada los recortes en el gasto público que empeoran la situación más de lo estimado en un primer momento⁵¹. En este contexto recesivo las entidades financieras se vieron en graves dificultades para encontrar nueva demanda de crédito solvente, al tiempo que en algunas entidades afloran los excesos cometidos durante la etapa de euforia crediticia.

3.1.1. Desplazamiento

La fase de desplazamiento está ligada a la culminación del proceso de la Unión Monetaria como cambio político de gran alcance. Los requisitos para recorrer este camino se recogen en el artículo 12 del Tratado de la CE⁵² y su cumplimiento llevó

⁵¹ Desde el FMI, el economista jefe Olivier Blanchard, reconoció que la consolidación fiscal se llevó a cabo en base a pronósticos que subestimaron significativamente el aumento del desempleo y la caída de la demanda interior (Blanchard y Leigh 2013).

⁵² Una tasa de inflación no superior al 1,5% sobre la media de los tres estados de la Eurozona con menor inflación (exceptuando aquellos que pudieran sufrir deflación); un déficit presupuestario del 3% del PIB el año anterior a la entrada y con una deuda pública inferior al 60% del PIB; el tipo de

a un clima de optimismo que se sustentaba en bajas tasas de inflación, tasas de crecimiento económico superiores a la media de la Zona Euro, bajos tipos de interés, incremento generalizado de la riqueza de los poseedores de bonos gubernamentales y acciones, la atracción de inversores internacionales por la eliminación del riesgo de cambio y de los costes de conversión, mercados financieros con mayor liquidez, facilidades para el incremento de la capitalización bursátil y aumento de la inversión. Este escenario construyó el momento propicio para el desplazamiento en las expectativas de los agentes en un contexto en el que los precios de la vivienda habían comenzado a aumentar, mientras que desde las instituciones se impulsó una política económica donde la construcción tenía un gran peso. Con el objetivo de liberalizar e impulsar la actividad de este sector se aprueba la nueva Ley de suelo⁵³ en 1998. Adicionalmente se toman otras medidas para estimular la compra de la vivienda otorgándole un tratamiento especial en el IRPF en un contexto donde los impuestos del área de urbanismo comienzan a suponer una gran parte de los ingresos de las corporaciones municipales⁵⁴.

En la tabla 3.2 mostramos los principales rasgos del proceso de convergencia previo a la entrada en vigor de la moneda única. Desde 1995 se corrigen de forma simultánea importantes variables del cuadro macroeconómico en España. Por un lado, el déficit de las AAPP pasa del 7% en 1995, a situarse en niveles cercanos al -1% en el año 2000, en sintonía con los de niveles medios de la Eurozona. La tasa de desempleo sigue la misma senda y comienza un periodo de descenso que supone que en pocos años pase de registrar niveles superiores al 20%, a situarse en torno al 10%. Resulta importante señalar que esta fuerte reducción tuvo lugar en un contexto de fuerte expansión de la población activa que creció de 16,6 millones en 1996 a 19 millones en 2002, siendo especialmente significativo el incremento del número de población activa de origen extranjero que pasó de 0,2

interés nominal a largo plazo no puede superar en 2% la media de los 3 estados con menores tasas de inflación durante el año previo a la entrada; el tipo de cambio debe permanecer sin ninguna ruptura durante los dos años anteriores a la entrada y sin sufrir devaluaciones.

⁵³ Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen del suelo y valoraciones. Reduce los tipos de suelo a tres: urbano, urbanizable y no urbanizable y, salvo disposición jurídica que lo prohíba expresamente, todo suelo es considerado urbanizable.

⁵⁴ En Teré (2006) se puede consultar un estudio sobre la evolución de la gestión del urbanismo en las Entidades municipales.

millones a 1,3 millones, durante el mismo periodo. Continuando con el cuadro macroeconómico, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se redujo de forma sobresaliente con fuerte revalorizaciones que hacen los tipos medios pasen de estar por encima del 11% en 1995, a situarse alrededor del 5% desde 1998. Este proceso tuvo lugar en un contexto de corrección de la inflación que disminuye desde niveles cercanos al 5% en 1995 y se estabilizarse desde 1997 en niveles del 2-3%. En cuanto a los tipos de interés de referencia en el mercado interbancario encontramos la misma tendencia. El Mibor a 3 meses pasó de marcar 9,1% en 1995 a 3,8% en diciembre de 1999, última referencia antes de ser sustituido por el Euribor, el 1 de enero del 2000, que traerá tipos de interés aún menores. Por último, el IBEX35 vivió una época de gran crecimiento que comienza a finales de la década de los 90 y sólo se interrumpió durante los primeros años del nuevo siglo coincidiendo con la crisis de la burbuja tecnológica de EEUU.

Tabla 3.2 Evolución del déficit, desempleo, rendimiento de la deuda pública, índice armonizado de precios, Mibor 3m, Euribor 3m e IBEX35							
Año	Déficit PIB España (%)	Déficit PIB Zona Euro (%)	Desempleo (%)	Rendimiento deuda pública a largo plazo (%)	IAPC (%)	Mibor 3m Euribor 3m (%)	IBEX35
1995	-7,2	-5,3	22,9	11,3	4,7	9,1	3.631
1996	-5,5	-4,2	22,1	8,7	4,0	5,9	5.155
1997	-4	-2,6	20,6	6,4	2,7	4,6	7.255
1998	-3	-2,3	18,6	4,8	1,8	3,2	9.837
1999	-1,2	-1,4	15,6	4,7	1,9	3,8	11.641
2000	-0,9	-0,1	13,9	5,5	2,9	4,8	9.110
2001	-0,5	-1,9	10,6	5,1	3,3	3,2	8.398
2002	-0,2	-2,7	11,5	5,0	3,1	2,8	6.037
2003	-0,3	-3,2	11,5	4,1	3,5	2,3	7.737
2004	-0,1	-2,9	11,0	4,1	2,9	2,3	9.081
2005	1,3	-2,5	9,2	3,4	3,3	2,7	10.734
2006	2,4	-1,4	8,5	3,8	3,7	3,9	14.146
2007	1,9	-0,7	8,3	4,3	2,9	4,7	15.182

Fuente: Banco de España y Eurostat

Como puede verse en la anterior tabla este proceso de corrección de las variables macro no se limita a la fase de desplazamiento y se mantiene en los años

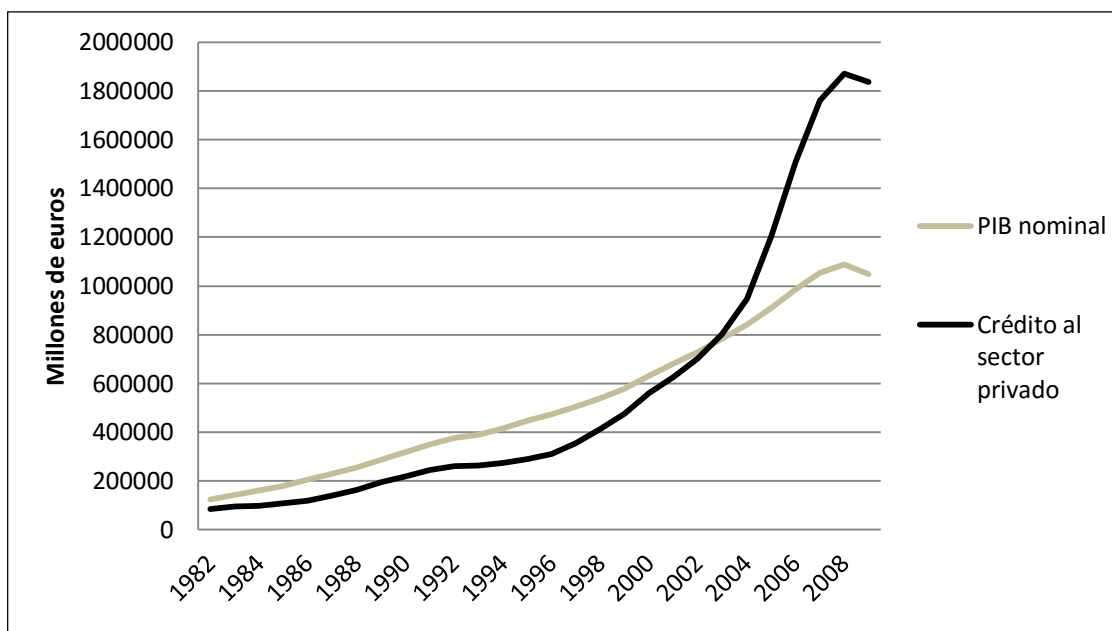
posteriores dando soporte a la fase expansiva de la economía española. Al mismo tiempo encontramos su reverso, donde se desarrolla un proceso de la inestabilidad financiera en el que el vertiginoso crecimiento crediticio resulta clave.

3.1.2 Boom crediticio y euforia

Resulta difícil delimitar una franja temporal para separar de forma estricta la fase de boom crediticio y de euforia debido a que estamos ante procesos que se retroalimentan. Desde el punto de vista de la expansión crediticia podría situarse la fase de euforia durante los años 2005 a 2007, momentos en que las tasas de crecimiento crediticio son mayores. No obstante, preferimos analizar ambas fases como un conjunto que tiene lugar en un contexto optimista similar al descrito por Wolfson (2002) en el que impera la libre entrada de capitales, cambios importantes en la regulación financiera que apuestan por la autorregulación de las entidades de crédito y el papel de las titulizaciones como elemento de innovación. A lo que se añade el atractivo de la fortaleza de una nueva divisa común que hacía desaparecer cualquier riesgo de cambio con los países de la Zona Euro.

La expansión crediticia llevó a los actores económicos a unos niveles mayores de endeudamiento y se produjo un cambio en la estructura de los balances que no se percibió como preocupante porque las principales variables macroeconómicas estaban creciendo. En el gráfico 3.2 mostramos cómo el crecimiento crediticio se separa del crecimiento del PIB nominal dejando unos niveles de endeudamiento sin precedentes para el conjunto del sector privado. La ratio de endeudamiento, tras mantenerse sin superar el 70% hasta 1997, experimenta un rápido crecimiento que se acelerará sensiblemente desde el inicio de los 2000 acentuándose con la caída de los tipos del BCE y llegando a representar el crédito en 2007 un 167% del PIB.

Gráfico 3.2 PIB nominal y crédito al sector privado en España



Fuente: Banco de España

La cesión del control de tipos de la política monetaria al BCE en un contexto de bajo crecimiento⁵⁵ en la Zona Euro y bajas tasas de inflación (Tabla 3.3) llevó a que el BCE mantuviera una política de tipos bajos. Debido a la mayor inflación registrada en España, los tipos de interés reales resultaron inferiores a los registrados por la UEM, e incluso, negativos durante varios años de fuerte crecimiento crediticio (entre 2001 y 2005). Este escenario favoreció el terreno para la expansión crediticia, al mismo tiempo que perjudicó al margen financiero de las entidades de crédito al materializarse el riesgo de interés por la caída de los tipos de interés del activo, al tiempo que gran parte de los pasivos contraídos a coste 0, o casi nulo, no podían verse afectados por la reducción de los tipos. Estos pasivos, de los que las entidades financieras se sirven para financiar sin costes, están compuestos fundamentalmente por los depósitos de una masa atomizada de clientes que debido al escaso volumen que representan individualmente, se encuentran en una situación de nulo margen de negociación con la entidad financiera. Las entidades financieras no pueden compensar la caída de tipos de

⁵⁵ La media para la Unión Monetaria entre 2001 y 2007 fue del 2% siendo del 1,4% para Alemania y 1,8% para Francia por lo que el BCE llevo a cabo una política expansiva que chocaba con los intereses de países como España.

interés del activo con la caída de tipos de estos pasivos a coste nulo por lo que el margen se deteriora. Ante esta situación, la irrupción del uso masivo de las titulaciones sirvió como solución para resolver el problema de los costes de financiación a la hora de crecer. Cuestión que no quedaba resuelta ni con la financiación mayorista (emisión de bonos, interbancario), ni con los depósitos, ya que ambas opciones implicaban mayores costes que la titulación que, de hecho, implicaba beneficios.

A pesar del aumento del crédito que generaba la posibilidad de nuevos depósitos, estos dependían de la tasa de ahorro de los depositantes, y como hemos visto, la nueva situación de caída de tipos perjudicaba al margen financiero. La solución de las titulaciones de los créditos permitía conseguir la financiación para seguir creciendo, al mismo tiempo que se desplazan los ingresos del margen financiero hacía ingresos por comisiones tanto sobre los nuevos préstamos otorgados como sobre las nuevas titulaciones emitidas. Dado, que estas titulaciones eran muy bien recibidas en los mercados internacionales (cuestión que analizaremos más adelante) las entidades financieras comenzaron una estrategia de financiación del crecimiento donde gana peso la emisión de estos títulos, lo que resultará clave en el desarrollo de la crisis. De este modo se facilitó sensiblemente el acceso de la financiación del sector residente a la vez que la ratio de endeudamiento de la economía sobre el PIB se situaba en niveles extraordinarios. Esta situación unida a la del despegue de los precios de la vivienda y revalorización de los activos creó unas expectativas favorables en un contexto donde se percibía como cierto el incremento de la diferencia entre la tasa de retorno⁵⁶ de este tipo de inversiones frente a la decreciente tasa de interés. La percepción del riesgo se relajó hasta el punto en que, en muchos casos, las entidades crediticias disminuían los requerimientos de garantías e incluso participarían en negocios con sus acreditados.

⁵⁶La muestra de este dato la encontramos en la información del BdE (2005a) que nos muestra que la ROE del total de empresas no financieras pasó del 5%, en 1993, al 10%, en el año 2003, mientras que, en el mismo periodo, el sector de construcción incrementó su ROE de un 7% hasta casi el 16%.

Tabla 3.3 Evolución de los tipos reales en España y en la Unión Económico Monetaria					
Año	A. EUR12M	B. Inflación España	C. Inflación UEM	Tipos reales España (A-B)	Tipos reales UEM (A-C)
1997	4,62*	1,9	1,6	2,72	3,02
1998	3,24*	1,8	1,3	1,43	1,91
1999	3,82	1,9	1	1,95	2,84
2000	4,88	2,9	1,7	2	3,22
2001	3,29	3,3	2,3	-0,04	0,99
2002	2,87	3,1	2,3	-0,21	0,58
2003	2,38	3,5	2,2	-1,11	0,23
2004	2,3	2,9	2	-0,55	0,26
2005	2,78	3,3	2,2	-0,53	0,61
2006	3,92	3,7	2,3	0,25	1,64
2007	4,79	2,9	2	1,93	2,81

* MIBOR 12M

Fuente: Banco de España y Eurostat

El proceso de expansión crediticia viene unido al desarrollo de la burbuja inmobiliaria, esta fue de tal magnitud que durante los años de mayor crecimiento crediticio una de cada tres nuevas viviendas de Europa se construía en España. Al incremento del número de viviendas le acompañaba la evolución de los precios en el mismo sentido. En la tabla 3.4 mostramos la evolución de los precios de la vivienda para España, Japón y EEUU durante sus respectivos episodios de burbuja. Observamos que en el caso de España el valor del índice casi llega a triplicarse en una década, lo que tiene como resultado un episodio más pronunciado que las burbujas de EEUU y Japón donde, los datos disponibles muestran que sus respectivos índices de precios se duplicaron.

Tabla 3.4 Crecimiento indiciado de los precios de la vivienda en los periodos de burbuja de Japón, EEUU y España		
Japón	Periodo 1981-1991	
	100	185
España	Periodo 1998-2007	
	100	295
EEUU	Periodo 1998-2007	
	100	206

Fuente: Banco de España, OCDE y Standard & Poor's

El mercado de valores compartió la misma tendencia y el IBEX fue la bolsa europea que desde la puesta en circulación del euro registró mayor crecimiento, en una etapa de una rentabilidad anual del 10% ininterrumpida, alcanzando en 2007 su máximo histórico. Comparando el crecimiento y la caída del IBEX con el índice NIKKEI o con el NASDAQ encontramos un episodio menos frenético en el caso español (Tabla 3.5), donde el proceso se desarrolla en una década frente al episodio del Nasdaq que se gesta en apenas 3 años en un escenario donde el discurso de la Nueva Economía consigue eclipsar las pérdidas de las empresas. En cuanto a los niveles, el IBEX creció entre diciembre de 2002 y noviembre de 2007 hasta casi doblarse, pero presentando unos valores extremos más suaves que los de Japón o EEUU. Destaca el comportamiento del índice NIKKEI que registró las diferencias de valores más altos tanto en la etapa de crecimiento como en su desplome.

Tabla 3.5 Evolución de los índices Nikkei, Nasdaq e Ibex-35 en los últimos periodos de auge y caída bursátil			
Índice	A. Valor de inicio	B. Valor máximo	C. Suelo tras valor máximo
NIKKEI	13.011	38.916	14.820
NASDAQ	2.193	4.692	1.127
IBEX 35	8.463	15.946	6.967

A = Nikkei diciembre 1985; Nasdaq diciembre 1998; Ibex diciembre 2002

B = Nikkei diciembre 1989; Nasdaq marzo 2000; Ibex noviembre 2007

C = Nikkei agosto 1992; Nasdaq septiembre 2001; Ibex febrero 2009

Fuente: Datastream

Las sinergias producidas entre mayor optimismo y mayor crecimiento llevaron a que las percepciones sobre el nivel de deuda y de riesgo aceptables en la economía por los distintos agentes (prestamistas, empresarios, reguladores, gobierno e instituciones internacionales) cambiaran. En el caso de España existió un debate público sobre si la burbuja era sostenible, donde encontramos varias declaraciones⁵⁷ de Ministros, empresarios, banqueros, directores de institutos de estudios y el propio Gobernador del BdE negando la existencia de una burbuja lo que resulta clave para explicar la inacción de las autoridades. La opinión de organismo internacionales de referencia como el FMI (2006a) señalaba que las cajas habían construido una sólida base de capital mayor que la de los bancos y destacaba el hecho de que, a diferencia de los segundos, no habían sufrido anteriormente ninguna crisis sistémica. En su análisis del sistema financiero (FMI 2006b) añadía que el sistema estaba preparado para una caída del mercado de la vivienda con entidades de crédito sólidamente posicionados para absorber un aumento de las tasas de morosidad, aumento de los tipos de interés o, una recesión en el ciclo macroeconómico⁵⁸. En sus test de stress (FMI 2006c) exponía que, aunque las cajas estaban más expuestas a promotores y constructoras el sistema estaba preparado para hacer frente a un eventual choque. Sus resultados indicaban que algunas instituciones pequeñas caerían levemente por debajo del mínimo coeficiente de solvencia⁵⁹. Estas publicaciones, emitidas desde un organismo de referencia internacional, nos muestran la dificultad de realizar análisis y predicciones sobre la salud futura de los sistemas financieros, ya que nos

⁵⁷ Entre las personas formadas, con conocimientos económicos, cargos de relevancia y opiniones influyentes que negaron la formación de una burbuja destacan: Rodrigo Rato en 2003 como Vicepresidente y Ministro de Economía, Cristóbal Montoro en 2003 como Ministro de Hacienda, Jaime Caruana en 2003 como Gobernador del Banco de España, Pablo Matos en 2005 siendo Portavoz de la comisión de vivienda del Partido Popular, Idelfonso Ortega en 2005 Presidente de Tinsa (mayor tasadora inmobiliaria de Europa), Ana Patricia Botín en 2005 como Presidenta de Banesto, Luis del Rivero en 2006 siendo Presidente de Sacyr-Vallehermoso, Gregorio Izquierdo en 2006 como Director del Instituto de Estudios Económicos y Ángel Gurría en 2006 siendo Secretario general de la OCDE entre otros. Puede consultarse una recopilación sobre este tema en: <http://www.burbuja.info/inmobiliaria/burbuja-inmobiliaria/66764-que-negaron-burbuja-inmobiliaria.html>

⁵⁸ Según el FMI (2006b) la resistencia de las entidades de crédito se sustentaba en: (a) prudentes ratios LTV de la cartera de préstamos pendientes; (b) un moderado Relación de DTI (*debt to income*) para el hogar medio; (c) una baja proporción de hogares con relaciones DTI por encima de 50 por ciento; (d) el buen nivel de capitalización; y (e) muy alto nivel de provisiones.

⁵⁹ En particular, cinco instituciones que representaban el 2,5 por ciento de los activos de la muestra estaría por debajo de la ratio mínima.

encontramos ante sistemas financieros complejos donde la incertidumbre sobre las decisiones de millones de agentes tiene un papel central. En el mismo sentido que el informe del FMI, desde la Fundación de Estudios Financieros (Pérez et al. 2007) firman el Informe del Observatorio del Gobierno Corporativo centrado en el análisis del modelo organizativo y la naturaleza de propiedad de las cajas de ahorros españolas, y las posibles debilidades inherentes que podrían albergar que las hicieran ineficientes en comparación con bancos y cooperativas de crédito concluyendo que: *“No hay nada en la experiencia acumulada, o en el análisis de la naturaleza de las Cajas de Ahorros españolas, que permita concluir que tienen debilidades inherentes e inmutables que las condenan a una transformación radical semejante a su desaparición.”*

Por otro lado, la principal advertencia de los riesgos que se estaban acumulando en el sistema vino en 2006 con las sucesivas denuncias de la Asociación de Inspectores del BdE que se adjuntan en el anexo 4 y de la que destacamos la denuncia por *“la pasiva actitud adoptada por los órganos rectores del Banco de España, con su gobernador a la cabeza, ante el insostenible crecimiento del crédito bancario en España.”* El rechazo de los inspectores de *“la complaciente actitud del gobernador del Banco de España ante la creciente acumulación de riesgos en el sistema bancario español derivados de la anómala evolución del mercado inmobiliario nacional durante sus seis años de mandato”* en un escenario donde *“los riesgos se han visto incrementados de forma muy acusada por la necesidad de entidades de crédito de acudir al ahorro exterior para conseguir los fondos necesarios para financiar el crecimiento de su inversión crediticia”*

No obstante, ni desde el Ministerio de Economía, ni desde la alta dirección del BdE, ni desde el FMI se mostraron de acuerdo con esta valoración por lo que no se dieron ni recomendaciones ni medidas específicas para mitigar los riesgos. El mismo año el FMI alababa la estabilidad financiera del conjunto de los bancos y la calidad de la supervisión prudencial tal y como queda expuesto en su evaluación del sistema financiero español de junio de 2006:

“[...] las instituciones de crédito serían capaces de absorber las pérdidas asociadas con grandes choques adversos sin generar riesgo sistémico. Esto

refleja múltiples factores incluyendo una fuerte capitalización de las instituciones de crédito sistémicas, sus considerables provisiones requeridas por el riguroso marco de provisionamiento español, sus sensatas prácticas de gestión del riesgo en el total del sistema y el hecho de que España se ha beneficiado de un largo periodo de fuerte crecimiento.”

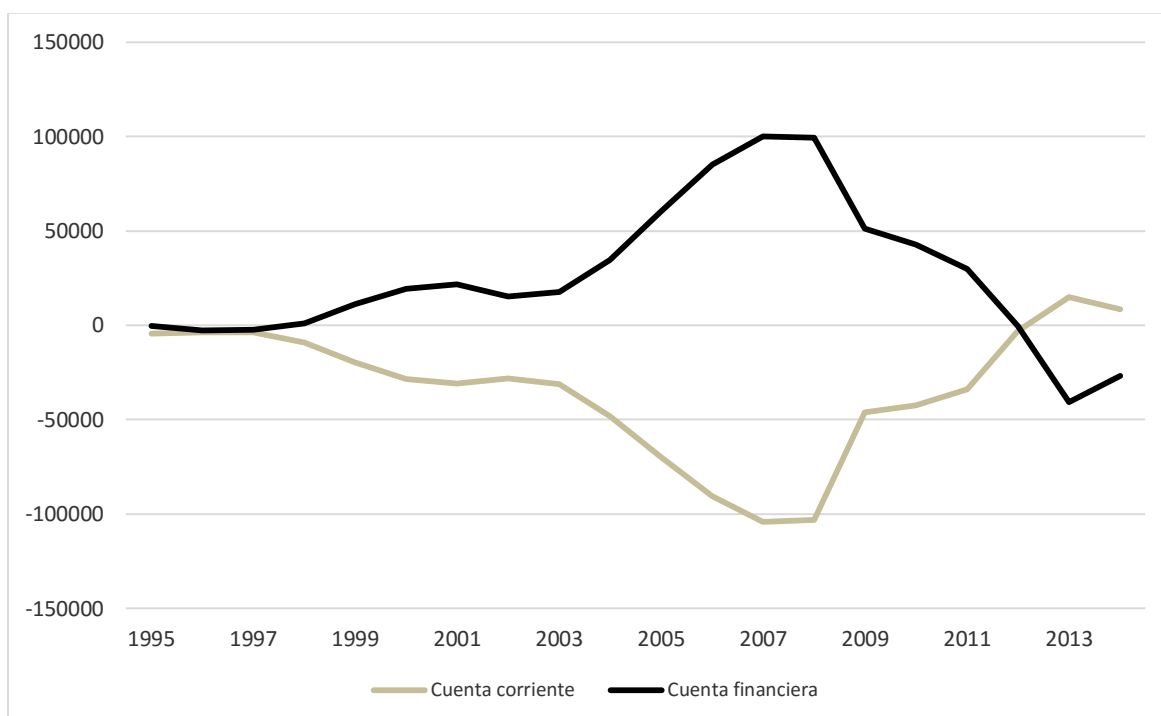
En el terreno de la supervisión bancaria el optimismo era compartido por la alta dirección del BdE. En 2004 el Subgobernador del BdE Gonzalo Gil (BdE 2004a) expresaba su entusiasmo ante los cambios que traía Basilea II, en una conferencia titulada “Transparencia y Disciplina de Mercado: Gobierno Corporativo” donde reconocía su superioridad frente de Basilea II sobre el acuerdo anterior que: *“Por sus deficiencias después de más de 14 años de vigencia: no tiene en cuenta las mejoras producidas en las metodologías para medir y gestionar los riesgos; crea incentivos perversos, fomentando el arbitraje regulatorio.”* En su discurso destacaba además *“[...]la necesidad de incentivar adecuadamente y de reconocer las nuevas y más eficaces técnicas de gestión de riesgos.”* Valoraba el nuevo marco de Basilea II como un avance ya que: *“Se cubren todos los riesgos”* y *“El Acuerdo introduce los incentivos necesarios para motivar un comportamiento adecuado por parte de los gestores.”*

Respecto a la situación de las cajas en 2007 el Gobernador, Miguel Ángel Fernández (BdE 2007) se mostraba satisfecho porque: *“el incremento de la profesionalización en las cajas ha sido muy relevante en los últimos años. Hoy en día, los equipos directivos de las cajas de ahorros están altamente cualificados, habiendo adoptado los más altos estándares del sector bancario. Asimismo, se ha hecho un notable esfuerzo por incrementar el grado de capacitación y competencia de las plantillas.”* En la misma intervención describía la situación del sistema financiero como: *“[...] el sistema financiero español se ha mostrado altamente eficaz en el desarrollo de sus principales funciones, es decir, en la canalización del ahorro y en la transmisión de los riesgos, de tal modo que se ha convertido en una pieza clave en el fomento del crecimiento de nuestra economía.”*

El optimismo descrito fue la tónica general durante esta fase, a pesar de las múltiples señales de que se estaban acumulando riesgos en el sistema, tanto los

derivados de la concentración crediticia, como de la fuerte dependencia de la financiación internacional. Si observamos la economía española desde la balanza de pagos (gráfico 3.3) encontramos que tiene lugar un gran incremento del déficit por cuenta corriente y el aumento de la captación de capitales en la cuenta financiera coincidiendo con esta etapa de crecimiento crediticio. Posteriormente observamos un cambio en de tendencia que comienza a partir de 2008 con los problemas de liquidez internacional⁶⁰.

Gráfico 3.3 Cuenta corriente y cuenta financiera (millones de euros)



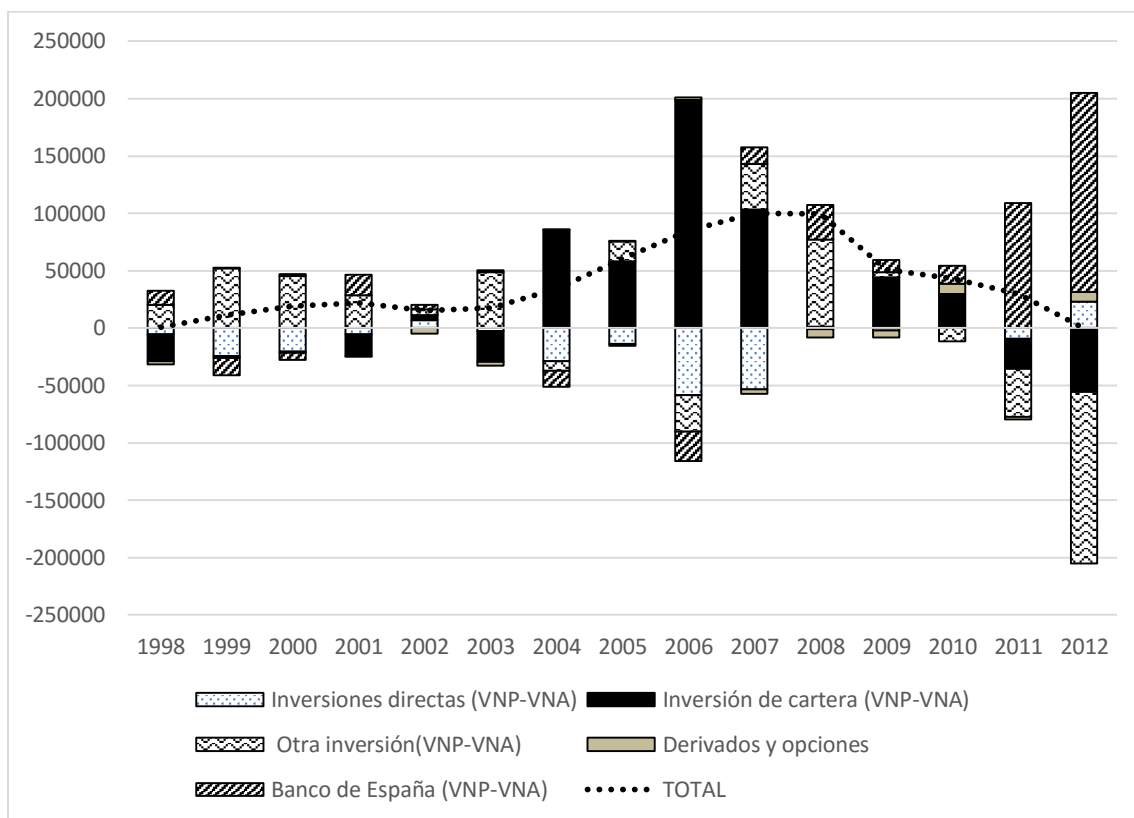
Fuente: Banco de España

Los componentes de la cuenta financiera (expresados como diferencia entre el valor neto de pasivos y el valor neto de los activos) muestran que la inversión en cartera cobra especial importancia durante el periodo 2004-2007, coincidiendo con los años de mayor expansión del crédito (gráfico 3.4). Los saldos de capitales captados oscilan entre los 58.000 millones de euros de 2004 hasta casi llegar a los 200.000 millones de euros en 2006. Durante esta época destaca el papel de la inversión en cartera como principal vía de captación de capitales, mientras que los

⁶⁰ El BdE (2012a) atribuye el cambio a la fuerte contracción de la demanda interna, el aumento de las exportaciones, junto con la disminución de las importaciones y voluminosas liquidaciones de valores por parte de no residentes debido al gran clima de incertidumbre.

demás componentes de la cuenta financiera tienden a tener menor peso, resultando incluso negativos durante varios años.

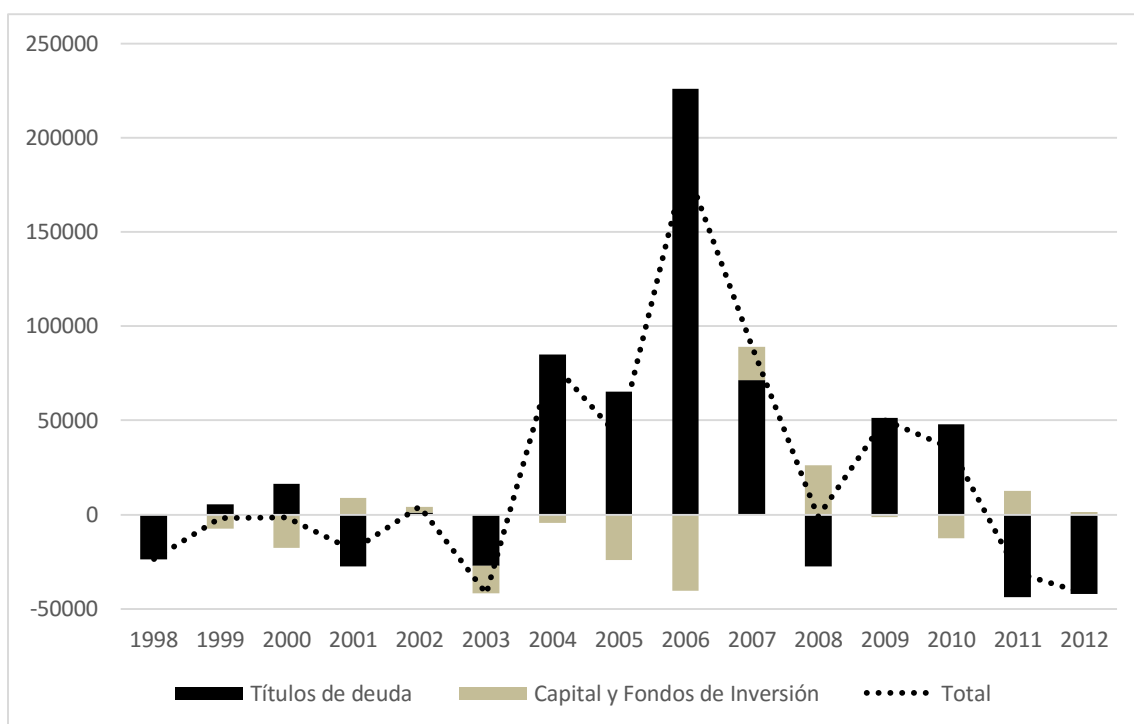
Gráfico 3.4 Saldo por instrumento de la cuenta financiera (millones de euros)



Fuente: Banco de España

Si profundizamos en los componentes de la inversión en cartera encontramos el papel clave de los títulos de deuda como herramienta principal para captar financiación, durante los años 2004-2007 (gráfico 3.5). Dentro de las emisiones de deuda, destaca la gran aceptación por los inversores internacionales de las titulaciones que se convierten en la principal herramienta para captar financiación hasta el punto que España llega a ser en este periodo el mayor emisor de la Zona Euro. Por su parte los saldos de acciones y participaciones en fondos de inversión resultan negativos debido a que, al mismo tiempo, tenía lugar el proceso de expansión de empresas con capital nacional en el extranjero, principalmente en América Latina.

Gráfico 3.5 Saldo de las inversiones en cartera (millones de euros)



Fuente: Banco de España

3.1.3 Cambio de expectativas

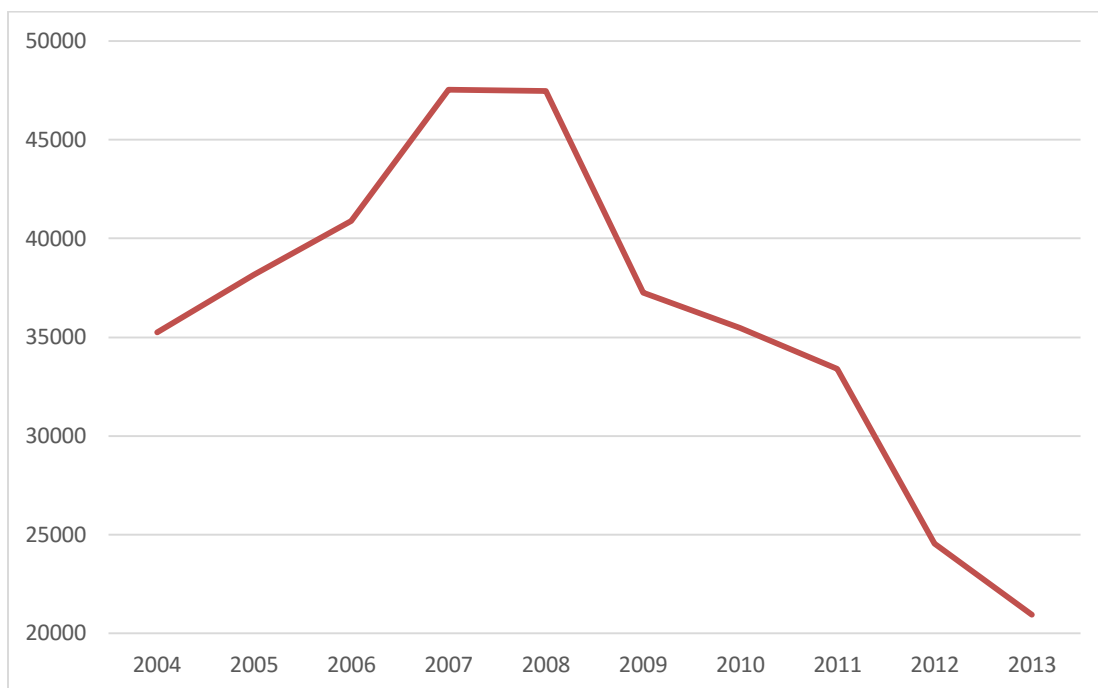
Como se refleja en los 3 últimos gráficos, a partir de 2008 existe un brusco cambio que se ve reflejado en el comportamiento de los componentes de la balanza financiera. Este momento coincide con el cambio de expectativas a nivel internacional que se inicia con el estallido de la crisis subprime en 2007 y se agudiza con el episodio de la quiebra de Lehman Brothers en verano de 2008. La propagación de los problemas supuso el fin de la liquidez internacional debido a la sobrereacción de los agentes y los problemas para la emisión de nueva deuda y refinanciar posiciones traerán graves dificultades a las entidades que necesitaban refinanciar sus balances.

La falta de liquidez llegó al mercado interbancario como muestra el volumen negociado en el índice EONIA⁶¹ (gráfico 3.6) que inicia en 2008 un cambio de tendencia hacia una prolongada caída en el volumen de las operaciones. Este

⁶¹ El Euro OverNight Index Average, es el índice de las operaciones de crédito interbancarias a un día.

comportamiento hacia la ausencia de liquidez será aún más acusado en préstamos interbancarios a mayores plazos.

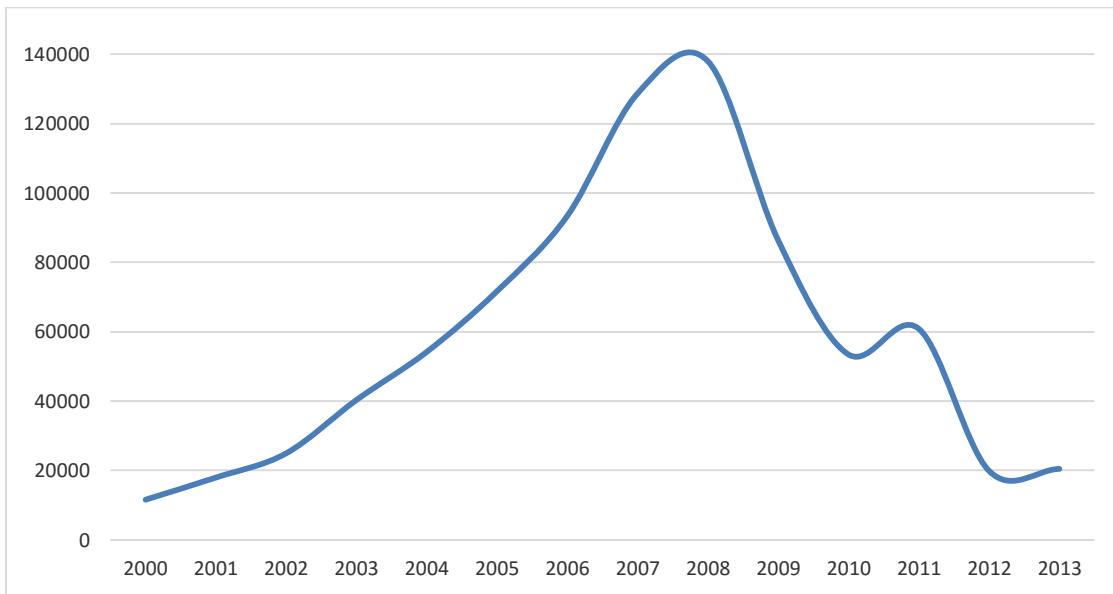
Gráfico 3.6 EONIA volumen medio negociado (millones de euros)



Fuente: BCE

Las emisiones de titulaciones en España sufrieron un movimiento en la misma dirección (gráfico 3.7) y a partir de 2009 se contraen lo que termina con una de las principales vías de financiación estrechamente ligada al sector de la burbuja y muy utilizadas por las entidades de crédito para financiarse. El hecho de que esta contracción tenga lugar en 2009, en lugar de a finales de 2007 y principios de 2008, se debe a que comenzaron a ser aceptadas por el BCE que relajó los requisitos para financiar a las entidades de crédito. Lo analizaremos en profundidad más adelante (concretamente en el punto 3.2.5)

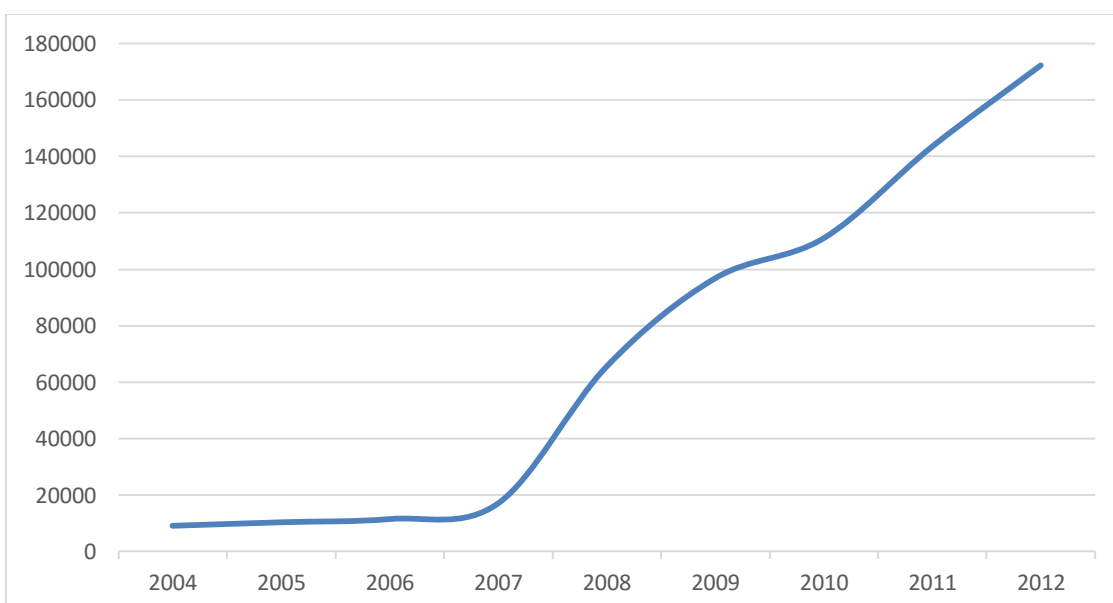
Gráfico 3.7 Titulizaciones emitidas por entidades nacionales (millones de euros)



Fuente: CNMV

Es así como se materializan los riesgos acumulados en los balances de las entidades financieras. Por un lado, aumentan los problemas para refinanciar sus posiciones, al mismo tiempo que sus ingresos futuros se verán comprometidos por las dificultades en que comienzan a encontrarse buena parte de sus acreditados. El comienzo del despegue de la morosidad tiene lugar en este momento (gráfico 3.8). Los créditos dudosos se multiplican por 3,8 entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008, tendencia que continuará durante los años posteriores.

Gráfico 3.8 Volumen de crédito dudoso en España (millones de euros)



Fuente: Banco de España

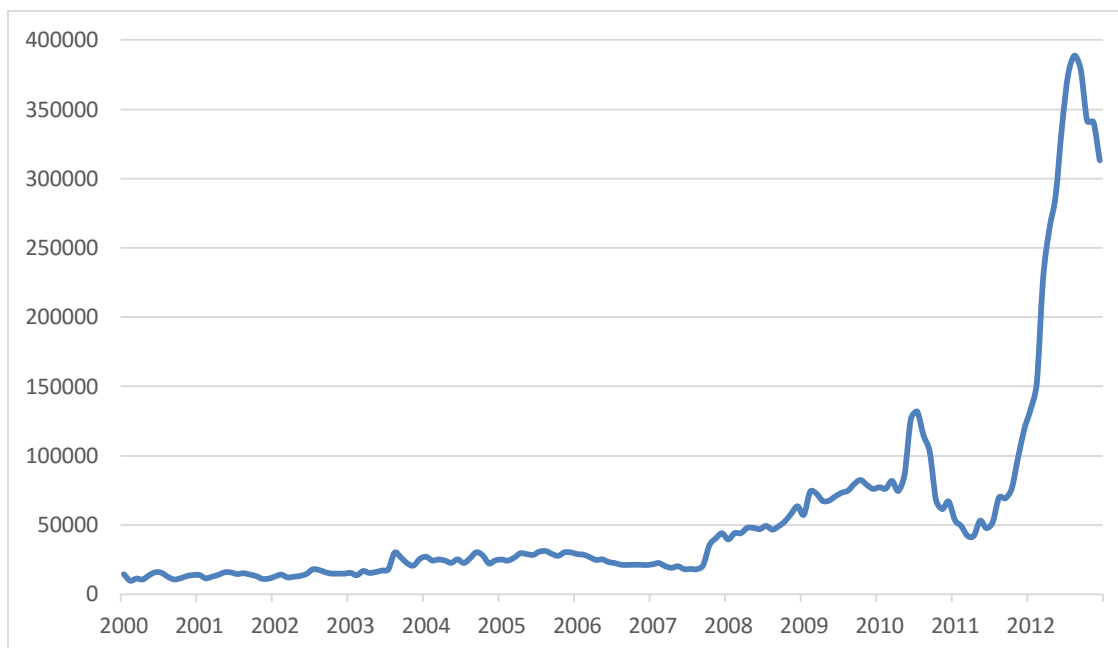
Las entidades de crédito sufrieron el cambio en la estructura de los balances del grupo de acreditados donde concentraban gran parte de su riesgo y el valor de los activos (viviendas construidas, en construcción y suelo) de muchas empresas vinculadas al sector de la burbuja se tornó ilíquido, por lo que para hacer pago a los intereses de las deudas era necesaria nueva deuda en un escenario de desconfianza. Los activos no encontraban compradores en el mercado tanto por el inicio de la caída de los precios que llevaba a una expectativa de mayores caídas, como por las dificultades para obtener nuevos préstamos y refinanciar posiciones. Los datos del BOE muestran que, en este periodo, el número de empresas inmobiliarias y de la construcción que llevaron a cabo suspensión de pagos comienza a crecer y de las 254 que se registraron en 2007 pasan a 2.003 empresas en 2009. Esta tendencia continúa y en 2012 suman 3.117 empresas en suspensión de pagos vinculadas al sector de la burbuja. Ante estas dificultades para conseguir financiación numerosos grupos inmobiliarios llevaron a cabo OPVs con muy malos resultados para los socios que decidieron participar⁶².

3.1.4 Crisis

La persistencia de la caída de las operaciones en el mercado interbancario y los problemas para colocar títulos de deuda llevó al BCE a tomar medidas excepcionales para financiar a las entidades crediticias. Esta vía para facilitar liquidez comienza a aumentar a finales de 2007 (gráfico 3.9), cuando el volumen que se solicita al BCE se multiplica por 2 frente a lo requerido en diciembre de 2006. La tendencia continúa y en diciembre de 2008 la apelación al BCE pasa a ser 3 veces la de 2006. Pero es desde finales del año 2011 y durante 2012 cuando cobra una relevancia nunca vista anteriormente ante la crisis de la deuda que golpea a Europa en un escenario donde a las altas tasas de morosidad, los bajos niveles de emisión de titulizaciones y de operaciones en el mercado interbancario se añade la desconfianza sobre la viabilidad del proyecto de moneda única.

⁶² Son los casos de un gran número de inmobiliarias como Realia, FCC inmobiliaria, Tremón, Astroc Mediterráneo, Parquesol, URBIS, Renta Corporación, con un descenso en sus valores que llegaron a suponer pérdidas del 90% del valor inicial entre 2007 y 2009.

Gráfico 3.9 Balance del Banco de España.
Préstamo neto a las Entidades de Crédito (millones de euros)



Fuente: Banco de España

La gestión del episodio de crisis partió de errores de diagnóstico iniciales entre los que encontramos la negación de la propia burbuja, la sobrevaloración de la adecuación del Nuevo Acuerdo de Capitales para cubrir los riesgos y hacer frente a un cambio de ciclo en las entidades de crédito y los fallos de predicción de los test de stress que en 2009 estimaban en 2.000 millones de euros las necesidades de las entidades financieras para estar suficientemente capitalizadas. Sobre estas ideas de hacer frente a una crisis de pocas dimensiones se fundaron las negativas a tomar medidas correctoras severas y en 2010 se inició una política de fusiones entre cajas de ahorros con apoyo del Fondo de Reestructuración y Ordenada Bancaria (FROB) con muy malos resultados. En la tabla 3.6 mostramos la cuantificación de las ayudas recogidas por el BdE (2015) en el proceso de reestructuración del sistema bancario español. Añadimos los avales públicos en favor de la SAREB. Destaca el hecho de que a pesar de que la crisis comienza en 2008 y el proceso de reestructuración bancaria lo hace un 2010, las ayudas se dilatan hasta 2012.

Tabla 3.6 Ayudas a las entidades financieras		
Intervención	Año	Importe (millones de euros)
FGDEC y otras aportaciones	2009-12	7.942
FROB 1 (Preferentes)	2010	977
FROB 2 (Capital)	2011	13.498
MEDE (97% capital, 3% Cocos)	2012	39.078
SAREB (Avales públicos)	2012	45.028
Total		98.581

Fuente: Banco de España

Adicionalmente a estas ayudas, el Estado se vio en la necesidad de avalar buena parte de las nuevas emisiones de títulos de cajas y bancos mediante sucesivos planes de avales en los años 2008, 2009 y 2012, para restaurar la confianza en los títulos emitidos y facilitar el acceso a la liquidez. Estos avales sumaron 110.895 millones de euros, que se repartieron en un 80% para cajas y un 20% para bancos. No los consideramos en la tabla anterior porque han sido devueltos en un 95% y el propio BdE (2015) estima que no se producirá ningún impago del monto restante, mientras que las aportaciones en capital, preferentes, convertibles (Cocos) y avales a la SAREB de la tabla anterior se prevén como pérdidas en su mayoría.

A pesar de esta sucesión de fallos y de la desconfianza hacia las cajas, una vez estalla la crisis no viene acompañada de retiradas masivas de depósitos⁶³ que permanecieron protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos. La necesidad de financiación para hacer frente a la crisis trajo como contrapartida un primer ajuste que supuso el deterioro de la demanda agregada, en un entorno de alto nivel de desempleo y descomposición del sector que había liderado la economía durante dos décadas sin que se impulsara ningún sustituto. Esta situación supuso el debilitamiento de la economía y de las propias entidades de crédito ante un escenario con dificultades para encontrar nueva demanda de crédito solvente. Como se señala en el esquema de Minsky en este momento es cuando afloran los fraudes y en el caso de la crisis en España por un lado encontramos que la

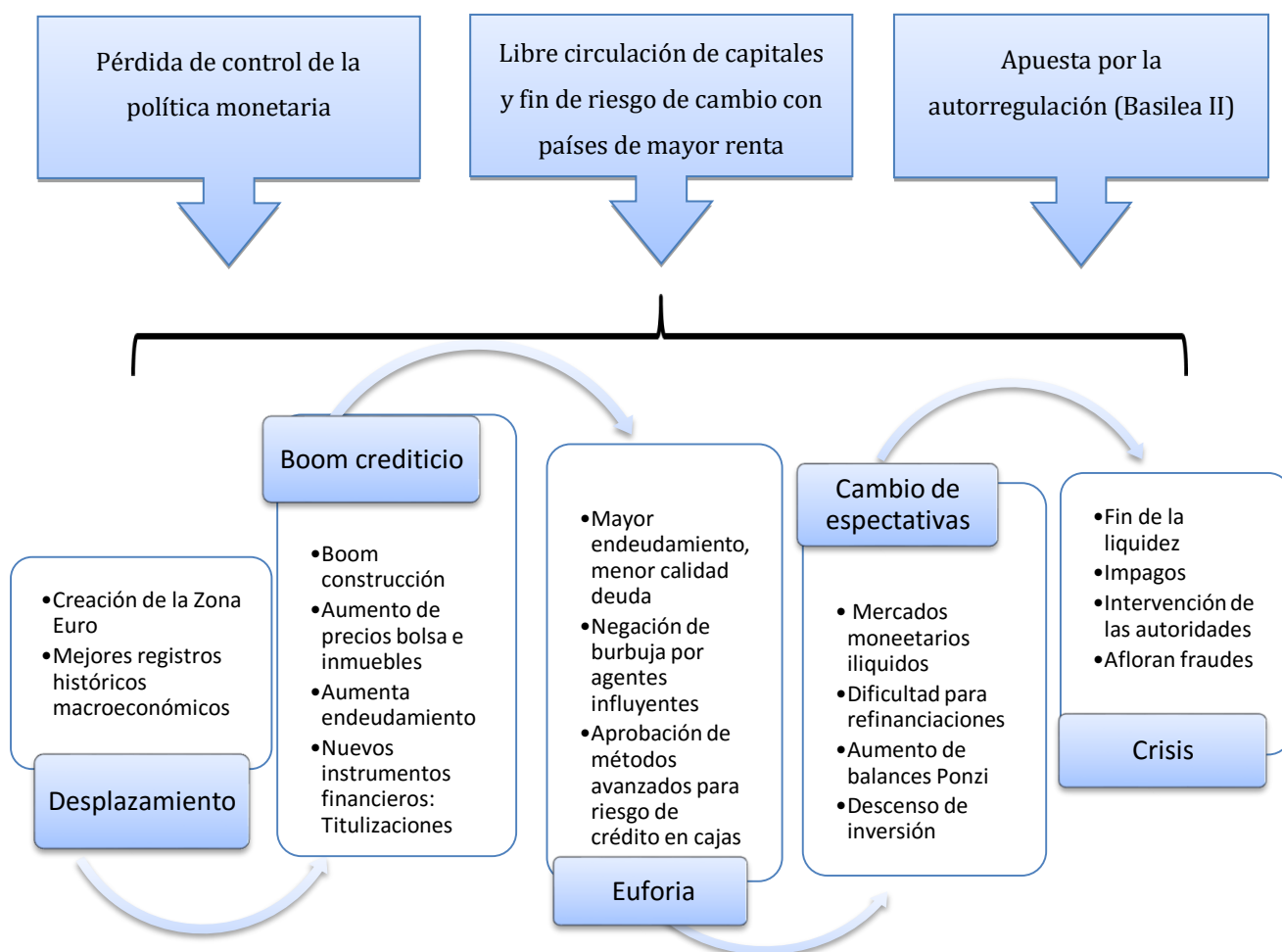
⁶³ De las 45 cajas que operaban en 2009 sólo 15 registraron un descenso de sus depósitos de las que para 12 fue inferior al 5% de sus depósitos, siendo el mayor descenso del -7% de CajaSur; en 2010 la cifra asciende a 17 entidades de las que un total de 13 tienen registran un descenso inferior al -5%, siendo el mayor descenso del -7,6% para Caixa Ontiyent.

expansión crediticia, en muchas ocasiones, se llevó a cabo sin seguir las buenas prácticas bancarias concediendo las cajas préstamos sin ningún tipo de garantías, de los cuales, algunos terminaron en el balance de la SAREB por valor de 10.000 millones de euros. Adicionalmente, durante el periodo de expansión crediticia fue común que las cajas de ahorros se establecieran como socios de sus acreditados mediante la formación conjunta de empresas participadas en el sector de la burbuja, este tipo de operaciones junto con la concentración crediticia eran hechos observables por el regulador que contradecían los estándares de prudencia sin que se tomaran medidas disuasorias al respecto. Ante su descomposición algunas cajas llevaron a cabo un intento de conseguir capital que terminó por minar su imagen con distintos procesos abiertos⁶⁴ contra las entidades por la colocación de títulos a ahorradores que no cumplían el perfil de inversor profesional. Una vez se desarrolla la crisis las imputaciones por distintos delitos de miembros de los Consejos de Administración de las cajas suman alrededor de 200 casos lo que, por su vinculación con los poderes políticos, invitó a poner un excesivo énfasis en el modelo de gestión obviando que han existido cajas bajo el mismo régimen que no han experimentado problemas.

Una vez expuestas las fases del proceso de inestabilidad financiera en España, actualizamos el esquema de Minsky y las aportaciones de Wolfson (2002) para el estudio de la crisis de las cajas con el papel que jugó la ausencia de control de la política monetaria por parte del BdE una vez se entra en la Unión Monetaria, la captura e inacción del regulador ubicado en un paradigma próximo al que conforman las teorías de la autorregulación, inversores racionales y mercados eficientes.

⁶⁴ Según el Parlamento Europeo la estafa de las preferentes afectó a 700.000 ahorradores, con un volumen de 22.000 millones de euros donde se encontraban 52 entidades financieras, en su mayoría cajas de ahorros como Caja Madrid, Caixanova, Caixa Galicia, CAM, La Caixa y Caixa Catalunya.

Diagrama 3.1 Desarrollo de una crisis financiera en Minsky aplicado al caso de España



3.2 El papel de cajas y bancos en el proceso de inestabilidad financiera

Dentro del proceso de inestabilidad financiera descrito en el anterior apartado las cajas de ahorros tuvieron un papel principal, debido a que, es en este periodo cuando experimentan el mayor aumento en el tamaño de sus balances y con ello los riesgos a los que quedaban expuestas. Según en el informe de European Saving Banks Group (2009) en toda Europa sólo las cajas noruegas alcanzaron una cuota de mercado superior a las españolas. Mientras que el resto de países, con un sistema de cajas desarrollado, como Alemania, República Checa, Portugal o Suecia gozaban de menores cuotas de mercado tanto en nivel de depósitos, como de

créditos y de préstamos hipotecarios. En España, durante la fase de boom crediticio, el conjunto de las cajas de ahorros logró superar⁶⁵ al agregado de los bancos en créditos, red de oficinas, depósitos y número de empleados. Si observamos la evolución del tamaño de los balances del sector (tabla 3.7) las cajas muestran un mayor crecimiento que el grupo que forman los bancos. Este crecimiento comienza a acelerarse desde 1999 y experimenta el mayor aumento durante los años 2005, 2006 y 2007 coincidiendo con la fase de boom crediticio y euforia.

Año	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bancos	100	105	114	125	138	146	166	189	234	264	312
Cajas	100	112	126	146	162	180	200	228	288	355	413

Fuente: Banco de España

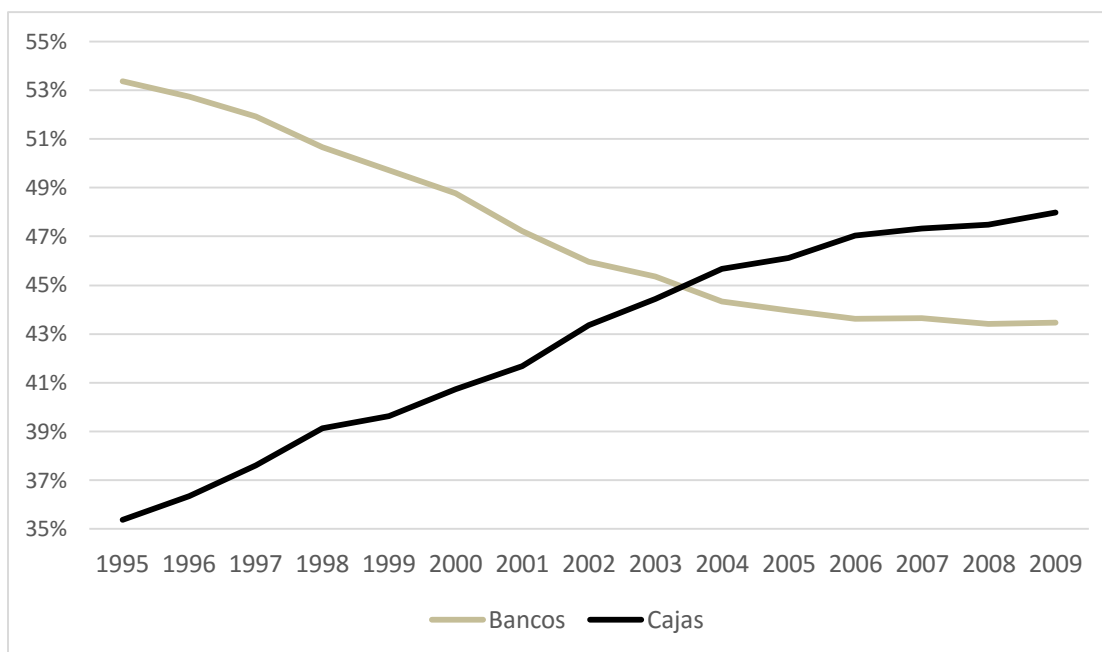
En los siguientes puntos procedemos al análisis de la acumulación de riesgos en los balances en la etapa de expansión crediticia y el estudio de las claves del diferente comportamiento entre cajas y bancos una vez se inicia la crisis.

3.2.1 Crecimiento crediticio

La expansión crediticia fue liderada por las cajas que aumentaron sus préstamos en más del 700% con tasas medias de crecimiento superiores al 20% entre 1997 y 2007, mientras que los bancos crecieron a menor ritmo y su participación en el crédito pasó de representar el 52% en 1997, al 43% en 2009 (gráfico 3.10). Esta dinámica llevó, al hecho insólito de que el conjunto de cajas sobrepasara al de bancos principales prestamistas en la economía española.

⁶⁵ Los datos del Banco de España y de la CECA muestran como desde 1993 superan a los bancos en depósitos gestionados, en 1998 en número de oficinas y desde 2004 en plantilla y cuota de créditos.

Gráfico 3.10 Evolución del crédito de cajas y bancos sobre el crédito total a la economía española



Fuente: Banco de España

3.2.2 Concentración crediticia y múltiples conflictos de interés

Tanto el crédito de las cajas como el de los bancos quedó fuertemente concentrado en la construcción y el préstamo a promotores. En el caso de las cajas este grupo crediticio se incrementó un 1.300% entre 1997 y 2007, mientras que para los bancos creció en un 900% durante el mismo periodo. Como se puede ver en la tabla 3.8, mientras tenía lugar esta dinámica de concentración en crédito inmobiliario y de la construcción⁶⁶, el crecimiento del crédito en el resto de sectores fue considerablemente menor. Durante esta etapa las empresas participadas entre cajas y promotores se convirtieron en algo común. Esto dio a los promotores fácil acceso a financiación, pero las cajas quedaban atrapadas en un negocio donde compartían los riesgos con clientes que pasaban a ser socios y que supone una mala práctica para una entidad financiera.

⁶⁶ Resulta necesario señalar que dentro del crédito a la construcción la parte que corresponde a crédito para la financiación de obras públicas aumentó respecto del total, pasando de representar el 5% en 1992 al 8% en 2007. Mientras que el crédito para la financiación de edificios y obras singulares paso de suponer el 66% al 75% sobre el total del crédito a la construcción, durante el mismo periodo.

Año	Sector primario		Industria*		Construcción e inmobiliario		Servicios*	
	Cajas	Bancos	Cajas	Bancos	Cajas	Bancos	Cajas	Bancos
1997	100	100	100	100	100	100	100	100
1998	117	107	117	108	118	113	128	114
1999	138	121	127	120	154	136	151	117
2000	155	123	155	125	207	163	176	138
2001	155	121	168	126	241	186	188	149
2002	196	128	182	130	314	234	217	154
2003	214	158	193	129	401	306	250	162
2004	240	180	210	133	541	401	287	175
2005	252	219	228	157	751	547	346	200
2006	271	245	269	180	1093	780	405	245
2007	280	290	322	213	1363	905	493	304

* Excluida construcción

Fuente: Banco de España

En el año de mayor crecimiento, 2006, los préstamos a los promotores crecieron a tasas superiores al 40%. En el caso de las cajas, la financiación a la construcción supone desde el año 2000 alrededor de un 20% del crédito a actividades productivas, mientras que para los bancos este porcentaje no sobrepasa el 15% (tabla 3.9). Es en el crédito inmobiliario donde encontramos la mayor diferencia. En las cajas de ahorros, pasa de ser el 13% del total del crédito a actividades productivas en 1998, al 42% en 2007; mientras que para los bancos la concentración es menor y aumenta del 7% en 1998, hasta el 27% en el año 2007. Es en esta dinámica cuando aparece el problema de la calidad del crédito a medida que aumenta el volumen de financiación. Debido a que el crédito no es homogéneo, aparece el problema de la calidad, es decir, la capacidad de hacer frente a los pagos futuros. Con el crecimiento del crédito en un contexto de burbuja inmobiliaria se genera la siguiente dinámica: a) los bancos relajan las condiciones para hacer accesible la financiación a los posibles acreditados, aparecen las financiaciones del 100%, sobre precios, ya de por sí inflados por el proceso de burbuja, b) se reduce la prima de riesgo de los acreditados, y c) se alargan los plazos con lo que se consigue reducir la cuota mensual para que puedan entrar nuevos acreditados. En este escenario, gran parte del nuevo crédito es de baja calidad y es fácil que entre en morosidad ante un evento que reduzca la renta del acreditado.

Año	Cajas construcción	Cajas inmobiliario	Bancos construcción	Bancos inmobiliario
1998	18%	13%	11%	7%
1999	18%	15%	11%	8%
2000	18%	18%	12%	8%
2001	19%	19%	11%	10%
2002	21%	21%	13%	13%
2003	20%	24%	13%	17%
2004	20%	29%	13%	21%
2005	20%	34%	14%	24%
2006	20%	39%	15%	28%
2007	19%	42%	14%	27%

Fuente: Banco de España

La concentración y los conflictos de intereses entre las tasadoras de propiedades y los préstamos inmobiliarios jugaron un papel importante en la dinámica de la burbuja. De las 56 tasadoras activas en este periodo, 10 pertenecían a cajas y una a un banco. Un total del 28% de las empresas tasadoras estaban relacionadas con entidades de crédito, sin embargo, estas valoraban el 52% de los inmuebles y obtenían el 52% de los ingresos del sector (ADICAE 2009). Un claro ejemplo de falta de independencia era la tasadora Tinsa, mayor tasadora de Europa, líder del mercado de tasaciones con una cuota de mercado superior al 25% y propiedad de la CECA junto con 36 cajas de ahorro. Desde la Comisión Nacional del Mercado de Valores se terminaría por reconocer el problema y en 2008, cuando los riesgos acumulados eran evidentes, emitió un comunicado solicitando a las tasadoras que garantizaran su independencia de las entidades de crédito y resolvieran sus conflictos de intereses mediante la elaboración de normas internas de buena conducta (CNMV 2008) sin que estas recomendaciones se concretaran en ninguna norma específica ni sanciones por incumplir con la solicitud. Esta situación dio margen para que las propiedades pudieran ser sistemáticamente sobrevaloradas, lo que indirectamente incidiría en el sistema de provisiones diseñado por el BdE.

Para que los préstamos garantizados con inmuebles fueran considerados de bajo riesgo y llevar a cabo menores provisiones, la relación LTV (*Loan to Value*: Valor del préstamo/valor de la garantía) no debía sobrepasar el 80% (BdE 2004b). La sobrevaloración de los colaterales, el denominador de la ratio, permitía mayores

préstamos manteniendo el 80% de LTV lo que aumentaba los riesgos reales relacionados con estas exposiciones frente a lo que se recogían en los balances de las entidades. Técnicamente los préstamos que representaban más del 80% del valor de la garantía no podían ser calificados como préstamos de bajo riesgo, de acuerdo, con los criterios de prudencia comunes de la regulación del BdE. Esta exposición fue mayor en los préstamos a promotores cuya única garantía era el (sobrevalorado) suelo donde emprenderían la construcción (BdE 2005) lo que se hizo visible cuando la morosidad entre los promotores comenzó a dispararse en 2008. Durante el desarrollo de la burbuja, las entidades financieras se encontraron en una situación donde tenían un incentivo para mantener las ratios LTV por debajo de la franja del 80% y las herramientas (tasadoras) para hacerlo⁶⁷. En el año 2009, cuando comienzan los problemas, los datos del BdE para el conjunto de cajas muestran que los préstamos con garantía hipotecaria y un LTV >80% son de un 11,5% para la cartera de préstamos a promotor y de un 21,8% para la de hogares.

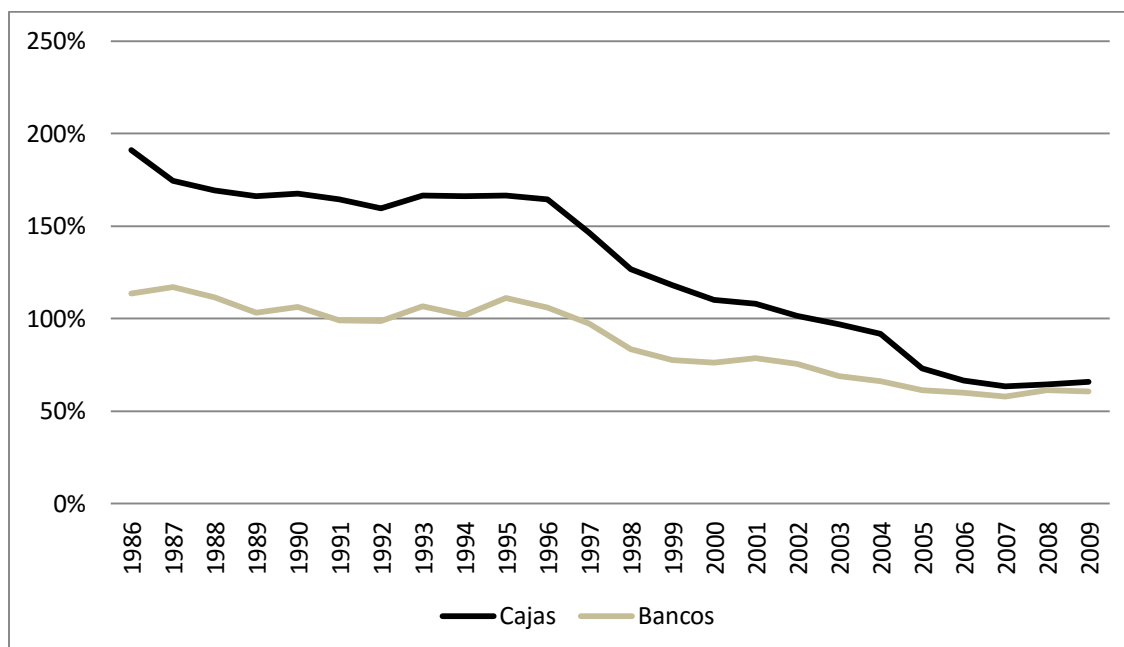
3.2.3 Fuerte caída de los depósitos sobre los créditos

En el gráfico 3.11 mostramos el deterioro de la relación entre los depósitos y los créditos de cajas y bancos. Las cajas habían mantenido unos niveles muy saludables que comienzan a deteriorarse desde finales de los 90 hasta alcanzar a la banca. Este diferencial tan alto, en forma de depósitos frente a los créditos, por parte de las cajas se salvaba mediante operaciones de financiación a corto plazo a los bancos en el mercado interbancario y compra de deuda pública, características distintivas del periodo de gran liquidez que viven las cajas cuando se inicia la retirada de los coeficientes de inversión obligatoria. Ante el proceso de cambio de escenario que se gesta desde los 2000, las cajas se encuentran en una situación donde, por primera vez, necesitarán de forma masiva financiación distinta a la tradicional para financiar su activo perdiendo, de este modo, lo que había sido una fortaleza estructural sobre la que históricamente se había basado buena parte de la

⁶⁷ A una conclusión similar se llega en Akin et al. (2014), mediante la comparación de los precios de tasación con los precios de venta sobre una muestra de 3.305 observaciones, concluyen que los precios de tasación fueron sensiblemente superiores a los precios de venta, estimando una sobretasación media del 29%.

salud del sector. La nueva situación se tradujo en un aumento de la financiación exterior, mayores costes y una mayor exposición al riesgo de liquidez.

Gráfico 3.11 Evolución de la ratio depósitos sobre créditos de bancos y cajas



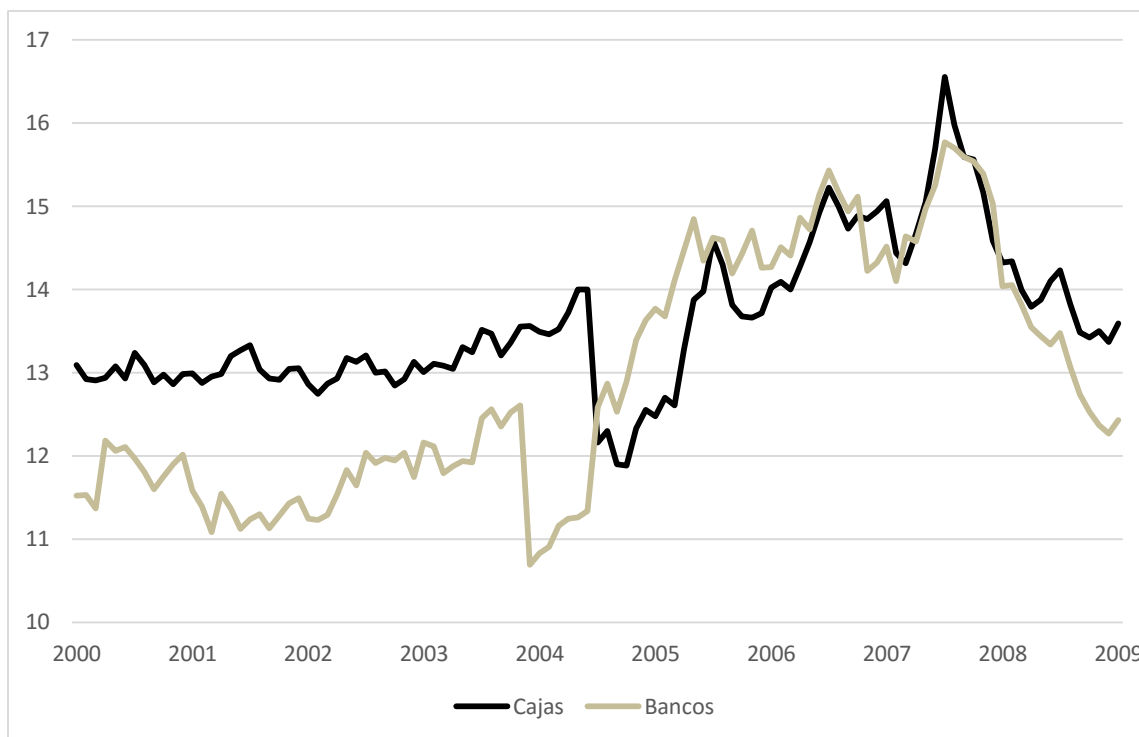
Fuente: Banco de España

En este contexto, de caída la proporción de depósitos que componía el pasivo, surge la apelación a los mercados mayoristas (interbancario, inversores institucionales a través de las titulizaciones y BCE) para financiar los nuevos créditos. Una fórmula de financiación menos rentable que la captación del ahorro de un gran número de clientes atomizados, ya que por un lado el interés al que se retribuyen los depósitos es mínimo y por el otro, el margen de negociación de los depositantes es reducido debido al pequeño volumen que cada uno representa

3.2.4 Aumento del apalancamiento y deterioro del margen financiero

Tanto cajas como bancos aumentaron sus niveles de apalancamiento, entre 2005 y 2008 (gráfico 3.12), cuando el crecimiento del crédito era mayor. El nivel de apalancamiento de los bancos antes de 2005 era ligeramente menor, pero ambos grupos alcanzan niveles similares, manteniéndose las cajas por encima al final del periodo.

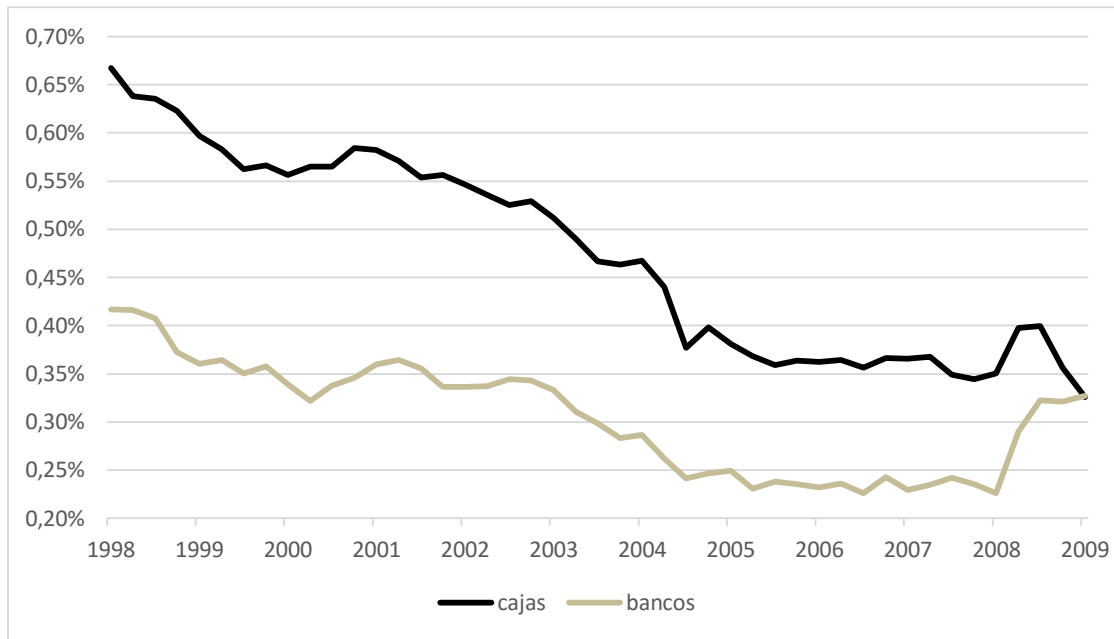
Gráfico 3.12 Evolución de la ratio de apalancamiento
(Activo total entre capital y reservas)



Fuente: Banco de España

En el gráfico 3.13 observamos que el aumento del apalancamiento y la creciente expansión del crédito se llevó a cabo en un contexto de fuerte disminución en el margen financiero de bancos y cajas, más pronunciado para estas últimas. Esta situación tiene su razón en la caída de la diferencia de tipos derivada de que los nuevos activos estaban condicionados por la política de bajos tipos de interés del BCE, mientras que la mayor apelación a pasivos, distintos de los tradicionales depósitos, para cubrir las necesidades de financiación suponía un incremento de costes y el consecuente deterioro del margen financiero.

Gráfico 3.13 Evolución del margen financiero sobre el activo de cajas y bancos



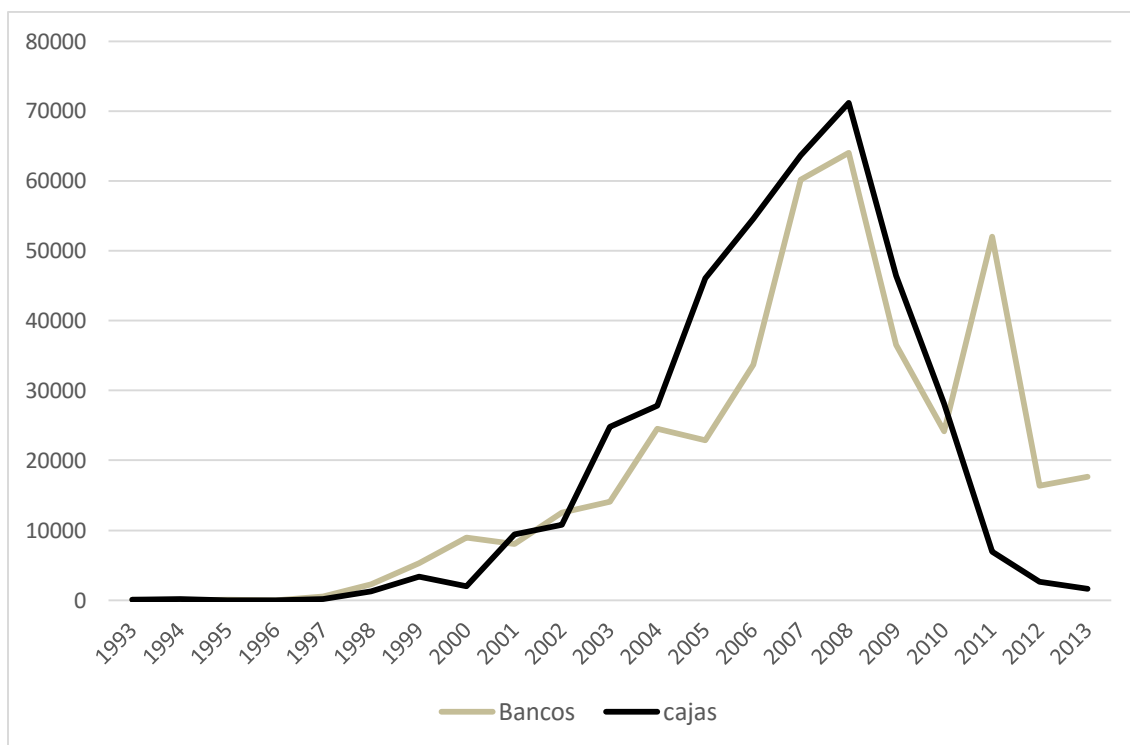
Fuente: Banco de España

3.2.5 Auge de la titulización y dependencia de la financiación internacional

El empleo masivo de la titulización jugó un papel importante en la financiación de las cajas y bancos. Las bajas tasas de morosidad (por debajo del 1%), las calificaciones favorables y los atractivos rendimientos, en un contexto de tipos bajos de la deuda pública fueron algunos de los elementos que contribuyeron al interés de los inversionistas en la adquisición de los activos titulizados llevando al mercado español a ser el mayor de la Eurozona. Como la mayor parte de estos activos eran préstamos relacionados con el sector inmobiliario, los vencimientos a largo plazo, junto con la buena calificación de las emisiones, eran un incentivo adicional para los inversores institucionales. Los datos del BdE muestran que, en 2006, el 80% de los saldos vivos de activos titulizados eran propiedad de los inversionistas extranjeros, estas titulaciones representan buena parte de la entrada de capitales por inversión en cartera observada anteriormente (gráficos 3.4 y 3.5). El empleo masivo de las titulaciones fue una innovación financiera clave como herramienta de financiación, ya que otorgaba a las entidades de crédito una vía alternativa a las tradicionales (captación de depósitos, banco central y préstamos interbancarios) para financiar sus balances. En el gráfico 3.14 mostramos la evolución de los activos titulizados por cajas y bancos, observamos

que desde el inicio de los 2000 hasta 2008 el uso de esta innovación crece con fuerza, siendo especialmente altas las emisiones desde el año 2004. El hecho de que en 2008 sigan creciendo respecto a 2007, año en que comienza el contagio derivado de la crisis de EEUU merece que nos detengamos un instante antes de pasar a analizar las titulizaciones.

Gráfico 3.14 Evolución de las titulizaciones emitidas por cajas y bancos (millones de euros)



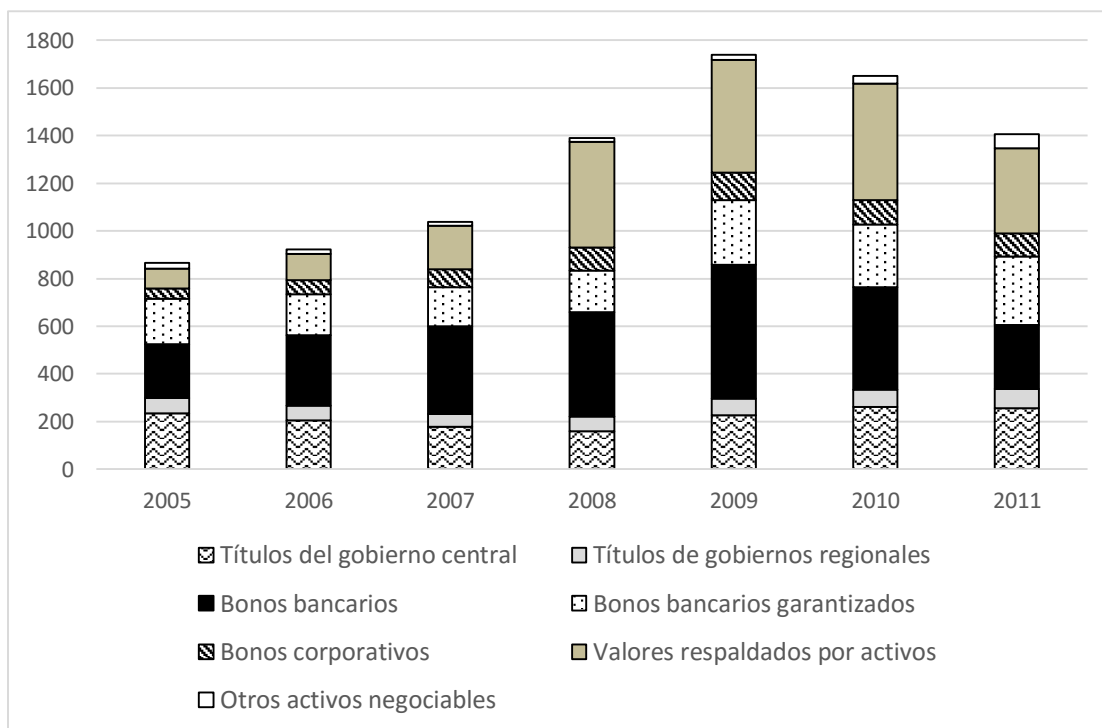
Fuente: CNMV

La razón por la que las titulizaciones en 2008, en lugar de frenar su ritmo de crecimiento, siguen aumentando la encontramos en las ayudas extraordinarias a la liquidez⁶⁸ que puso en marcha el BCE para todo el eurosistema ante la situación de ausencia de liquidez en los mercados monetarios internacionales. Las medidas supusieron grandes cambios en el proceder habitual del BCE que pasó a otorgar a tipo fijo el 100% de las peticiones de financiación sin límite. Además, aumentó el número de las entidades que podían acudir a las subastas que pasaron de 140 a

⁶⁸ Se aprueban mediante el Reglamento (CE) N.º. 1053/2008 del Banco Central Europeo de 23 de octubre de 2008 sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía (BCE/2008/11).

alrededor de 2000 (BCE 2010) y los activos aceptados como garantía en las operaciones de financiación. En el gráfico 3.15 mostramos las operaciones del eurosistema por distintos colaterales. Los datos muestran que las titulaciones empleadas como contraparte para obtener liquidez por los bancos europeos crecieron un 144% entre 2007 y 2008, mientras que otros activos más seguros como los bonos de los gobiernos caían un 11% en un contexto donde la apelación a la financiación del BCE aumentaba en un 40%. Esta tendencia continúa durante el año 2009 y se reduce en los años 2010 y 2011. No obstante, si comparamos el volumen de operaciones con el BCE de los últimos años con la época anterior a la crisis, encontramos que los volúmenes siguen siendo mucho mayores. En esta última etapa las titulaciones son adquiridas por los propios bancos y empleadas como garantías ante el BCE para conseguir liquidez, esta es la razón última del aumento de las titulaciones con el inicio de la crisis.

Gráfico 3.15 Colaterales empleados en las operaciones con el BCE
(billones de euros)



Fuente: BCE

Volviendo al periodo precrisis, el BdE, como medida de control prudencial dictó la Circular 4/2004 por la que, entre otras cuestiones, para que los créditos titulizados pudieran ser dados de baja en los balances deberían cumplir una serie de

requisitos⁶⁹. Con ello se pretendía incentivar un modelo donde las entidades de crédito mantuvieran una política crediticia más prudente frente al modelo de “generar para distribuir” de EEUU. Esta medida contable logró disminuir los activos dados de baja en los balances como se muestra en la tabla 3.10, donde observamos que, desde su puesta en vigor en 2004, el saldo vivo dado de baja en los balances cae sustancialmente pasando del 97,7% en 2003 al 57,5% en 2004. Esta tendencia se mantiene y en 2006 pasa a ser el 23,8% del saldo vivo, mientras que, al mismo tiempo, crecimiento de los activos titulizados se dispara.

Tabla 3.10 Titulizaciones y porcentaje dado de baja 2000-2006							
Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Saldo vivo de titulizaciones (millones de euros)	17.810	27.448	46.552	76.628	120.443	173.592	243.163
% del saldo vivo dado de baja en los balances	100%	100%	99,6%	97,7%	57,5%	36,8%	23,8%

Fuente: Banco de España

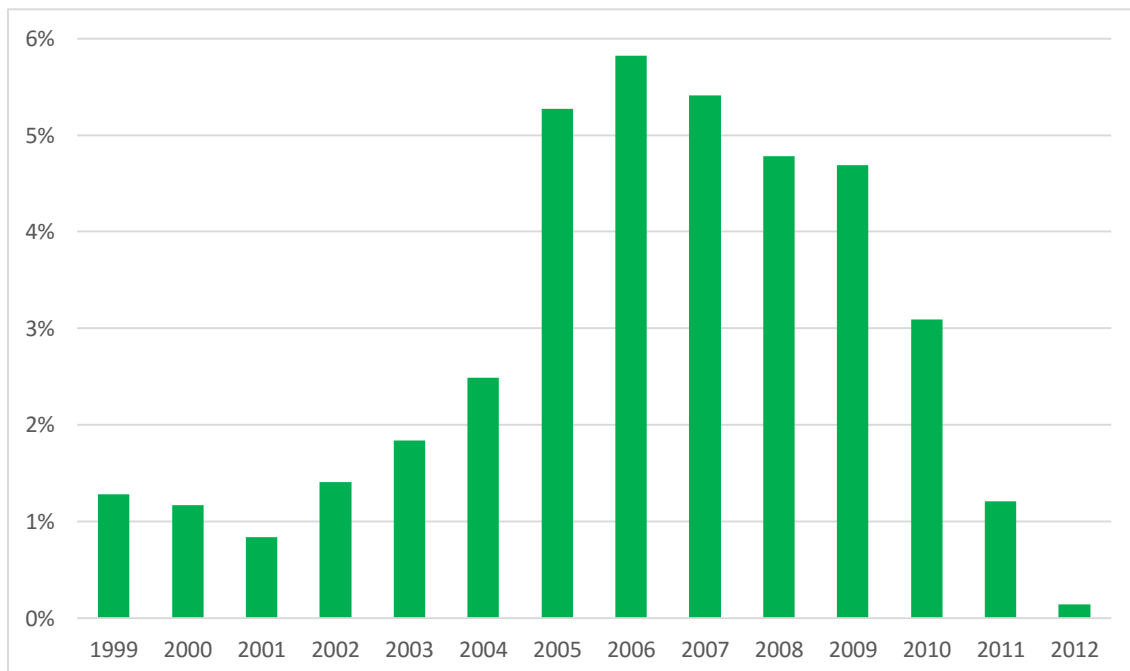
La interpretación de la robustez del modelo español fue muy sobrevalorada por parte del propio BdE, que en su Revista de Estabilidad Financiera publica en 2008 la investigación de Catarineu y Pérez con las siguientes conclusiones:

⁶⁹ En BdE (2005b) se detallan estos requisitos: En líneas generales, para que exista transferencia se deben transmitir íntegramente todos los derechos contractuales a recibir los flujos de efectivo que genera un activo o, si no se transmiten íntegramente, se debe asumir la obligación de abonarlos a los cesionarios cuando se reciban. Una vez se considera que existe transferencia, para que pueda darse de baja en el balance se deberá evaluar en qué medida se han transmitido a terceros los riesgos y beneficios del activo financiero. Si hay una transmisión sustancial, es decir, si la futura cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad que transfiere el activo se ve poco afectada por los cambios en los importes y plazos de los flujos de efectivo futuros del activo transferido, se darán de baja del activo. Si, por el contrario, dichos cambios sí afectan a la futura cuenta de pérdidas y ganancias de manera significativa, se considerará que se retienen sustancialmente y no se darán de baja en el balance. En aquellos casos en que no estén muy claros los efectos, para poder dar de baja el activo será determinante que se transmita su control. En concreto, se deberá estimar si se ha transferido o no el control de los flujos de efectivo de los activos, y para ello se deberá determinar si el cesionario adquiere la capacidad práctica de vender los activos en su totalidad y puede ejercerla unilateralmente sin necesidad de imponer restricciones posteriores. Si se cumplen estos criterios, se entenderá que se cede el control y los activos podrán darse de baja; en caso contrario, permanecerán en el balance. En el caso de las titulizaciones hipotecarias, la transferencia sustancial requerirá que el cedente no retenga financiaciones subordinadas ni conceda ningún tipo de mejora crediticia que haga que los riesgos y beneficios del activo no se puedan considerar transferidos sustancialmente.

“El originador es quien tiene un mayor conocimiento del perfil de riesgo de los acreditados de la cartera, lo que le otorga importantes ventajas: una mayor capacidad para detectar anticipadamente posibles impagos, así como una mayor eficiencia en el proceso de recuperación en los casos de pérdida. Ello, conjuntamente con el incentivo que le proporciona el hacerse cargo de las primeras pérdidas, implica que las carteras gestionadas por los propios originadores tengan menores impagos y recuperaciones mayores, lo que a su vez repercute en la calidad de los bonos de titulización”

A pesar de las afirmaciones del BdE sobre los incentivos positivos existentes para mantener una política de titulaciones saneada por parte de las entidades de crédito es posible comprobar que, durante los años de mayor auge crediticio, las titulaciones emitidas han mantenido porcentajes medios de activos dudosos significativamente mayores a los que tenían las emisiones en los años anteriores (gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 Activos hipotecarios titulizados dudosos en función del año de emisión (datos a enero de 2014)



Fuente: CNMV

Observamos que los porcentajes de activos dudosos en las carteras de activos hipotecarios titulizados se mantienen por debajo del 2% hasta 2003. En 2004, año

en que entra en vigor la mencionada Circular 4/2004, el nivel llega al 2,5% y en los años posteriores crece notablemente, alcanzando en 2006 y 2007 el 5,8% y 5,4% respectivamente. Este deterioro de las emisiones, donde la morosidad de la cartera se llega a multiplicar por 6, respecto a la mora registrada al inicio de la serie, tiene lugar en los años en que tanto el crédito, como las emisiones de activos titulizados experimentan un mayor crecimiento una vez ha entrado en vigor la citada norma. Siguiendo con la valoración del informe del BdE de 2008 encontramos que:

“Respecto al modelo desarrollado en España, es importante destacar que, como ya se indicó, no se trata de un modelo de originar para distribuir. Las entidades españolas no han visto la titulización de activos como un negocio en sí mismo o como un elemento de transmisión de los riesgos a través de estructuras complejas, sino que han empleado este mecanismo fundamentalmente como una forma adicional de obtención de financiación. En este sentido, han desarrollado un modelo de titulización más tradicional, en el que las entidades mantienen los incentivos correctos para seguir aplicando una adecuada política de concesión y posterior gestión de los riesgos.” [...] De este modo, se han evitado los problemas de falta de alineación de los incentivos entre los participantes en el proceso, que sí se han detectado en aquellos países en los que el modelo de originar para distribuir es una realidad. Finalmente, cabe destacar la elevada calidad de los activos titulizados en España. Esta elevada calidad se pone de manifiesto en los reducidos LTV (relación préstamo-valor) de los préstamos hipotecarios titulizados. [...] A pesar de estos argumentos, la titulización de activos españoles se ha visto afectada por las recientes turbulencias que atraviesan los mercados financieros. Sin embargo, cabe pensar que, a medida que el mercado vaya disponiendo de más información y se vaya recuperando el grado de confianza, se ponga de nuevo en valor la elevada calidad y los acotados riesgos de las titulizaciones españolas, retornando el coste de la titulización a niveles más acordes con los subyacentes titulizados.”

Frente a la opinión del citado estudio resulta necesario recordar que las bajas tasas de morosidad y el gran crecimiento crediticio, en un ambiente de euforia, fueron el resultado del crecimiento económico, el aumento del empleo y el fácil acceso a

crédito a bajos tipos de interés, mientras tanto se ocultaban muchos riesgos subyacentes (entre los que encontramos una estructura de incentivos perversos donde tasadoras vinculadas a las entidades financieras valoraban las garantías, lo que, como hemos visto en el punto 3.2.2, podría interferir en el proceso de determinación del LTV). El principal motivo por el que las entidades crédito españolas no adquirieron las hipotecas subprime de EEUU reside en que su papel en los mercados mayoristas internacionales era el de prestatario no el de prestamista, como se deduce de la demanda creciente de recursos durante el auge de la burbuja que fue de tal magnitud que no dejaba espacio para la financiación de burbujas ajenas. Respecto a la calidad de la cartera crediticia, aunque una escrupulosa selección de prestatarios pudiera haber sido posible en el inicio, el segmento de los prestatarios de calidad es finito e inferior a la cantidad total de posibles prestatarios en una economía, lo que hacía razonable pensar que dado el grado de expansión del crédito en el sistema financiero español que llegó a superar el 170% del PIB llevaría a que en algún momento mantener el ritmo de crecimiento crediticio y la calidad de la cartera de prestatarios serían dos objetivos incompatibles. En tiempos de la expansión del crédito las tasas de morosidad tienden a caer por definición, ya que se expresa por la relación del saldo moroso sobre crédito total y los incumplimientos no se producen inmediatamente después se han originado los préstamos. Es lógico pensar que un índice de morosidad cercano al 0% en un contexto de burbuja inmobiliaria, con fuerte expansión crediticia y concentración de los nuevos préstamos en actividades relacionadas con la burbuja, escondía una fuente potencial de problemas que terminarán por materializarse. En los datos en la Tabla 3.11 mostramos cómo, a pesar del crecimiento de los activos problemáticos entre 2002 y 2007, no tiene lugar un aumento proporcional de la morosidad porque el crecimiento del denominador superaba ampliamente al del numerador, lo que mantuvo las tasas de morosidad en torno a 0% durante todo el ciclo de la expansión del crédito. No es hasta 2008 cuando tiene lugar un fuerte aumento de los créditos dudosos, junto con la disminución del ritmo del crecimiento crediticio y es cuando la morosidad comienza a emerger.

Tabla 3.11 Crecimiento de los activos dudosos y morosidad		
Año	Tasa de crecimiento de activos dudosos	Morosidad (Activos dudosos/Crédito total)
1999	-16%	1,2%
2000	-8%	0,9%
2001	0%	0,8%
2002	15%	0,8%
2003	3%	0,7%
2004	8%	0,6%
2005	34%	0,7%
2006	16%	0,6%
2007	70%	0,9%
2008	358%	3,7%
2009	34%	5,0%

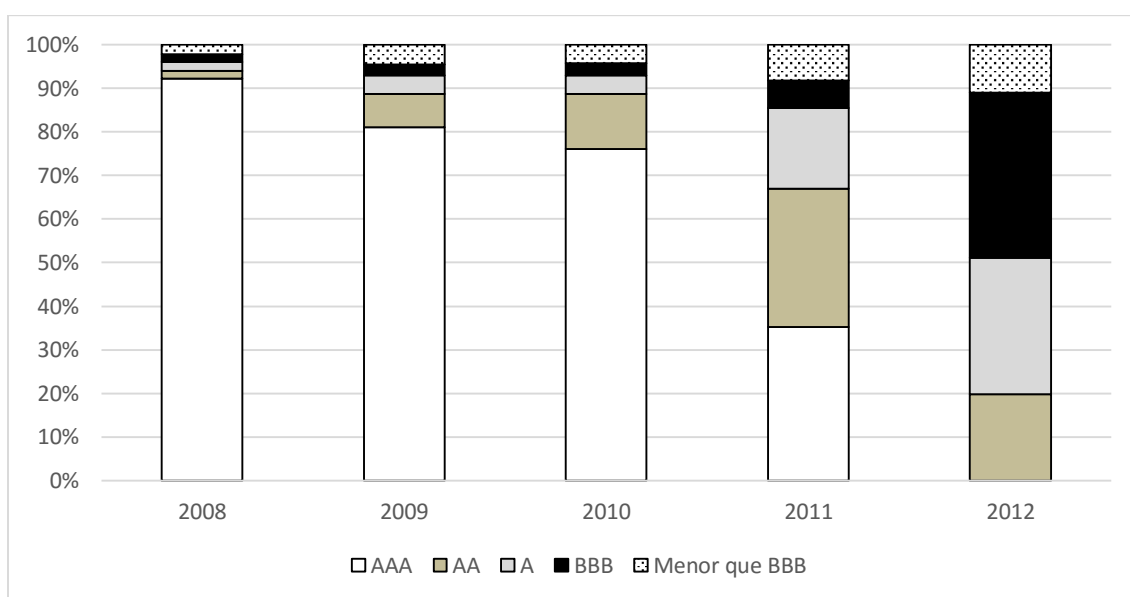
Fuente: Banco de España

Como hemos visto las titulaciones, que se realizaron a medida que la burbuja crecía, permitieron financiar gran parte del crecimiento del crédito. Las nuevas emisiones mantenían altos ratings durante todo el auge e incluso inmediatamente después del estallido de la crisis subprime la titulación continuó siendo en gran parte calificada como AAA (más del 90% de los activos titulizados, gráfico 3.17) principalmente por las facilidades que se le otorgaron mediante el plan de avales públicos del Estado que durante 2008 y 2009 avaló 68.500 millones de euros. Según se desarrolla la crisis las titulaciones dejan de ser atractivas y el rating de las emisiones actúa de manera procíclica descendiendo considerablemente, en los años 2011 y 2012 cuando los impagos afloraron con más fuerza y se hace evidente que una gran parte de los préstamos se había otorgado a segmentos poco solventes. En el caso de España los problemas no surgieron porque las entidades españolas habían invertido en las titulaciones sub-prime de Estados Unidos⁷⁰,

⁷⁰ Según los datos del BdE el porcentaje de activos sub-prime de EEUU en el sistema bancario español fue del 0,03%.

como ocurrió en buena parte del sistema financiero internacional, sino debido a su propia cartera de préstamos de promotores sub-prime que al igual que la cartera clasificada como sub-prime en EEUU se caracterizaba por un proceso de rápida expansión y concentración crediticia, con una cartera frágil de deudores con préstamos sin garantías, o con garantías inferiores al 20%, o donde se cumplían los ratios de LTV en base a sobrevaloraciones. Al igual que en el caso de las subprime, esta cartera de acreditados de dudosa calidad, pasará por un proceso de refinanciaci3nes y alargamiento de plazos antes de salir a la luz.

Gráfico 3.17 Evoluci3n del rating de las titulizaciones



Fuente: CNMV

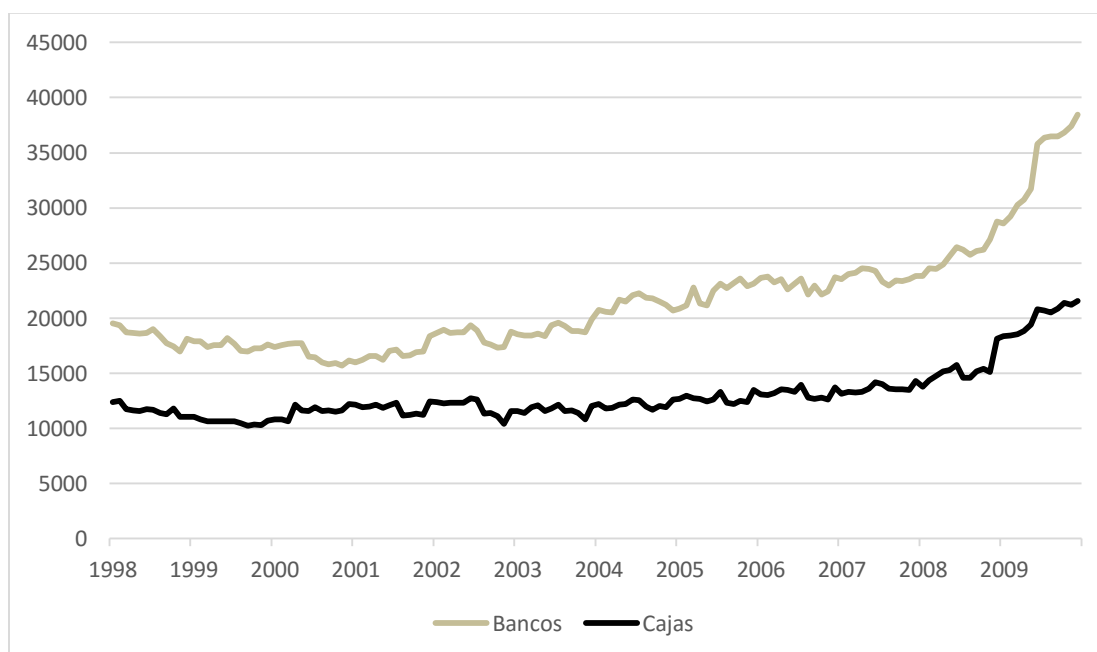
El origen de este deterioro est1 estrechamente relacionado con los conflictos de intereses presentados anteriormente, en un proceso viciado desde la creaci3n de los pr3stamos, donde las garant1as se calculaban sobre la base de propiedades sobrevaloradas (por tasadoras generalmente pertenecientes a entidades de cr3dito), donde en ocasiones exist1a la participaci3n conjunta en empresas con los promotores que se convert1an en socios a los que se otorgaban los pr3stamos, donde el hecho de que el cr3dito creciera con fuerza ocultaba el aumento de los pr3stamos dudosos y donde las agencias de calificaci3n contribuyeron a generar una imagen estabilidad financiera aparente, mediante el otorgamiento de altas calificaciones para los activos titulizados a pesar de los problemas a los que hemos hecho referencia en esta secci3n. Por 1ltimo, el cambio contable de la Circular

4/2004 del BdE consiguió que las nuevas titulaciones no se dieran de baja de los balances, pero no resultó determinante en cuanto a su calidad.

3.2.6 Financiación a las Administraciones Públicas

Dentro de las críticas y explicaciones a la crisis de las cajas encontramos la vinculación con los poderes públicos expuesta en el primer capítulo que argumenta la posibilidad de que las cajas financien más a Administraciones Públicas (AAPP) perdiendo otras oportunidades de mayor rentabilidad. El estudio de las estadísticas, a nivel agregado, de la financiación a las AAPP de bancos y cajas muestran que lejos de lo que presupone la tesis de la politización son los bancos los que otorgan mayor financiación a las AAPP (gráfico 3.18) durante todo el periodo, a pesar de que, como ya hemos señalado en el punto 3.2.1, las cajas superaron a los bancos en volumen de crédito total al conjunto de la economía.

Gráfico 3.18 Evolución del crédito a las AAPP (millones de euros)



Fuente: Banco de España

Al margen de que los datos muestran que los bancos lideraban el crédito a las AAPP, nuestra visión tampoco comparte la base de la idea de que esta política de inversiones resulte más arriesgada que la financiación a particulares, debido a que resulta difícil encontrar un agente en la economía con mayores posibilidades para financiarse que las AAPP que guardan la potestad para captar recursos mediante

una amplia diversidad impuestos, así como el acceso a los mercados de emisión deuda pública. Como prueba encontramos los propios datos que demuestran que la morosidad se ha concentrado en el sector privado y que no ha existido morosidad por parte de las AAPP.

3.2.7 Algunas consideraciones sobre el éxito de la banca

Una cuestión clave en el distinto impacto de la crisis en cajas y bancos la encontramos en el papel que jugaron los beneficios obtenidos en el extranjero. Si analizamos el sector bancario, los dos mayores bancos españoles, Santander y BBVA representaban en 2010 el 56% del total de los activos del grupo de bancos y el 74% de los beneficios, cifras que aumenta hasta el 90% de los beneficios y el 79% de los activos, si tomamos como referencia los balances consolidados. Estas entidades obtenían la mayor parte de sus ganancias en el extranjero (Tabla 3.12) y esta particularidad ayudó a mitigar las pérdidas registradas por el aumento de la morosidad en España. En cambio, para las cajas los beneficios en el extranjero eran insignificantes⁷¹. En el año 2009, BBVA obtenía el 51% de sus beneficios en España, mientras que este porcentaje para el Banco Santander era del 19%. A medida que la crisis avanza los porcentajes caen continuamente hasta significar el 9% para el Santander y el 21% para el BBVA en 2012.

Región	2009		2010		2011		2012	
	Santander	BBVA	Santander	BBVA	Santander	BBVA	Santander	BBVA
España	19%	51%	15%	40%	9%	25%	9%	21%
América Latina	44%	39%	47%	46%	51%	51%	51%	54%
EEUU	2%	2%	4%	4%	11%	5%	10%	8%
Europa	35%	-	34%	-	29%	-	31%	-
Asia	-	8%	-	10%	-	19%	-	17%

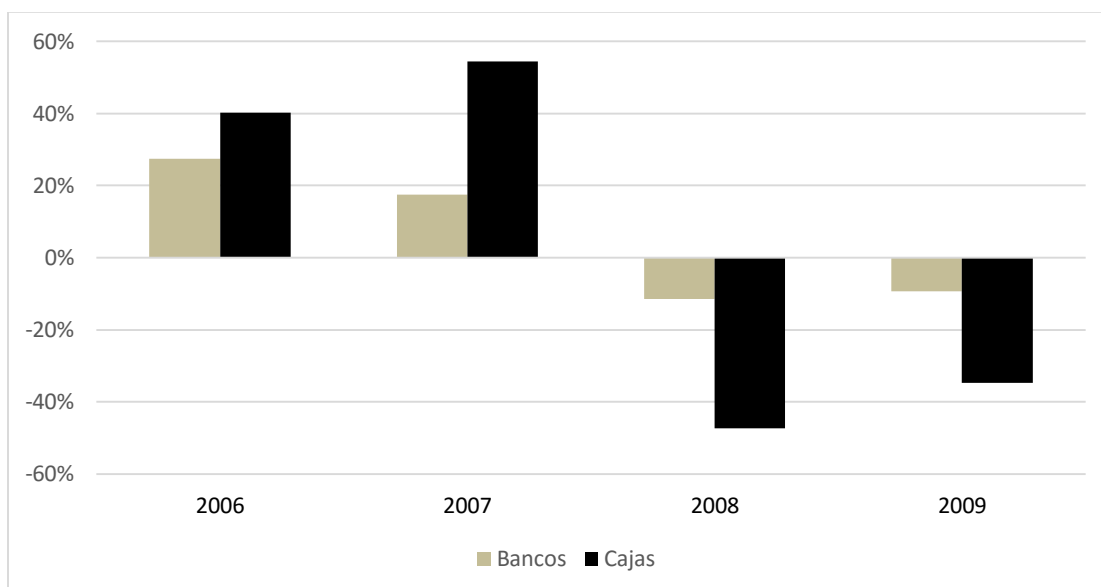
Fuente: Informes financieros anuales de BSCH y BBVA (2009, 2010, 2011 y 2012)

Si comparamos la evolución de la tasa de beneficios de cajas y bancos (gráfico 3.19), observamos que cuando comienza la crisis, las cajas de ahorros

⁷¹ En este sentido destacan más los episodios de operaciones con grandes pérdidas como las relacionadas con Caja Madrid y la compra de Bank of Florida y Su Casita que superaron los 800 millones de euros que operaciones que reportaran grandes beneficios.

experimentan un descenso del 47% en 2008 y, sobre este resultado, un nuevo descenso del 35% en 2009. Se observa un deterioro mucho menos intenso para las cajas que en el caso los bancos, cuya contracción de los beneficios es del, 12% en 2008 y 9% en 2009.

Gráfico 3.19 Evolución de los beneficios consolidados de cajas y bancos (tasa)



Fuente: Confederación Española de Cajas de Ahorros y Asociación Española de Banca

Por tanto, del fracaso de las cajas no cabe concluir el éxito de los bancos. A estos últimos les salvó su diversificación internacional, mientras que en España también experimentaron dificultades y ayudas puntuales por el fin de la liquidez en los mercados internacionales, como muestra el hecho de que entre 2008 y 2009 los bancos suman 12.860 millones de euros de emisiones avaladas⁷². Las cifras de la tabla 3.13 muestran como en 2010, (primer año en que el BdE obliga a publicar los datos por separado de los créditos dudosos en el sector de la burbuja mediante la Circular 3/2010), la morosidad de la cartera de préstamos a la construcción y promotores oscila entre el 17% del Santander y el 42% del Banco Pastor. El deterioro es común en los balances de todas las entidades de crédito según avanza la crisis y en 2013, la morosidad oscila entre el 34% de Bankinter y el 65% del BBVA.

⁷² El total de emisiones entre 2008 y 2009 asciende a 68.568 de las que un 22% fue absorbido por los bancos. En esta clasificación destacan el Banco Popular (5,1% del total), Bankinter (5%), el Banco Cooperativo Español (3,3%), el Banco Pastor (2,4%), el Banco Sabadell (2,2%), el Banco Guipuzcoano (0,6%) y Banca March (0,2%).

Tabla 3.13 Evolución del porcentaje de créditos dudosos a promotor y construcción				
Entidad	2010	2011	2012	2013
Santander	17%	29%	48%	62%
BBVA	21%	26%	40%	65%
Popular	15%	21%	32%	57%
Bankinter	15%	19%	34%	34%
Sabadell	14%	24%	56%	60%
Pastor	15%	34%	Absorbido por Popular	Absorbido por Popular

Fuente: Informes financieros anuales (2010, 2011, 2012 y 2013)

Otra señal de los problemas a los que tuvieron que hacer frente los bancos en este escenario recesivo con fuerte aumento de la morosidad, lo encontramos en sus cotizaciones oficiales. El IBEX-35 se desplomó y los precios de las acciones bancarias cayeron entre un 42% a un 86% (tabla 3.14) entre los años 2007 y 2013. El grupo de bancos cotizados en este índice sufriendo pérdidas de valor muy por encima de la caída media del índice que fue del 35%.

Tabla 3.14 Valores de los bancos y del IBEX35 en 2007 y 2013			
Valores	31/12/2007	31/12/2013	Caída (%)
IBEX-35	15.182,30	9.916,70	-35%
Santander	14,02	6,41	-54%
BBVA	15,47	8,97	-42%
Bankinter	10,94	5,01	-54%
Popular	30,27	4,34	-86%
Sabadell	5,64	1,82	-68%
Pastor	10,66	3,5*	-67%

* Precio a 27 de febrero de 2012 (antes de ser adquirido por el Banco Popular)

Fuente: Datastream

En general observamos que los beneficios de los bancos que operaban en España también experimentaron un descenso significativo, aunque este fue menor que el del grupo de cajas. Adicionalmente, también sufrieron un importante deterioro de su cartera crediticia en el sector de la construcción y promotor y una marcada caída de sus cotizaciones mayor que la media del IBEX-35. Destacamos la importancia de los 3 principales bancos, donde se concentran la mayor parte de los activos y de los beneficios y la evolución de su cuenta de resultados que muestra un continuo aumento de los beneficios registrados en el extranjero. Por último, cuando tienen lugar las ayudas en forma de avales del Estado para proteger la deuda emitida por las entidades de crédito los bancos también acuden, aunque en menor medida⁷³ que las cajas, y requieren de 12.994 millones de euros durante los años 2008 y 2009.

3.3 Los factores determinantes del margen financiero

En este apartado pretendemos construir un marco analítico que ayude a entender la complejidad de la dinámica del margen financiero y facilite el análisis del impacto que los diferentes factores subyacentes provocan en su variación, tanto en la fase de la burbuja, como en la fase del desplome.

El margen financiero de una entidad financiera es el resultado de un conjunto complejo de factores, que están determinados, tanto por variables intrínsecas de la entidad, como por variables exógenas. Entre las variables intrínsecas destacan las políticas de crédito y de financiación, que guardan una relación estrecha, y entre las variables exógenas destacan el ritmo de la actividad económica, la evolución de la inflación y de la política monetaria, y otras variables exógenas como choques financieros procedentes de los mercados internacionales. Las variables intrínsecas, endógenas, son siempre las fundamentales, como demuestra la abundante evidencia empírica sobre los distintos comportamientos de los bancos en el contexto de las crisis bancarias.

⁷³ . A estas primeras ayudas para la emisión de títulos avalados acudieron 7 bancos: el Banco Popular (5,1% del total), Bankinter (5%), Banco Cooperativo Español (3,35%), Banco Pastor (2,4%), Banco de Sabadell (2,2%), Banco Guipuzcoano (0,58%), y Banca March (0,15%).

El margen financiero es la magnitud fundamental que determina el resultado, positivo o negativo, de una entidad financiera del tipo banco comercial. Ocasionalmente los resultados de operaciones financieras pueden ser determinantes en los bancos comerciales, por sufrir grandes pérdidas en las carteras de negociación, o por exponerse a grandes riesgos en divisas.

El resultado, pérdidas y ganancias, PyG_t puede expresarse en forma resumida mediante la ecuación,

$$PyG_t = MF_t + ROF_t + COM_t - CNF_t - PROV_t - L_t$$

MF_t es el margen financiero, ROF_t es el resultado de la cuenta de operaciones financieras, ganancias y pérdidas, tanto realizadas como no realizadas, COM_t es el importe neto de las comisiones, CNF_t son los costes no financieros, principalmente gastos generales, amortizaciones y salarios, $PROV_t$ son las provisiones de pérdidas potenciales de crédito no realizadas, y L_t son las pérdidas realizadas de crédito. En el modelo las pérdidas realizadas se van a incluir dentro de la variable $PROV_t$, que a partir de aquí representa tanto a las pérdidas potenciales como a las realizadas.

El margen financiero que va a ser objeto del análisis, incluye el margen financiero en sentido estricto, diferencia entre los ingresos financieros y los costes financieros y las provisiones, en las que como se ha dicho, están incluidas las pérdidas. Este margen financiero ampliado, que seguimos denominado MF_t , se puede expresar mediante la ecuación.

$$MF_t = TA_t r_t^{TA} + DP_t r_t^{DP} + CR_t r_t^{CR} + CRH_t r_t^{CRH} - TP_t r_t^{TP} - DE_t r_t^{DE} - DEPO_t r_t^{DEPO} - PROV_t$$

TA_t es el saldo medio de la tesorería activa en el período t. Está formada, principalmente, por los préstamos otorgados por la entidad a otras entidades en los mercados interbancarios, tanto en forma de depósitos como en forma de repos de activo, los activos monetarios en la cartera de negociación, y la posición en el banco central.

r_t^{TA} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los ingresos financieros obtenidos por la tesorería activa. Este tipo de interés medio es función de las diferentes tasas de interés y rentabilidades obtenidas en las operaciones que han estado presentes en la denominada tesorería activa durante el período t.

DP_t es el saldo medio de la cartera de deuda pública mantenida por la entidad, como inversión, durante el período t.

r_t^{DP} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los ingresos financieros obtenidos por cartera de deuda pública. Estos ingresos proceden del devengo de los cupones, dado que las variaciones del valor razonable debido a los cambios de los precios ex cupón, se registran en la cuenta de operaciones financieras, o en la de patrimonio, salvo en el caso de que los bonos se contabilicen al coste amortizado.

CR_t es el saldo medio de la cartera de créditos excluida la cartera con garantía hipotecaria, durante el período t.

r_t^{CR} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior, iguala los ingresos financieros obtenidos por la citada cartera de créditos sin garantía hipotecaria.

CRH_t es el saldo medio de la cartera de créditos con garantía hipotecaria, durante el período t.

r_t^{CRH} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los ingresos financieros obtenidos por la citada cartera de créditos con garantía hipotecaria.

TP_t es el saldo medio de la tesorería pasiva en el período t. Está formada, principalmente, por los préstamos recibidos por la entidad de otras entidades en los mercados interbancarios, tanto en forma de depósitos como en forma de repos

de pasivo, los pasivos monetarios en la cartera de negociación, y la financiación recibida del banco central.

r_t^{TP} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los ingresos financieros pagados por la tesorería pasiva.

DE_t es el saldo medio mantenido en balance, durante el período t , de la deuda emitida por la entidad para financiarse en los mercados mayoristas,

r_t^{DE} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los costes financieros pagados por la citada cartera de deuda emitida.

$DEPO_t$ es el saldo medio de los depósitos de clientes, durante el período t .

r_t^{DEPO} es el tipo de interés medio que aplicado al saldo medio anterior iguala los costes financieros pagados por los depósitos mantenidos en balance.

$PROV_t$ es el importe de las provisiones y las pérdidas de crédito, en el período t .

Existe una relación contable que relaciona los saldos citados. A efectos del análisis de los factores que determinan el margen financiero, la relación contable se expresa del siguiente modo,

$$TA_t + DP_t + CR_t + CRH_t + INM_t = TP_t + DE_t + DEPO_t + RP_t$$

INM_t representa el saldo medio del inmovilizado material e inmaterial de la entidad.

RP_t representa los recursos propios de la entidad, formados por las acciones emitidas, las reservas constituidas en base a los beneficios no distribuidos, otras reservas de ganancias no realizadas, y otros instrumentos financieros híbridos que formen parte del capital regulatorio.

La ecuación anterior permite expresar una de las variables en función de las restantes, y sustituir en el margen financiero. La variable elegida es la tesorería pasiva, es decir,

$$TP_t = TA_t + DP_t + CR_t + CRH_t + INM_t - DE_t - DEPO_t - RP_t$$

El margen financiero queda,

$$MF_t = TA_t r_t^{TA} + DP_t r_t^{DP} + CR_t r_t^{CR} + CRH_t r_t^{CRH} - (TA_t + DP_t + CR_t + CRH_t + INM_t - DE_t - DEPO_t - RP_t) r_t^{TP} - DE_t r_t^{DE} - DEPO_t r_t^{DEPO} - PROV_t$$

Agrupando los términos,

$$MF_t = TA_t (r_t^{TA} - r_t^{TP}) + DP_t (r_t^{DP} - r_t^{TP}) + CR_t (r_t^{CR} - r_t^{TP}) + CRH_t (r_t^{CRH} - r_t^{TP}) - DE_t (r_t^{DE} - r_t^{TP}) + DEPO_t (r_t^{TP} - r_t^{DEPO}) + (RP_t - INM_t) r_t^{TP} - PROV_t$$

$TA_t (r_t^{TA} - r_t^{TP})$, representa tanto la posibilidad de ganancias como de pérdidas, porque depende de la gestión de Tesorería, al anticipar, con mayor o menor acierto, la evolución futura de los tipos de interés. Al financiarse a largo y prestar a corto, o viceversa, puede obtener ganancias o pérdidas, a lo que hay que añadir los resultados adicionales, ganancias o pérdidas, obtenidos en la cartera de negociación. En el contexto de esta investigación no se considera un factor relevante.

$DP_t (r_t^{DP} - r_t^{TP})$, en este caso es relevante el diferencial o spread, entre la rentabilidad media obtenida en la inversión en deuda pública y el coste marginal de su financiación. Sea $s_t^{DP} = r_t^{DP} - r_t^{TP}$ el spread, y queda $DP_t s_t^{DP}$ para incluirlo en la expresión del margen financiero. El spread está determinado por el mercado, aunque la entidad conserva los grados de libertad de elección de los plazos de los títulos de la cartera de deuda pública, y en general, diferentes niveles de spread.

$CR_t(r_t^{CR} - r_t^{TP})$ se expresa como función del spread $s_t^{CR} = r_t^{CR} - r_t^{TP}$ y queda $CR_t s_t^{CR}$. En este caso el spread depende, en parte, de las políticas de crédito de la entidad, y de las condiciones de mercado. Los créditos de peor calidad se otorgarán con mayor spread, aunque no está asegurada esta relación, dado que pueden existir malas prácticas que por conseguir el crecimiento de la cartera, se relajen las condiciones.

$CRH_t(r_t^{CRH} - r_t^{TP})$ igual que en el caso anterior $s_t^{CRH} = r_t^{CRH} - r_t^{TP}$ y queda $CRH_t s_t^{CRH}$. También aquí el spread depende de las políticas de crédito de la entidad. Factores importantes serían el LTV y el rating interno del acreditado.

$DE_t(r_t^{DE} - r_t^{TP})$ en este factor aparece el spread de la deuda emitida, $s_t^{DE} = r_t^{DE} - r_t^{TP}$. En este caso el spread es una aproximación a la prima de riesgo de la entidad financiera según la valoración del mercado.

$DEPO_t(r_t^{TP} - r_t^{DEPO})$ este término aparece como un ingreso, resultado de un coste de oportunidad positivo, al financiarse la entidad mediante depósitos por debajo de la tasa marginal de mercado. También se define el spread $s_t^{DEPO} = r_t^{TP} - r_t^{DEPO}$.

$(RP_t - INM)r_t^{TP}$ desde el punto del margen financiero, los recursos propios son recursos sin coste, que están invertidos en los activos, pero netos del importe del inmovilizado, dado que esa masa de activo no genera rendimientos financieros.

$PROV_t$ las provisiones, que incluye las pérdidas de crédito definitivas reconocidas en el período t, resta al margen financiero.

Las provisiones se pueden expresar como una función de los saldos de las carteras de crédito, tal que

$$PROV_t = \alpha_t CR_t + \beta_t CRH_t$$

Los coeficientes α_t y β_t no son constantes, sino parámetros que se supone tienen varios argumentos explicativos.

$\alpha_t = \alpha(g_t, R_t^{CR})$ donde g_t es la tasa de crecimiento del PIB, y R_t^{CR} es el rating interno medio de la cartera. Aunque la entidad no tenga desarrollado un sistema de rating interno, existe, objetivamente, una calidad crediticia media de la cartera, calidad crediticia que es una variable no observable, y que puede estar correlacionada o no, con el sistema interno de rating de la entidad.

$\beta_t = \beta(g_t, R_t^{CRH}, G_t)$ donde además de g_t y R_t^{CRH} se incluye G_t el valor de mercado de las garantías asociadas a los préstamos de la cartera hipotecaria.

Se verifica para las derivadas parciales los signos siguientes,

$$\frac{\partial \alpha_t}{\partial g_t} < 0 \quad \frac{\partial \alpha_t}{\partial R_t^{CR}} < 0$$

Se supone que a mayor calidad crediticia el valor de R_t^{CR} es mayor.

$$\frac{\partial \beta_t}{\partial g_t} < 0 \quad \frac{\partial \beta_t}{\partial R_t^{CRH}} < 0 \quad \frac{\partial \beta_t}{\partial G_t} < 0$$

Con todo lo anterior, el margen financiero se expresa del modo siguiente:

$$\begin{aligned} MF_t = & TA_t(r_t^{TA} - r_t^{TP}) + DP_t s_t^{DP} + CR_t s_t^{CR} + CRH_t s_t^{CRH} - DE_t s_t^{DE} + DEPO_t s_t^{DEPO} \\ & + (RP_t - INM_t) r_t^{TP} - \alpha_t CR_t - \beta_t CRH_t \end{aligned}$$

La variación del margen financiero viene dada por,

$$\begin{aligned} \Delta MF_t = & \Delta(TA_t(r_t^{TA} - r_t^{TP})) + \Delta(DP_t s_t^{DP}) + \Delta(CR_t s_t^{CR}) + \Delta(CRH_t s_t^{CRH}) - \Delta(DE_t s_t^{DE}) + \\ & \Delta(DEPO_t s_t^{DEPO}) + \Delta((RP_t - INM_t) r_t^{TP}) - \Delta(\alpha_t CR_t) - \Delta(\beta_t CRH_t) \end{aligned}$$

En el segundo miembro cada sumando es el incremento de un producto. Si denominamos x e y los factores de cada producto, se verifica que, $\Delta(xy) = \Delta x \cdot y + y \cdot \Delta x + \Delta x \cdot \Delta y$, y de forma aproximada es $\Delta(xy) = \Delta x \cdot y + y \cdot \Delta x$

Por otra parte, se puede aplicar la siguiente aproximación para $\Delta\alpha_t$ e $\Delta\beta_t$

$$\Delta\alpha_t = \frac{\partial\alpha_t}{\partial g_t} \Delta g_t + \frac{\partial\alpha_t}{\partial R_t^{CR}} \Delta R_t^{CR} \quad \Delta\beta_t = \frac{\partial\beta_t}{\partial g_t} \Delta g_t + \frac{\partial\beta_t}{\partial R_t^{CRH}} \Delta R_t^{CRH} + \frac{\partial\beta_t}{\partial G_t} \Delta G_t$$

Mediante lo anterior la variación del margen financiero queda así,

$$\begin{aligned} \Delta MF_t &= \Delta TA_t \cdot (r_t^{TA} - r_t^{TP}) + TA_t \cdot \Delta(r_t^{TA} - r_t^{TP}) + \Delta DP_t \cdot s_t^{DP} + DP_t \cdot \Delta s_t^{DP} + \Delta CR_t \cdot s_t^{CR} + CR_t \cdot \Delta s_t^{CR} \\ &\Delta CRH_t \cdot s_t^{CRH} + CRH_t \cdot \Delta s_t^{CRH} - \Delta DE_t \cdot s_t^{DE} - DE_t \cdot \Delta s_t^{DE} + \Delta DEPO_t \cdot s_t^{DEPO} + DEPO_t \cdot \Delta s_t^{DEPO} + \\ &\Delta \left((RP_t - INM_t) r_t^{TP} \right) - \alpha_t \cdot \Delta CR_t - \left(\frac{\partial\alpha_t}{\partial g_t} \Delta g_t + \frac{\partial\alpha_t}{\partial R_t^{CR}} \Delta R_t^{CR} \right) \cdot \Delta CR_t - \beta_t \cdot \Delta CRH_t \\ &- \left(\frac{\partial\beta_t}{\partial g_t} \Delta g_t + \frac{\partial\beta_t}{\partial R_t^{CRH}} \Delta R_t^{CRH} + \frac{\partial\beta_t}{\partial G_t} \Delta G_t \right) \cdot \Delta CRH_t \end{aligned}$$

Y agrupando términos comunes,

$$\Delta MF_t = (s_t^{CR} - \alpha_t) \cdot \Delta CR_t + (\Delta s_t^{CR} - \frac{\partial\alpha_t}{\partial g_t} \Delta g_t - \frac{\partial\alpha_t}{\partial R_t^{CR}} \Delta R_t^{CR}) \cdot CR_t + (s_t^{CRH} - \beta_t) \cdot \Delta CRH_t$$

$$(\Delta s_t^{CRH} - \frac{\partial\beta_t}{\partial g_t} \Delta g_t - \frac{\partial\beta_t}{\partial R_t^{CRH}} \Delta R_t^{CRH} - \frac{\partial\beta_t}{\partial G_t} \Delta G_t) \cdot CRH_t - \Delta DE_t \cdot s_t^{DE} - DE_t \cdot \Delta s_t^{DE} + \text{Resto}$$

$$\text{Resto} = \Delta TA_t \cdot (r_t^{TA} - r_t^{TP}) + TA_t \cdot \Delta(r_t^{TA} - r_t^{TP}) + \Delta DP_t \cdot s_t^{DP} + DP_t \cdot \Delta s_t^{DP} +$$

$$\Delta DEPO_t \cdot s_t^{DEPO} + DEPO_t \cdot \Delta s_t^{DEPO} + \Delta \left((RP_t - INM_t) r_t^{TP} \right)$$

El análisis se va a centrar en los efectos del siguiente conjunto de variables: el spread del crédito no hipotecario, la variación del saldo del crédito no hipotecario, la variación del spread del crédito no hipotecario, la sensibilidad de las provisiones a la tasa de crecimiento económico, la variación de la tasa de crecimiento económico, la sensibilidad de las provisiones a la calidad (rating) de la cartera de

crédito no hipotecario, la variación del rating de la cartera de crédito no hipotecario, el spread del crédito hipotecario, la variación del saldo del crédito hipotecario, la variación del spread del crédito hipotecario, la sensibilidad de las provisiones a la calidad (rating) de la cartera de crédito hipotecario, la variación del rating de la cartera de crédito hipotecario, la sensibilidad de las provisiones al valor de las garantías hipotecarias, la variación del valor de las garantías hipotecarias, la variación de la deuda emitida, y la variación del spread de la deuda emitida. Por último, en un término denominado Resto, se agrupan otras variables de menor impacto, o aquellas que por las relaciones de balance están vinculadas directamente con las seleccionadas.

Cada sumando tiene una interpretación diferente según la fase del ciclo económico, pero especialmente cuando se analiza primero en el contexto de la formación de una burbuja financiera alimentada por el crecimiento del crédito, y en segundo lugar en la fase en la que la burbuja ha estallado.

El término $(s_t^{CR} - \alpha_t) \cdot \Delta CR_t$ representa el efecto del diferencial entre el spread de crédito no hipotecario, y la carga por provisiones del mismo tipo de crédito. El spread s_t^{CR} se puede suponer dado y determinado por las condiciones de mercado, las políticas de crédito de la entidad y el nivel de los tipos de interés interbancarios. El coeficiente α_t no es constante, y representa la carga de provisiones específicas, por unidad del saldo de crédito no hipotecario en balance. Pero en el análisis se supone dado, porque el efecto de su variación está incluido en el segundo sumando. Esta primera componente refleja el efecto crecimiento del crédito sobre el margen financiero, que es tanto más grande, cuanto más grande sea la diferencia entre el spread y el coeficiente α_t

$(\Delta s_t^{CR} - \frac{\partial \alpha_t}{\partial g_t} \Delta g_t - \frac{\partial \alpha_t}{\partial R_t^{CR}} \Delta R_t^{CR}) \cdot CR_t$ esta componente de la variación del margen tiene

un comportamiento muy diferente, según las dos fases planteadas. En la burbuja, con un ritmo de crecimiento creciente y una mejora de la calidad crediticia de los prestatarios, empresas y hogares, por el aumento de las ventas y los beneficios, reducción de la tasa de paro y aumento de los salarios nominales, las variaciones

de g_t y R_t^{CR} son positivas, qué multiplicadas por las derivadas parciales negativas, proporcionan un factor total positivo, multiplicado por el saldo de crédito no hipotecario otorgado. La variable spread, la consideramos dada, y puede afectar al impacto final, en uno u otro sentido.

$(s_t^{CRH} - \beta_t) \cdot \Delta CRH_t$ tiene una interpretación similar a lo expuesto anteriormente para el crédito no hipotecario. Para analizar con más precisión el efecto de estas componentes, es necesario pensar los coeficientes α_t y β_t como valores medios, a lo largo del período en el que se está calculando la variación del margen financiero. Estos valores medios son muy inferiores en la fase de la burbuja a los que se registran en la fase de explosión de la misma. Un fenómeno muy relevante de la fase de explosión es el aumento brusco de las provisiones en términos absolutos y en términos relativos. Los coeficientes α_t y β_t representan el volumen de provisiones por unidad de crédito otorgado, es decir, la importancia relativa. Además, otro factor de estos términos es muy relevante. Se trata de la variación del crédito, grande en la fase de la burbuja y pequeño o incluso negativo en la fase de explosión de la burbuja. En dicha fase llega a ser mayor las amortizaciones de los créditos en balance que los nuevos créditos concedidos, por los que los incrementos de crédito, en ese caso, son negativos.

Sobre el término $(\Delta s_t^{CRH} - \frac{\partial \beta_t}{\partial g_t} \Delta g_t - \frac{\partial \beta_t}{\partial R_t^{CRH}} \Delta R_t^{CRH} - \frac{\partial \beta_t}{\partial G_t} \Delta G_t) \cdot CRH_t$ tiene validez el

análisis anterior realizado de la componente similar. Aparece una nueva variable, el valor de las garantías. También se trata de una variable latente, no observable, dado que el valor relevante es cuando se liquida en efectivo, y es cuando se comprueba en la práctica su valor mitigante. Pero en el cálculo de las provisiones interviene en base a los valores asignados según los criterios establecidos, como tasaciones, valor de mercado u otros. Circunscribiendo el análisis a las garantías inmobiliarias, existe una sobrevaloración en la fase burbuja, que genera la ilusión de una gran cobertura respecto al saldo de deuda morosa. El efecto es doble, la deuda morosa es pequeña en términos relativos, y las garantías son grandes. Esto tiene un doble efecto sobre el coeficiente β_t , pero además el efecto de la

variación es positivo en la fase de la burbuja, porque las variables g_t , R_t^{CRH} y G_t son crecientes, por lo que el efecto final es un multiplicador positivo en los cuatro términos aplicado al saldo del crédito hipotecario en balance.

En la fase de explosión de la burbuja el efecto se revierte, las variables g_t , R_t^{CRH} y G_t muestran un comportamiento decreciente, y con los multiplicadores negativos, existen tres sumandos restando respecto a la variación del spread de crédito hipotecario.

$\Delta DE_t \cdot s_t^{DE}$ es el efecto negativo sobre la variación del margen por el crecimiento de la financiación mediante la emisión de deuda. El crecimiento del crédito necesita financiarse, y ante la dificultad de aumentar los depósitos, dado que una consecuencia de la euforia en la burbuja, es el aumento del gasto por los hogares, y disminución de la tasa de ahorro. La situación de euforia puede favorecer que los spreads estén contenidos, por lo que el factor fundamental del impacto está en el crecimiento del saldo de la deuda emitida.

Por último, $DE_t \cdot \Delta s_t^{DE}$ es el efecto, positivo o negativo, sobre la variación del margen financiero, de la variación del spread de la deuda emitida, ponderado por el saldo de dicha deuda. En la fase burbuja, en la que la euforia financiera está presente, puede darse la relajación en la evaluación del riesgo de crédito de los emisores, con reducción de las primas de riesgo. Por el contrario, en la fase de desplome de la burbuja, las primas de riesgo aumentan, e incluso puede darse la imposibilidad de obtener financiación por la desconfianza generalizada, que se instala en los mercados de emisión, hacia la salud financiera de las entidades.

3.4 Conclusiones

Mediante la aplicación del esquema de Minsky hemos configurado un cuadro general de las etapas en que se desarrolló la crisis en España que nos ha servido para analizar las principales características de cada una. En el desarrollo de la crisis existen cambios de gran envergadura en el contexto político y económico derivados de la culminación del proceso de la Unión Monetaria. Durante la fase de

crecimiento crediticio dominó el optimismo tanto por parte de los agentes como del supervisor financiero y de los organismos internacionales, y se sobrevaloró la adecuación de las nuevas normas regulatorias para hacer frente al contexto de burbuja y la fuerte expansión crediticia. En este periodo destaca la caída de los tipos de interés, acompañada de las oportunidades para obtener liquidez que traía la moneda única y un aumento observable de la rentabilidad en las empresas relacionadas con el sector de la burbuja, lo que llevó a los agentes a tomar posiciones en estas actividades y su consecuente expansión. La financiación de la economía española estaba fuertemente marcada por una creciente dependencia de los mercados internacionales. Esta financiación se introduce, en gran medida, mediante los balances de las cajas de ahorros que cambian su esquema tradicional de captación de pasivos y comienzan a emitir grandes volúmenes de valores negociables de deuda. Los bancos siguieron el mismo esquema, aunque de forma menos acentuada y el conjunto de instituciones financieras aumentó de forma notable la emisión de titulizaciones, apelación al mercado interbancario y emisión de deuda. Destaca la configuración del gran mercado de titulizaciones muy bien acogido en contexto de crecimiento con bajos tipos de interés de la deuda pública, largos plazos y buenas calificaciones de los títulos titulizados, a lo que se añaden los beneficios para los inversores derivados de la supresión del riesgo de cambio con los demás países de la Zona Euro. Como contrapartida el sistema financiero español experimentó una dependencia creciente de la financiación exterior, lo que supuso un aumento en la fragilidad de los balances de las cajas y junto con el rápido crecimiento del crédito y su concentración constituirá una debilidad latente del sistema financiero. El cambio de expectativas vino acompañado de la consecuente falta de liquidez. Dicho cambio comienza con el estallido de la crisis subprime en EEUU que traerá la paralización de las operaciones en el mercado interbancario y la desconfianza hacia los mercados de titulizaciones. Es el momento en que numerosas empresas comienzan a experimentar problemas, se expande la desconfianza, comienza la contracción crediticia y se inicia una crisis marcada por los elevados niveles de deuda del sector privado, la concentración crediticia y los problemas derivados de la dependencia de la financiación exterior. La dificultad para conseguir financiación cercenará la viabilidad de las entidades con los balances más débiles y tanto empresas del sector de la burbuja como

entidades de crédito quedarán atrapadas en esquemas de financiación especulativos y Ponzi, con grandes dificultades para deshacerse de sus activos y para conseguir nueva financiación. Ante esta situación el Gobierno implementó un plan de emisiones avaladas para que las entidades de crédito consiguieran la financiación que necesitaban a corto plazo y el BCE relajó las condiciones necesarias para obtener liquidez. En un primer momento, la lectura desde las instituciones es la de hacer frente a una crisis de menor magnitud y las primeras medidas partieron de una valoración optimista de las necesidades del sistema financiero, mientras que la situación de las entidades de crédito se agravaba con el paso del tiempo en un contexto de medidas de política económica que apostaban por la contracción de la demanda en un entorno recesivo.

El análisis de los determinantes del margen financiero nos ha permitido diferenciar el comportamiento de las variables subyacentes al margen en los escenarios de burbuja y estallido. El comportamiento de estos determinantes lleva a un aumento del margen en la etapa de burbuja que se alimenta por varias vías. Destacamos el efecto de los diferentes comportamientos de los spreads de los créditos y las provisiones, especialmente en el crédito hipotecario donde las provisiones son muy inferiores en la fase de burbuja. Este comportamiento cambia drásticamente en la fase de estallido donde el efecto negativo sobre el margen se refuerza por la variación negativa del crédito. Del análisis de las garantías concluimos que existe una sobrevaloración en la fase de burbuja que genera la ilusión de una gran cobertura respecto al saldo de deuda morosa, situación que se refuerza porque adicionalmente la morosidad es muy baja, mientras que las garantías, aunque no realizadas, son valoradas de acuerdo a una situación de burbuja. Esta situación se retroalimenta por el crecimiento económico y las mejoras en el rating de la cartera hipotecaria y mayores incrementos de la valoración de las garantías. Respecto al crédito no hipotecario, en la fase de burbuja encontramos un ritmo de crecimiento creciente que tiene lugar al mismo tiempo que la mejora de la calidad crediticia de los prestatarios por el aumento de las ventas, los beneficios, la reducción de la tasa de paro y el incremento de los salarios nominales. El crecimiento económico y las continuas mejoras en el rating interno de la cartera de crédito retroalimentan la fase de burbuja. En la fase de

estallido la situación se revierte y el crecimiento económico, el rating de la cartera hipotecaria y la valoración de las garantías se deterioran estableciéndose como multiplicadores que pasan a tener un efecto negativo. Por último, en la fase de burbuja la emisión de deuda cuenta con bajos spreads lo que facilita el apalancamiento de las entidades de crédito por vías alternativas a los depósitos, mientras que en el estallido las primas de riesgo aumentan e incluso se llega a la situación de que las entidades se encuentren ante la imposibilidad de conseguir liquidez por la desconfianza generalizada sobre la salud financiera de estas entidades.

En nuestro estudio presentamos especial atención a la fase de crecimiento crediticio como momento donde se gestó la acumulación de riesgos en la economía. El estudio de la distinta acumulación de riesgos en los balances de los grandes grupos de agregados que conforman el conjunto de cajas y bancos nacionales nos permite dar respuesta a nuestra primera pregunta de investigación:

Considerando que tanto cajas como bancos participaron en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria cabe formularse que: ***se pueden constatar diferencias en la evolución de los balances de las entidades del sistema financiero español (cajas y bancos), al margen de su forma de gobierno, que expliquen el diferente comportamiento una vez que estalla la crisis.***

Durante toda la etapa de crecimiento crediticio resultan observables una serie de indicadores que demuestran un deterioro continuado de la fortaleza financiera del sector de las cajas de ahorros. Esta tendencia es compartida por el sistema bancario, pero encontramos que la intensidad del deterioro de la salud financiera para la banca es notablemente menor. El aumento del apalancamiento en el sistema financiero viene acompañado de mayor crecimiento crediticio y concentración en el sector de la burbuja por parte de las cajas que entre 1997 y 2007 multiplican su exposición al sector de la burbuja por 14 mientras que en el mismo periodo la banca lo hace por 9. Al mismo tiempo que aumenta la concentración de los riesgos del activo tiene lugar un cambio en la estructura de la captación del pasivo de las cajas que para financiar estas actividades pasan de tener un esquema de financiación basada en los depósitos, a otro donde la

financiación internacional mediante el mercado interbancario y las titulaciones ganan importancia. Junto con el deterioro de estas ratios encontramos importantes deficiencias institucionales donde destacan los conflictos de intereses derivados de la propiedad de tasadoras en manos de entidades de crédito. Esta falta de independencia advertida por la CNMV no fue corregida y permitió que las garantías de los créditos pudieran ser sobrevaloradas con facilidad por empresas propiedad de las entidades originadoras, lo que unido a la baja morosidad configuraba un escenario que aparentaba una gran cobertura. Esta realidad parece darse con mayor frecuencia en las cajas al contar con 10 tasadoras que se repartían gran parte de la cuota de mercado. Para comprender el menor deterioro del conjunto de bancos resulta necesario introducir dos puntos que explican en gran parte el mejor comportamiento agregado de este sector. Por un lado, el papel de los 2 mayores bancos que en términos de balance consolidado representan el 79% de los activos y el 90% de los beneficios sobre el total del conjunto de bancos. El comportamiento postcrisis de los beneficios de estos muestran un gran crecimiento del peso de los beneficios en el extranjero sobre el total, mientras que las cajas se mantenían volcadas en el mercado nacional. Los bancos también han experimentado problemas y estos son observables con un acusado descenso de su valor bursátil y el alto porcentaje de activos problemáticos en el sector de la burbuja y las operaciones de absorción y recapitalización que, aunque en menor medida que las cajas, también han tenido lugar. Por tanto, del fracaso de las cajas no cabe concluir el éxito de los bancos en sus políticas de crédito en España, sino en la ventaja que supuso la diversificación internacional y que el ciclo recesivo no llegara a América Latina, que se desacopló⁷⁴ de la dinámica de EEUU y la UE.

⁷⁴ En estos momentos la situación ha cambiado y el futuro de la banca en América Latina presenta grandes incertidumbres.

Capítulo 4 Los distintos patrones de crecimiento de las cajas de ahorros y el proceso de fusiones

Una vez expuestas las principales diferencias de las características del crecimiento de cajas y bancos como grupos agregados, nos proponemos bajar el foco de análisis para encontrar diferencias entre los patrones de crecimiento entre el grupo de cajas con peores resultados y que representan la mayor parte del rescate y aquellas que no han necesitado de ayudas. Este capítulo tiene como objetivo contestar a tres cuestiones centrales: en primer lugar, teniendo en cuenta que no todas las cajas han quebrado ¿es posible observar un comportamiento sistemáticamente distinto en la acumulación de riesgos en los balances de las entidades antes de que tengan lugar grandes tasas de morosidad y el colapso del sistema crediticio? Si es así ¿cuáles son los principales indicadores que alertaban de la mala salud de las cajas que han tenido que ser rescatadas tras su fusión? Por último, ¿existe un efecto negativo en la política de fusiones que podría ser advertido al inicio de la contracción económica?

Gran parte de los esfuerzos para llevar a cabo esta investigación se han centrado en la elaboración de la base de datos en la que nos apoyamos para analizar este capítulo. Esto se debe a que no existe en ningún organismo ni institución que haga pública en forma de base de datos operativa las cuentas anuales de cada caja, por lo que hemos elaborado nuestra propia base de datos, a partir de las cuentas auditadas anuales de cada entidad. Antes de continuar advertimos de que no tenemos por objetivo contar una historia detallada de cada entidad, sino encontrar hechos estilizados entre el grupo de entidades con mejores resultados y el grupo de cajas que ha acaparado las ayudas al sector financiero partiendo de los balances individuales de cada caja y tratando de observar patrones de crecimiento distintos. Para formar los grupos nos basamos en las ayudas públicas recibidas (anexo 5) y distinguimos 3 categorías: a) entidades que no han necesitado de ayudas públicas,

- b) entidades que proporcionalmente han absorbido la mayor parte de las ayudas,
- c) entidades que han sido absorbidas con pequeñas ayudas o sin ayudas.

El grupo de cajas que no han sido absorbidas ni han necesitado ayudas financieras lo forman 7 entidades (La Caixa, Unicaja, BBK, Kutxa Vital, la Kutxa, Ontinyent y Pollença) y representaba el 28% del balance total de las cajas a 31 de diciembre de 2009, último año en que todavía existen 45 cajas. El segundo grupo, donde incluimos a las cajas con peores resultados lo forman 8 entidades (Caja Madrid, Bancaja, CCM, CAM, Caixa Catalunya, CajaSur, Caixanova y Caixa Galicia) y a diciembre de 2009 suponía el 43% de los activos totales del sistema de cajas. Por último, el grupo que componen el resto de cajas, formado por 30 entidades que han sido absorbidas y, en algunos casos, necesitando de ayudas financieras de menor cuantía que el grupo anterior y suponían el 29% de los activos del sistema de cajas. Tratamos a este grupo de forma independiente debido a que las ayudas públicas que ha requerido son significativamente menores al grupo con peores resultados que acaparan el 82% de las ayudas según el informe del BdE (2015).

4.1. El crecimiento y su financiación

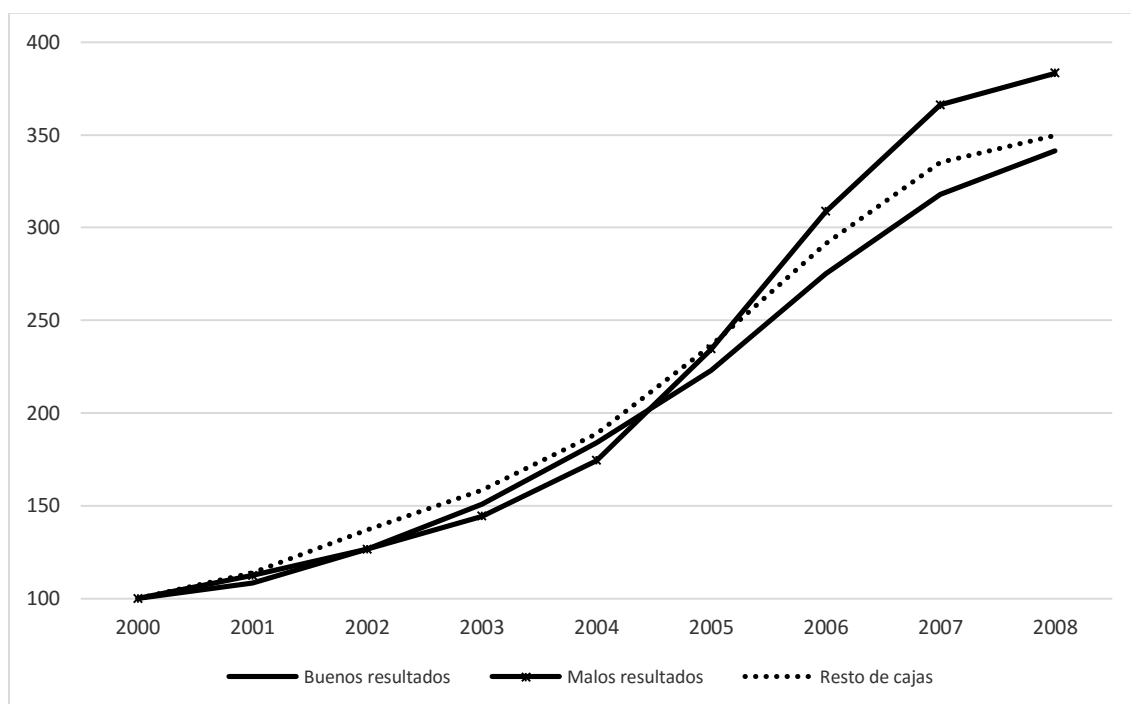
El gran crecimiento crediticio resultó una constante en todas las entidades independientemente de sus resultados. No obstante, en esta sección estudiaremos si existen grados diferentes en el crecimiento del crédito, así como las políticas para financiarlo y los diferentes signos de deterioro observables que podían apreciarse durante la fase de expansión crediticia.

Antes de continuar resulta necesario advertir de que debido a que las entidades financieras no estaban obligadas a hacer pública, en sus cuentas auditadas anuales, la información desagregada sobre el volumen total de crédito a los distintos sectores de la economía, así como al criterio del BdE de no facilitar información individual sobre las entidades bajo su supervisión, no es posible realizar a nivel micro el análisis de la concentración crediticia. Esta cuestión forma parte de la opacidad estructural del sistema financiero, donde a pesar de un discurso generalizado a favor de una mayor transparencia y de lo voluminoso de las cuentas anuales auditadas, las entidades de depósito no se veían obligadas a hacer pública su concentración crediticia en un contexto de burbuja inmobiliaria.

4.1.1 El crecimiento del crédito

En el gráfico 4.1 mostramos el crecimiento del crédito indiciado al año 2000 para cada grupo de cajas y la media del sector. Podemos observar que el crecimiento es compartido por todas las cajas de ahorros y resulta ligeramente mayor en el caso del grupo de cajas con peores resultados, mientras que, tanto el grupo de cajas con buenos resultados como el grupo que conforma el resto de cajas se sitúan ligeramente por debajo del crecimiento medio a partir de 2005.

Gráfico 4.1 Evolución del crecimiento crediticio de las cajas (año 2000=100)

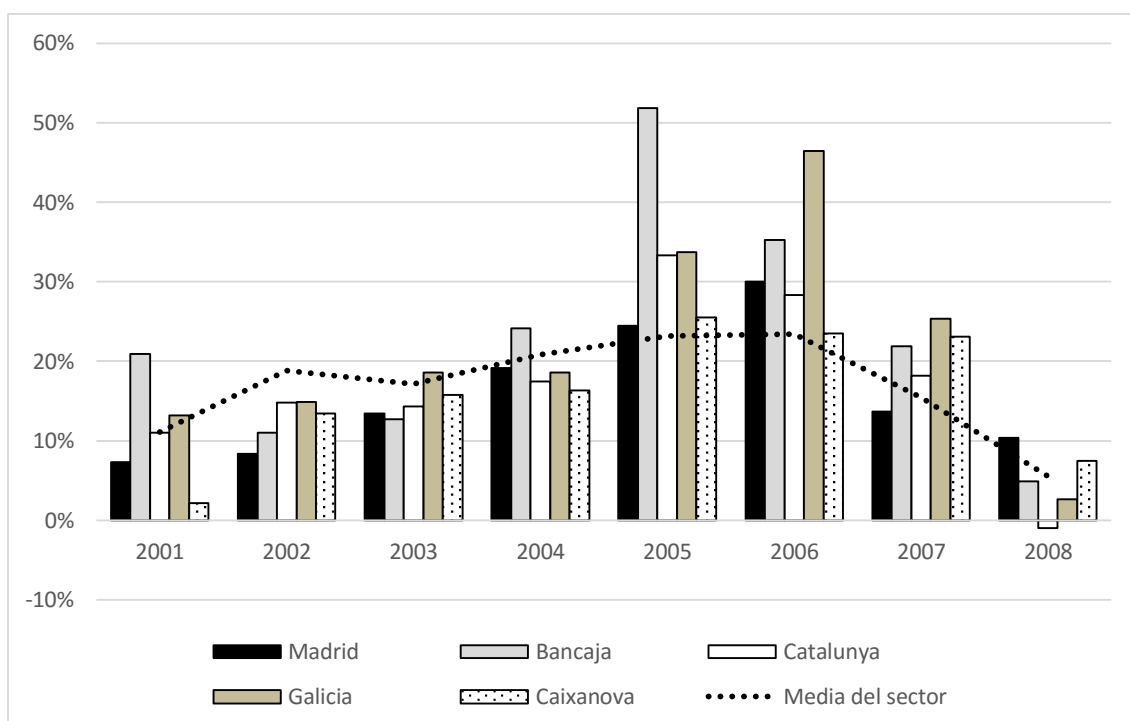


Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si nos centramos en el grupo de cajas con peores resultados (gráfico 4.2) destaca el crecimiento crediticio de las siguientes cajas: Bancaja que entre el año 2000 y 2008 multiplica su oferta crediticia por 4,9; la CAM que lo hace por 4,8; Caixa Galicia por 4,6 y CCM que multiplica su crédito por 4,5. Todas estas entidades registran sistemáticamente un crecimiento por encima de la media de su grupo. En el gráfico 4.2 es posible observar las mayores tasas de crecimiento corresponden a los años 2005 y 2006, donde destaca el comportamiento, muy por encima de la media Bancaja que en 2005 aumenta su oferta crediticia en un 52% respecto a 2004, y Caixa Galicia que en 2006 aumenta su oferta de crédito en un 46% respecto al año

anterior. Caja Madrid, por su parte, muestra unas tasas de crecimiento crediticio ligeramente más moderada que el resto. No obstante, entre 2004 y 2006 mantuvo tasas de crecimiento del 19%, 24% y 30% consecutivamente. Por último, la oferta crediticia de Caixanova creció al 16%, 25% y 24% durante los mismos años. En el gráfico observamos claramente que en 2007 comienza a frenarse ritmo de crecimiento y cómo esta tendencia es aún más acusada para el año siguiente cuando sólo Caja Madrid supera la media de crecimiento de la oferta de crédito del sector, con un 10% frente al 6%.

Gráfico 4.2 Evolución de la tasa de crecimiento crediticio de Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, Caixa Galicia, Caixanova y media del sector



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

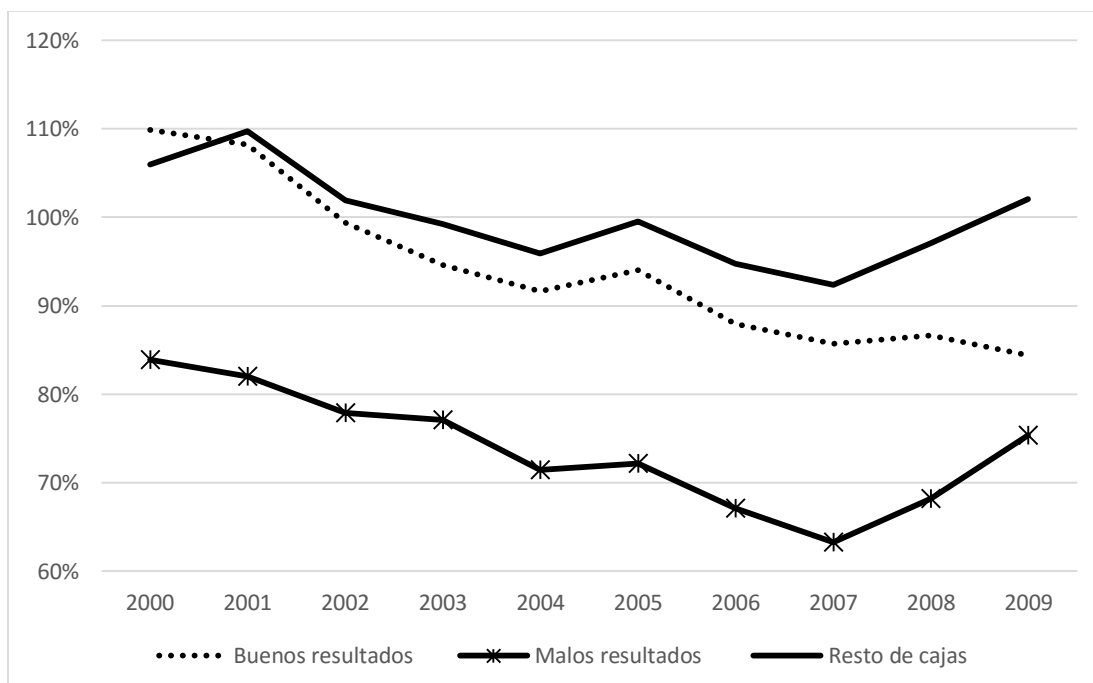
4.1.2 La evolución de la ratio entre depósitos y crédito

La ratio entre crédito y depósitos es un indicador relevante que nos da una primera idea de la estrategia de expansión de las entidades financieras. Si esta ratio presenta bajos niveles de cobertura, la necesidad de acudir a otras vías de captación de pasivo tendrá como consecuencia un posible aumento de la fragilidad de la estructura del balance de la entidad, ya que cualquier vía de captación de recursos ajenos distinta a los depósitos implicará un mayor coste, además de una

mayor exposición al riesgo de liquidez. En las cajas debido a restricciones históricas, expuestas en el primer capítulo, el crecimiento de los depósitos y del crédito habían permanecido muy ligados⁷⁵ hasta la última etapa cuando aparecerán las necesidades de nuevas vías de financiación.

En el gráfico 4.3 observamos que, desde el año 2000, es posible detectar el deterioro continuado de un grupo de entidades que coinciden con las que peores resultados obtuvieron. La ratio de cobertura para este grupo de entidades pasa del 84%, a un mínimo del 63% en 2007, para posteriormente experimentar una leve recuperación en 2008. El grupo con mejores resultados mantuvo unas ratios superiores a la media del sector, moviéndose en un rango entre el 110% del año 2000, que cae hasta el 87% en 2009 y manteniendo en todo momento una ratio superior al grupo de cajas con peores resultados. El comportamiento del grupo compuesto por otras cajas de ahorros mantiene desde 2001 una ratio superior a los otros dos grupos. Por lo que en el gráfico 4.3 podemos observar 3 grupos nítidamente diferenciados.

Gráfico 4.3 Evolución de la ratio de depósitos sobre créditos

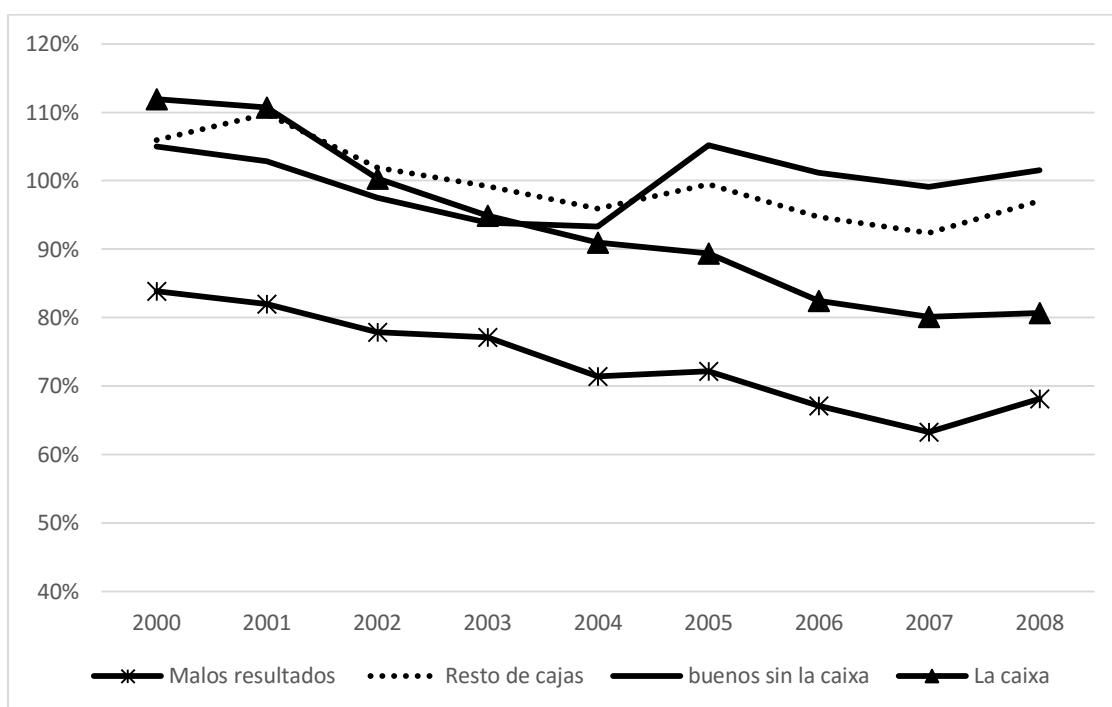


Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

⁷⁵ Es posible verlo en el gráfico 3.10.

Dentro del grupo con mejores resultados La Caixa mantiene unas ratios de cobertura más bajas que el resto del grupo. Su ratio pasa del 112% en el año 2000 hasta el 81% en 2008. Mientras que el resto de entidades de este grupo mantienen ratios cercanas al 100% durante todo el periodo. En el gráfico 4.4 mostramos el comportamiento del grupo con mejores resultados sustrayendo a La Caixa, de este modo observamos que el resto de entidades mostraban unos valores medios superiores al resto de grupos desde 2005.

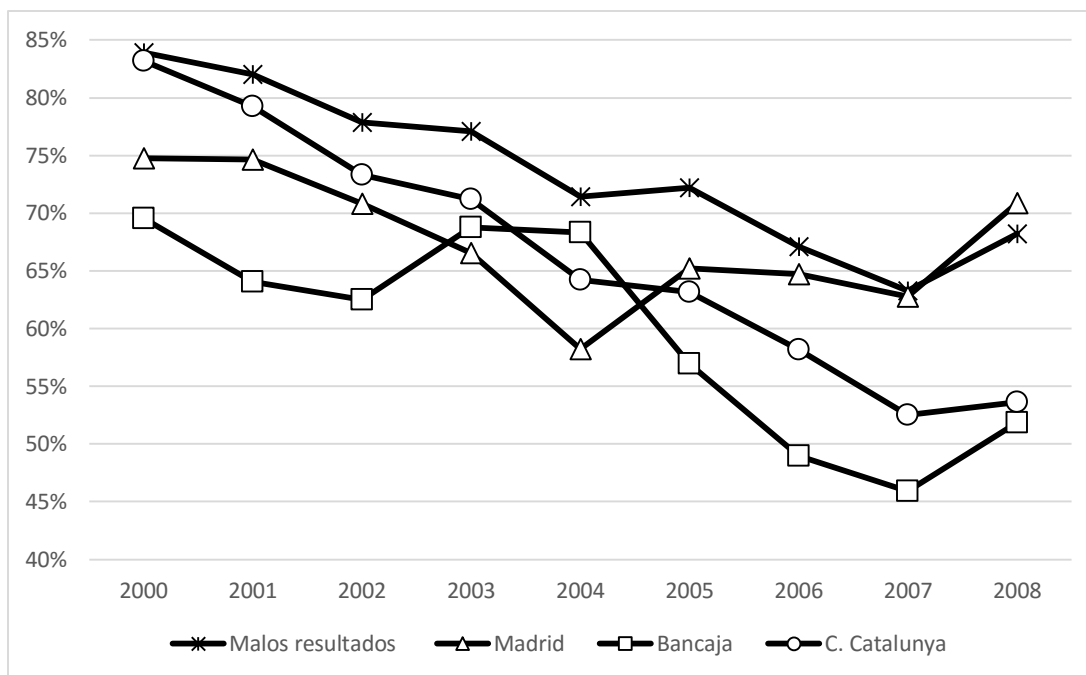
Gráfico 4.4 Evolución de la ratio de depósitos sobre créditos corrigiendo el efecto de La Caixa en el grupo con mejores resultados



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si pasamos al grupo de cajas con peores resultados destaca el deterioro de la ratio de cobertura de Bancaja y Caixa Catalunya, que pasan del 70% y 83%, en el año 2000, a niveles ligeramente superiores al 50% en 2008 (gráfico 4.5). Junto a estas dos cajas, también destaca por debajo de la media de su grupo Caja Madrid, cuya ratio de cobertura se deteriora hasta tocar fondo en 2004, cuando los depósitos suponían el 58% de los créditos concedidos y posteriormente experimenta una leve mejoría hasta alcanzar una ratio de cobertura del 71%, ligeramente superior al 68% de su grupo, pero muy lejos del 86% que registra el grupo de cajas con mejores resultados.

Gráfico 4.5 Evolución de la ratio de depósitos sobre crédito dentro del grupo con peores resultados



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

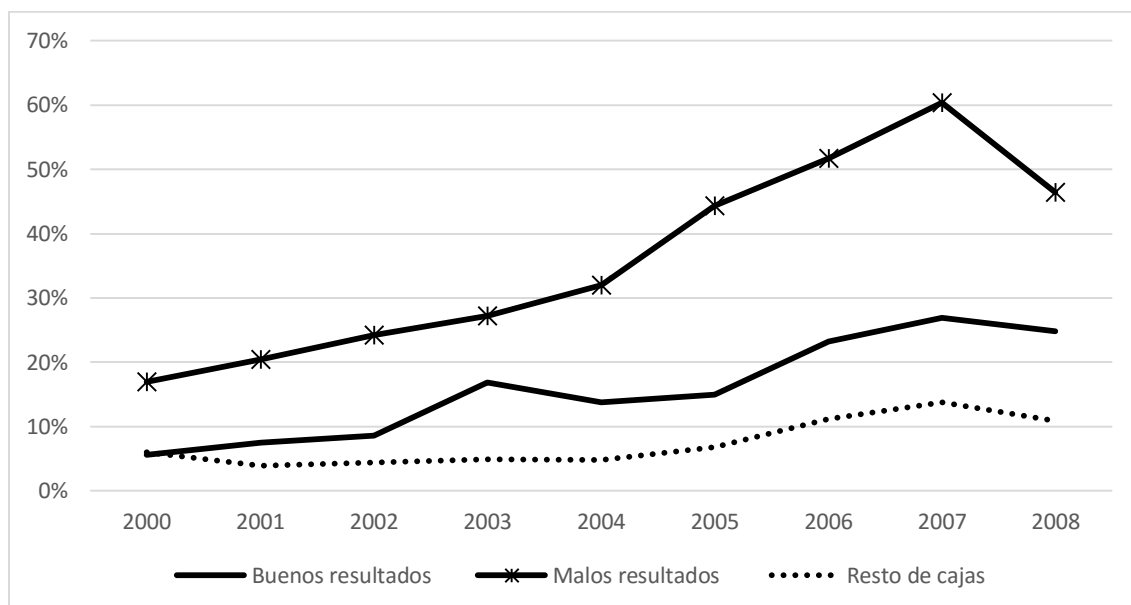
4.1.3 La dependencia de los mercados mayoristas

La baja cobertura de los créditos con los depósitos tiene su lógica contrapartida en la mayor emisión de instrumentos de deuda para captar la liquidez necesaria para financiar estas entidades. En el gráfico 4.6 comparamos la evolución de los valores representativos de deuda⁷⁶ emitidos con los depósitos captados y observamos que existe una clara tendencia al incremento del peso de esta herramienta de financiación en las cajas con peores resultados. Esta ratio se deteriora progresivamente y pasa de representar el 17% de los depósitos, en el año 2000 hasta llegar al 60% en el año 2007 que corresponde a su máximo. Posteriormente, se corrige ligeramente y pasa a ser del 46%. Por otro lado, los datos muestran un patrón de financiación muy distinto en el grupo de cajas con buenos resultados. En este grupo las emisiones representaban el 6% en el año 2000 y apenas llegan al

⁷⁶ Los valores representativos de deuda son títulos de deuda que permiten al emisor financiar inversiones. Se incluyen los bonos y obligaciones (de cupón cero, indexados, de interés fijo o flotante, los bonos u obligaciones perpetuos, o de amortización optativa, etc.), las cédulas hipotecarias y otros valores similares con respaldo de activos, las acciones preferentes que no dan derecho a una participación en la distribución del valor residual de la sociedad emisora, los strips, las aceptaciones bancarias, los pagarés, los certificados de depósito y las notas.

25% en 2008. Para el grupo formado por el resto de cajas la ratio pasa del 6% en el año 2000, al 11% en 2009.

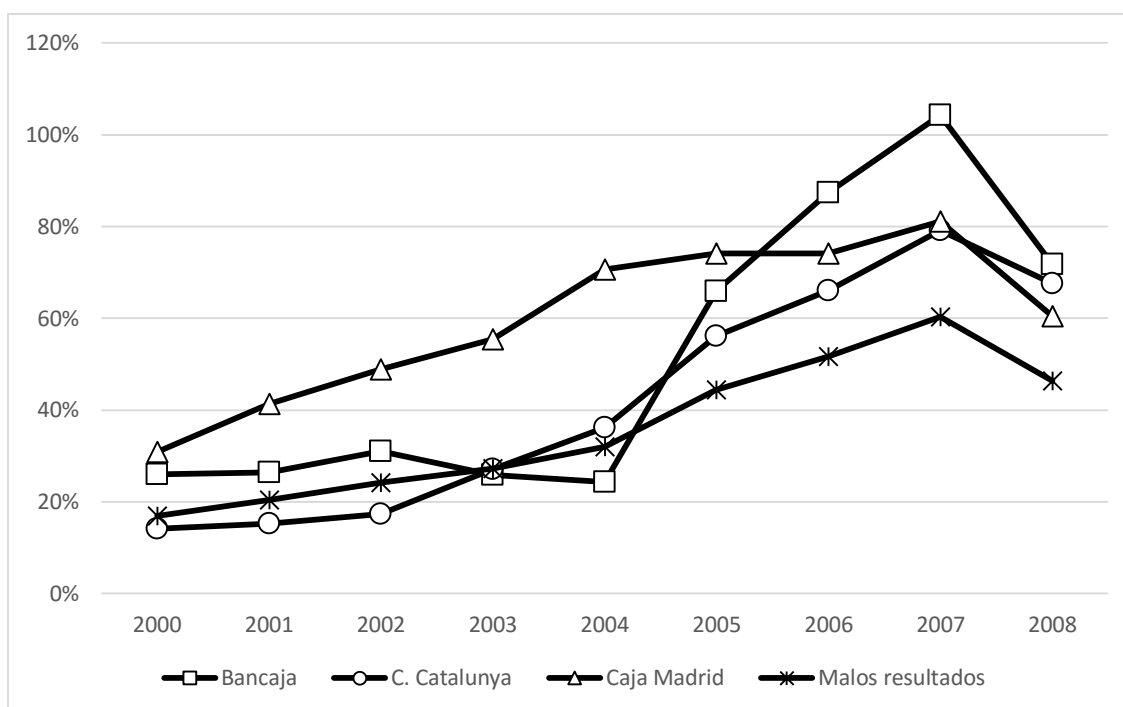
Gráfico 6 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si descendemos a nivel de cada entidad, dentro del grupo de cajas con peores resultados, destaca la evolución de las tres entidades con peor ratio de depósitos sobre crédito, estas son Caixa Catalunya, Bancaja y Caja Madrid (gráfico 4.7). Para Caixa Catalunya sus emisiones pasan de representar el 17% de sus depósitos en el año 2000, a superar el 100%, en el año 2007. Bancaja también muestra un deterioro continuado de esta ratio y sus valores emitidos pasan de ser el 26% de sus depósitos y aumentan hasta un máximo del 72% en 2007. Por último, Caja Madrid pasa de tener una ratio del 31%, hasta un máximo del 81% en 2007. Esta situación es una imagen nítida del deterioro continuado y observable la política de financiación de este grupo de entidades antes de que estallara la crisis y nos da un claro indicio de una dinámica de financiación más débil y, por tanto, ubicada en un esquema más cercano un esquema de financiación Ponzi ya que la imposibilidad de emitir nueva deuda dejaría a estas cajas con unos balances inviables en menos tiempo que al resto.

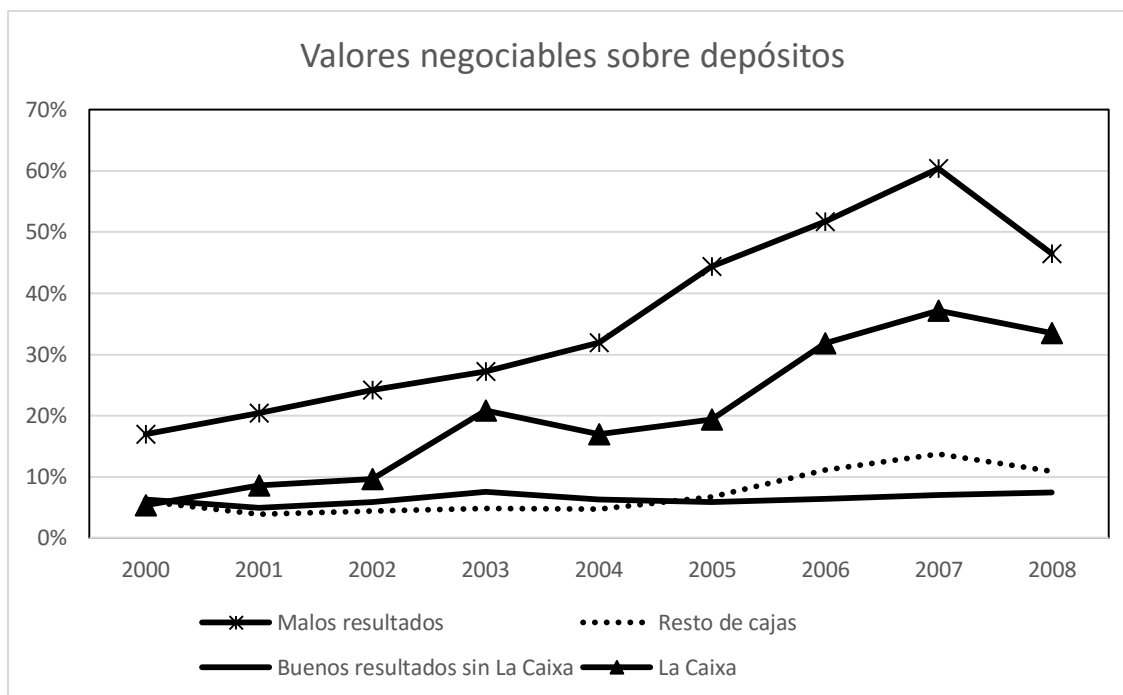
Gráfico 4.7 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos dentro del grupo con peores resultados



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si observamos el grupo de cajas con mejores resultados pueden distinguirse 3 categorías. En primer lugar, las cajas con porcentajes cercanos al 0%, donde se encuentran Ontiyent, Pollensa y la Kutxa. De nuevo, esta situación concuerda con la evolución de la ratio de depósitos y crédito que para estas entidades se situaba en altos niveles, incluso superando el 100%. En segundo lugar, el grupo que componen BBK, K. Vitoria y Unicaja con porcentajes bajos de emisión de títulos sobre depósitos que se sitúan entre un rango del 5% y el 15%. Por último, La Caixa que registra porcentajes que oscilan entre el 5% y el 33%, valores superiores al resto del grupo, aunque sensiblemente inferiores al grupo de cajas con peores resultados. Estas mayores necesidades se deben en gran medida a su mayor tamaño y expansión. Si sustraemos el efecto de La Caixa en el grupo de cajas con mejores resultados, encontramos que este grupo de nuevo se sitúa en niveles inferiores al resto de cajas en la emisión de valores negociables de deuda sobre depósitos (gráfico 4.8).

Gráfico 4.8 Evolución de la ratio de valores negociables emitidos sobre depósitos descontando el efecto de La Caixa en el grupo con mejores resultados



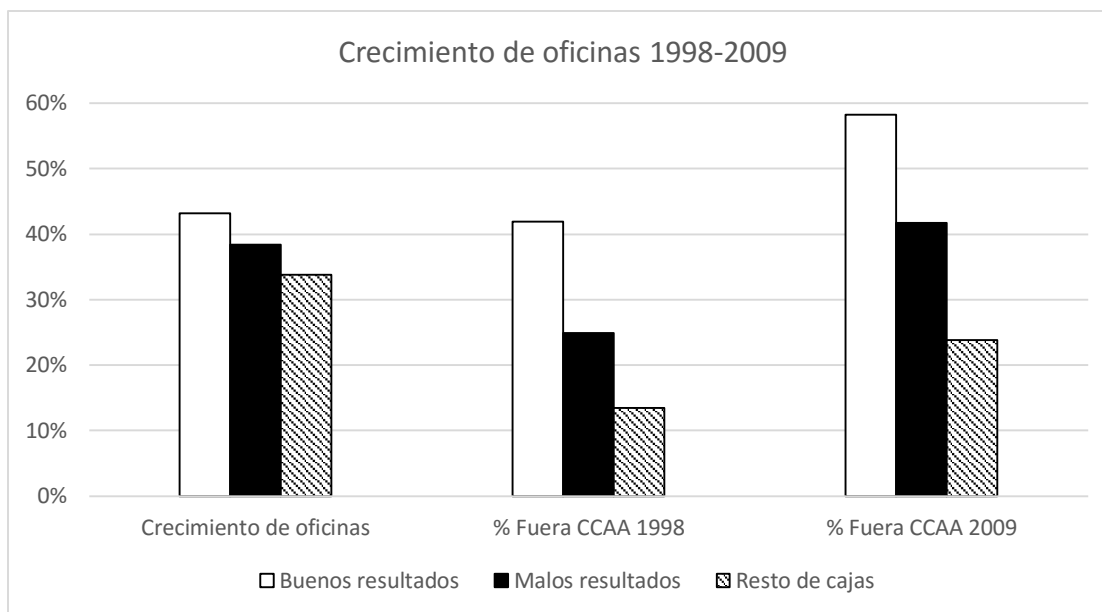
Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

4.1.4 La expansión geográfica y la desconexión con el territorio de origen

Al igual que sucede con la expansión crediticia, el periodo de mayor expansión de la red comercial de las cajas coincide con la época previa a la crisis. Las cajas pasan de tener 17.581 oficinas en 1998, a 24.250 en 2009. En general, es posible afirmar que la mayor parte de las cajas experimentaron un crecimiento de las oficinas fuera de sus territorios históricos de referencia. Nuestros datos muestran que, por grupos (gráfico 4.9), el que llevó a cabo una mayor expansión de su red coincide con el grupo que obtuvo mejores resultados. Este grupo además fue el que llevó a cabo un mayor incremento del número de oficinas fuera de sus territorios históricos, pasando de tener un 42% a un 58% lo que en cierta medida contradice las tesis que concluyen que la expansión de su red y el abandono del modelo inicial fueron factores clave del deterioro de las cajas⁷⁷.

⁷⁷ Esta tesis suele ser defendida por trabajos que toman como referencia los datos del agregado del sector como en Cárdenas (2013).

Gráfico 4.9 Crecimiento de las oficinas de 1998 a 2009 y porcentaje de oficinas fuera de la Comunidad Autónoma de referencia en 1998 y 2009



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Los datos agregados ocultan las diferentes estrategias por lo que conviene que nos detengamos en el estudio del crecimiento del grupo con mejores resultados a nivel de cada entidad, para mostrar que pese que ha sido común atribuir los problemas de las cajas al abandono de sus lazos históricos con los territorios de origen, tanto una política de fuerte expansión fuera de los territorios históricos, como la política de optar por permanecer ligado a estos fueron estrategias de crecimiento compatibles con el éxito. En la tabla 4.1 mostramos el desglose del crecimiento de oficinas del grupo con mejores resultados donde observamos comportamientos antagónicos. Por un lado, La Caixa se mantuvo como la caja con mayor proporción de oficinas fuera de su Comunidad, pasando de tener el 53% en 1998 al 69% fuera de Cataluña, estos porcentajes resultarían aún mayores si tomáramos como referencia la provincia de Barcelona, no obstante, a efectos de las conclusiones nos es indiferente. El resto de cajas del grupo con mejores resultados, parten de porcentajes menores de oficinas fuera de sus CCAA que en 1998, oscilan entre el 0% de Ontinyent y Pollença, al 14% de Unicaja y BBK. En 2009 observamos que mientras que Ontinyent y Pollença mantuvieron el 100% de sus oficinas en sus territorios históricos, otras cajas como BBK o la Kutxa pasan a tener el 41% y el 60% de sus oficinas fuera de los suyos. Por último, en Vital Kutxa encontramos un

crecimiento más moderado pasando del 5% al 25% de oficinas fuera del País Vasco, mientras que Unicaja es la única que pasa a tener menor proporción de oficinas fuera de su Comunidad Autónoma en este periodo.

Tabla 4.1 Porcentaje de oficinas fuera del territorio histórico del grupo de cajas con mejores resultados		
Entidad	Oficinas fuera de la CCAA 1998	Oficinas fuera de la CCAA 2009
BBK	14%	41%
Pollença	0%	0%
La Kutxa	4%	60%
Ontinyent	0%	0%
Vital Kutxa	5%	25%
La Caixa	53%	69%
Unicaja	14%	13%

Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Estos datos nos muestran que tanto permanecer en el territorio de origen, como crecer fuera de él fueron estrategias compatibles con la obtención de buenos resultados por lo que el abandono del modelo tradicional no debe ser puesto en conexión directa como causa explicativa de peores resultados de las cajas. Dicho esto, debemos hacer mención a que sí compartimos que una estrategia de crecimiento agresiva fuera de los límites históricos resulta más arriesgada que permanecer en estos, ya que supone entrar en un mercado desconocido junto con la necesidad de diseñar una política para entrar en dicho mercado, lo que por lo general supone competir aumentando la compensación de los depósitos y disminuyendo los tipos de interés de los créditos, en un escenario de menor información sobre la red empresarial y de los potenciales prestatarios.

Por último, destaca las irregularidades⁷⁸ detectadas por la Comisión Nacional de la Competencia (CNC), del modelo de crecimiento de las 3 cajas vascas del grupo de cajas con mejores resultados, junto con Caja Navarra. Estas compartían un pacto de no agresión dentro del País Vasco y Navarra que se tradujo en que, durante 15

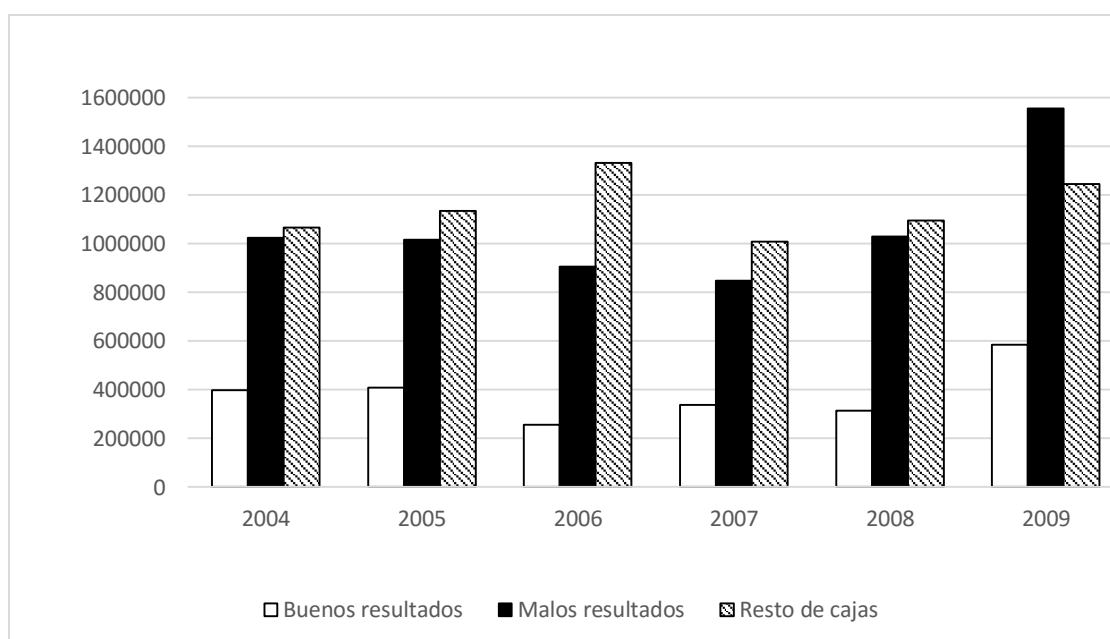
⁷⁸ La CNC abrió el expediente en octubre de 2005 finalizando la investigación en octubre de 2007 resolviendo como infracción muy grave con una multa de 24 millones de euros al considerar acreditada la existencia de un acuerdo global de colaboración entre las cuatro cajas de ahorro imputadas que incluía un pacto de no competencia y de coordinación de comportamientos competitivos frente a terceros y manteniendo un status quo territorial donde durante 15 años (1990 a 2005) ninguna había abierto sucursales en territorio de las rivales.

años, el 100% de las oficinas de estas entidades se encontraban situadas en su provincia de origen sin que existiera competencia en las provincias vecinas.

4.1.5 El Crédito a las Administraciones Públicas y a los partidos políticos

Desde el año 2004, la Ley de Transparencia obliga a las cajas de ahorros, entre otras cuestiones, a publicar la información de los créditos otorgados a Administraciones Públicas y a partidos políticos, así como la morosidad registrada por estos, en sus Informes de Gobierno Corporativo. En el gráfico 4.10 observamos que las cajas con peores resultados tendían a financiar a las AAPP, en cantidades mayores que el grupo con buenos resultados. Este dato podría dar sustento a quienes teorizan sobre los malos resultados debido a la vinculación de las cajas con los partidos y el empleo de estas para alcanzar objetivos políticos. No obstante, como ya hemos advertido en el capítulo 3, discrepamos en que la financiación a las AAPP puede conectarse automáticamente con una política de crédito más arriesgada debido a que resulta difícil encontrar en la economía un agente que tenga mayor facilidad para financiarse mediante diferentes mecanismos que las AAPP. Adicionalmente, en el capítulo 3 (gráfico 3.17) mostrábamos la evolución del crédito a AAPP de cajas y bancos donde observábamos que son precisamente estos últimos quienes han otorgado mayores volúmenes de este tipo de crédito.

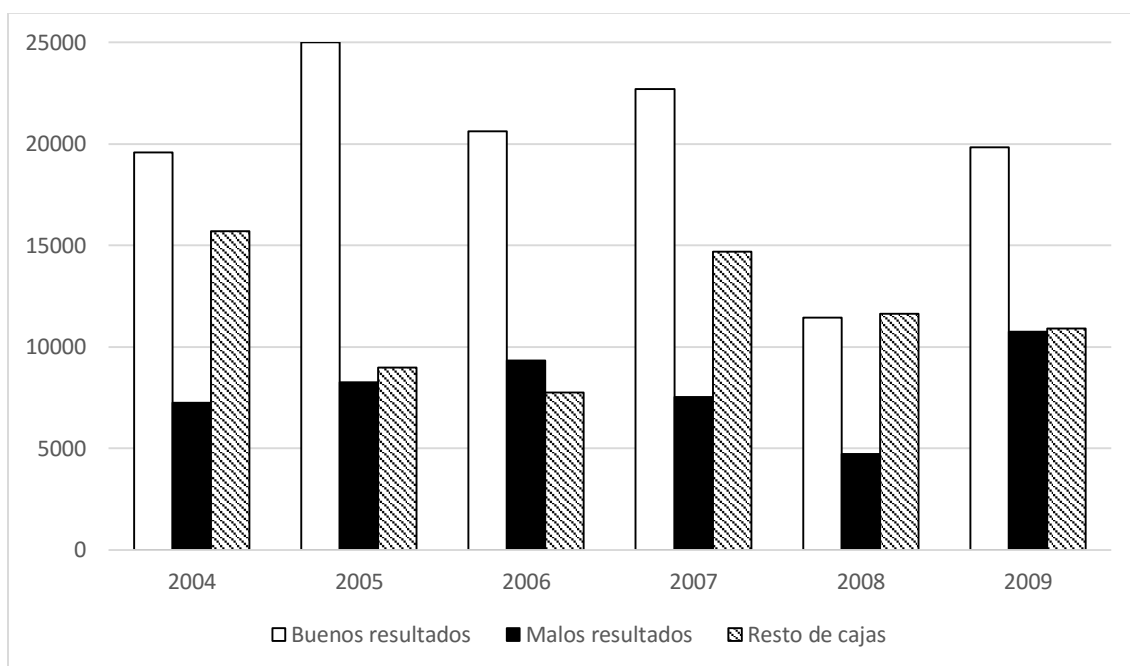
Gráfico 4.10 Evolución del crédito a las AAPP (millones de euros)



Fuente: Informes de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

Respecto al crédito a partidos políticos, encontramos que son las cajas con mejores resultados los que tendían a dar mayor volumen de crédito (gráfico 4.11) y soportaban mayor volumen de morosidad (gráfico 4.12), mientras que las cajas con malos resultados fueron las que menos créditos otorgaban por debajo del resto. Esta categoría no es comparable con el comportamiento crediticio de los bancos, ya que la Ley de Transparencia solo obligaba a las cajas a la publicación de estos datos en sus informes.

Gráfico 4.11 Evolución del crédito a partidos políticos (miles de euros)

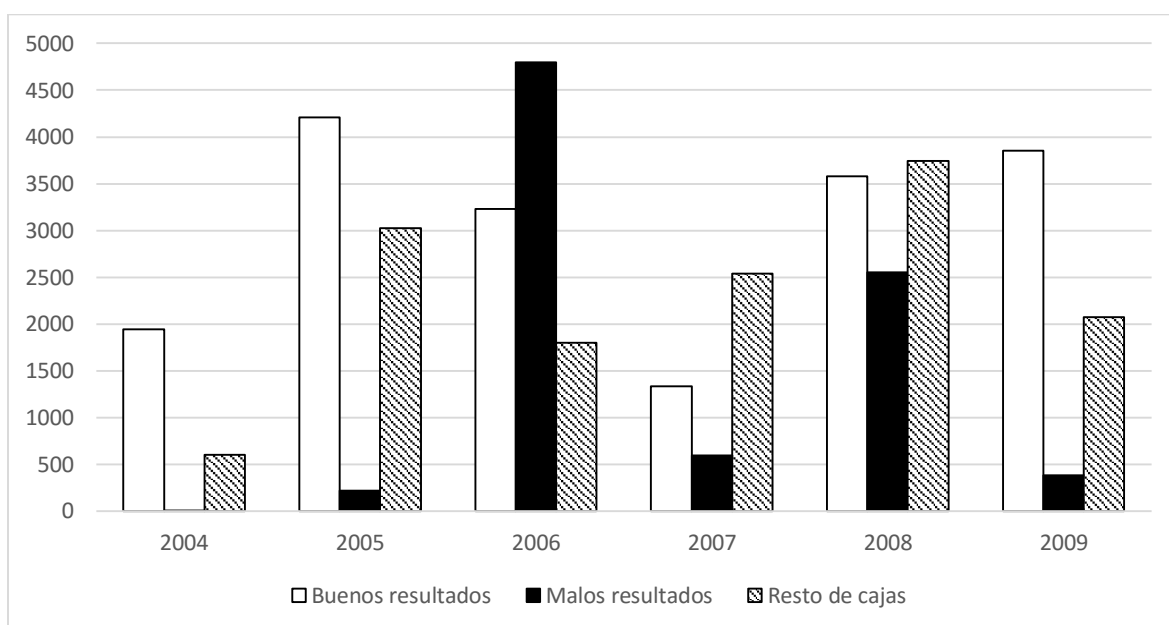


Fuente: Informes de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

Respecto a la morosidad de los partidos políticos (gráfico 4.12) observamos que salvo en 2006 y en 2008, son las cajas con mejores resultados las que soportaban más créditos morosos de partidos políticos. Dentro de este grupo destaca la concentración de la morosidad en 3 entidades. Por un lado, La Caixa acumulaba el 47% en su categoría, porcentaje que se eleva al 80% si sumamos a Unicaja y al 100% añadiendo a BBK. En estos datos no se contemplan las condonaciones reconocidas por el Tribunal de Cuentas, donde destacan 3 operaciones en 2004 con la condonación de 7,1 millones de euros de La Caixa al PSC y otros 2,7 millones a ERC y la condonación de la BBK de 21 millones de euros al PSOE siendo las condonaciones de mayor cuantía llevadas a cabo por parte de las cajas de ahorros.

Resulta significativo que al contrario que lo que debería suponerse por parte de los que defienden que la injerencia política lastró los resultados de las cajas, fueron las cajas que más financiaron a los partidos políticos (sólo entre La Caixa y BBK suman el 46% sobre el total de crédito a partidos políticos entre 2004 y 2009) unas de las que mayor morosidad han sostenido por parte de los partidos y las que mayores condonaciones han llevado a cabo. Por último, cabe señalar que la importancia de este tipo de operaciones es marginal debido a que el agregado de préstamos a partidos políticos de todas las cajas de ahorros entre 2004 y 2009 supone un 0,005% sobre el total del crédito otorgado.

Gráfico 4.12 Evolución de la ratio de morosidad de los créditos a partidos políticos (miles de euros)



Fuente: Informes de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

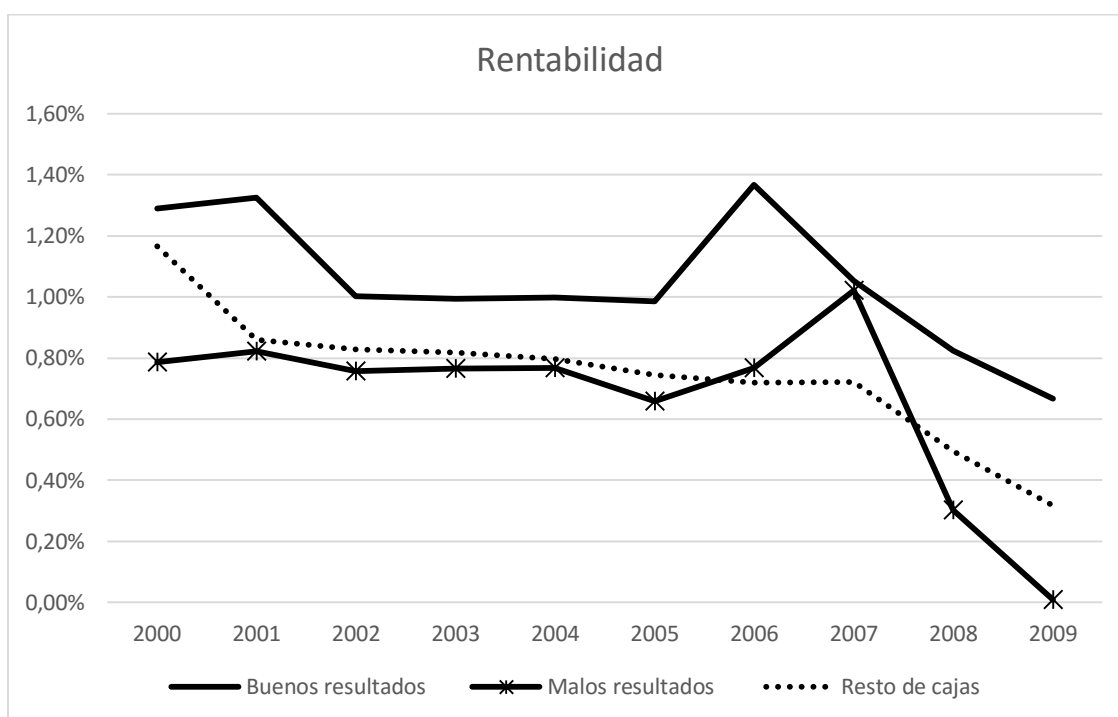
Antes de concluir con este punto cabe hacer mención a que los elevados volúmenes de morosidad de las cajas con malos resultados en 2006 y en 2008 se concentran en CajaSur, en un 100% para el año 2006 y un 86% en el año 2008.

4.1.6 La evolución de la rentabilidad

En el gráfico 4.13 mostramos la evolución de la ratio de rentabilidad durante la última década de vida de las cajas. De nuevo observamos un mejor comportamiento en esta ratio del grupo de cajas con mejores resultados que, en

general, se mantiene entre 50 y 25 puntos básicos por encima de la del grupo con peores resultados. Este último grupo de cajas registra, por lo general, peores ratios de rentabilidad y la brecha se incrementa a partir de 2008 cuando los beneficios de este grupo se reducen drásticamente. Respecto al grupo que forman el resto de cajas observamos un comportamiento ligeramente por debajo de la media en todo el periodo.

Gráfico 4.13 Evolución de la rentabilidad en las cajas de ahorros



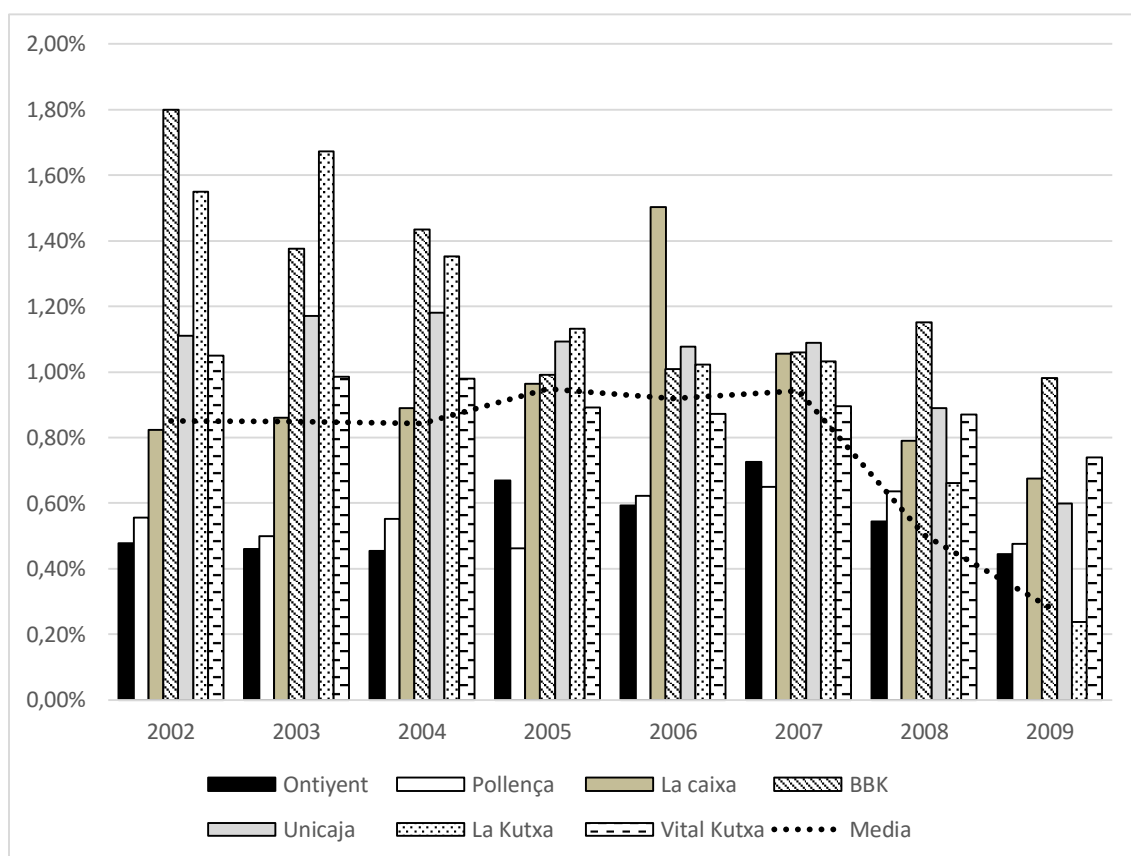
Fuente: Informes de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

Los aparentemente buenos resultados en 2007, en cuanto a la rentabilidad, del grupo de cajas que absorbieron la mayor parte del rescate se explican por el comportamiento anómalo de Caja Madrid durante dicho año, cuando obtiene unos beneficios record de 2.868 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 176% de los benéficos de esta entidad respecto al año anterior y el 54% sobre el total de beneficios de su grupo, cuando en 2006 representaban el 30%. Conviene que nos detengamos en la procedencia de dichos beneficios para Caja Madrid, ya que el 87% vienen dados por operaciones de venta de activos financieros, donde destacan los beneficios recogidos por la venta de Endesa que dejó plusvalías

superiores a los 2.000 millones de euros⁷⁹. Esto explica el gran repunte de la rentabilidad de este grupo de cajas en 2007 y lo puntual de este comportamiento. En el siguiente año, 2008, los beneficios de Caja Madrid disminuyen el 71%.

Por último, dentro del grupo con mejores resultados destaca el peor comportamiento en esta ratio de las dos cajas de menor tamaño (Ontinyent y Pollença) que son las únicas que, durante todo el periodo, mantienen ratios por debajo de la media del sector como observamos en el gráfico 4.14. El resto de cajas de este grupo mantiene ratios superiores donde destacan los altos niveles registros por BBK, Unicaja y la Kutxa durante los primeros años y los resultados de La Caixa en 2006. Posteriormente, la rentabilidad tiende a caer, aunque en menor medida que la media del sector.

Gráfico 4.14 Evolución de la rentabilidad en el grupo de cajas con mejores resultados y rentabilidad media del sector



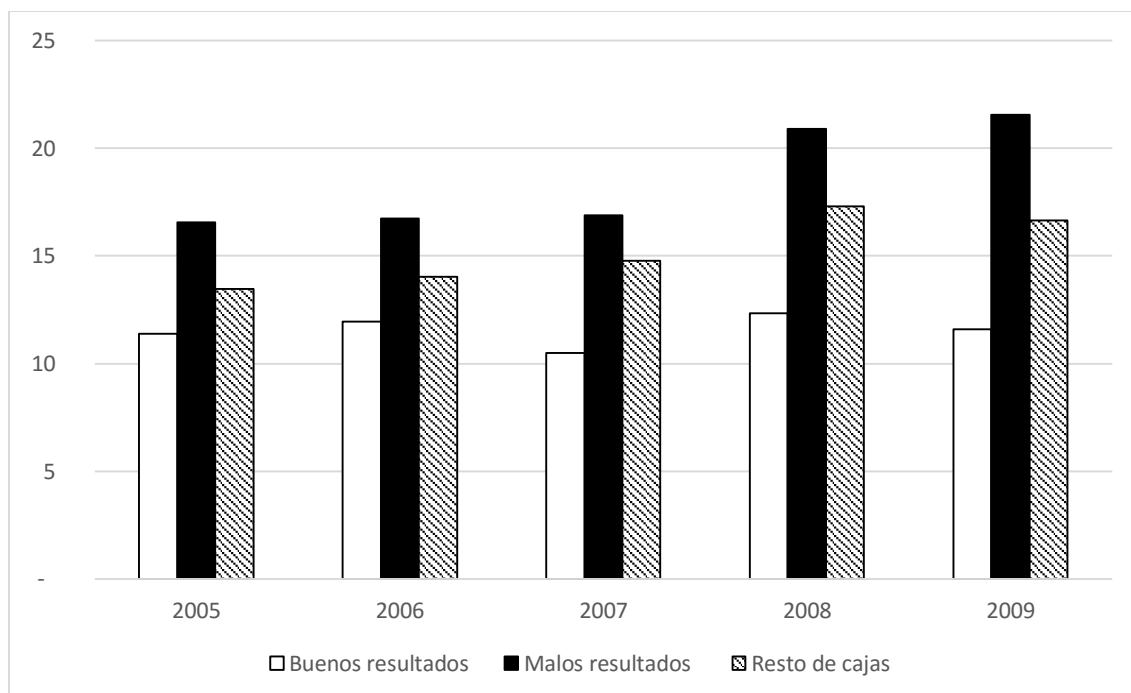
Fuente: Informes de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

⁷⁹ Para más información puede consultarse el anexo 6 donde recopilamos el porcentaje de beneficios por operaciones financieras para el grupo con peores resultados.

4.1.7 Apalancamiento

Los niveles de apalancamiento de las cajas (gráfico 4.15), de nuevo, muestran una evolución dispar entre los 3 grupos y es el que tiene peores resultados quien registra niveles superiores al resto durante todo el periodo. Esta tendencia se acentúa a partir de 2007 coincidiendo con la mayor necesidad de recursos en el inicio de la incertidumbre y el activo de este grupo pasará de suponer 17 veces su patrimonio a multiplicarlo por 22 en 2009. Resulta muy significativo el hecho de que, a pesar de las mayores ratios de apalancamiento, este grupo mantiene peores ratios de rentabilidad como hemos visto en el apartado anterior (gráfico 4.13). Por otro lado, el grupo de cajas con mejores resultados muestra una ratio sensiblemente inferior al resto. Sus activos representaban 10 veces su patrimonio en 2007 y pasarán a ser 12 veces en 2009 con una ratio que presenta un comportamiento errático en lugar del crecimiento continuado que se observa en los otros grupos. El grupo formado por el resto de cajas se mantiene en una posición intermedia donde sus activos en 2007 son 15 veces su patrimonio y pasan a ser 17 veces en 2009.

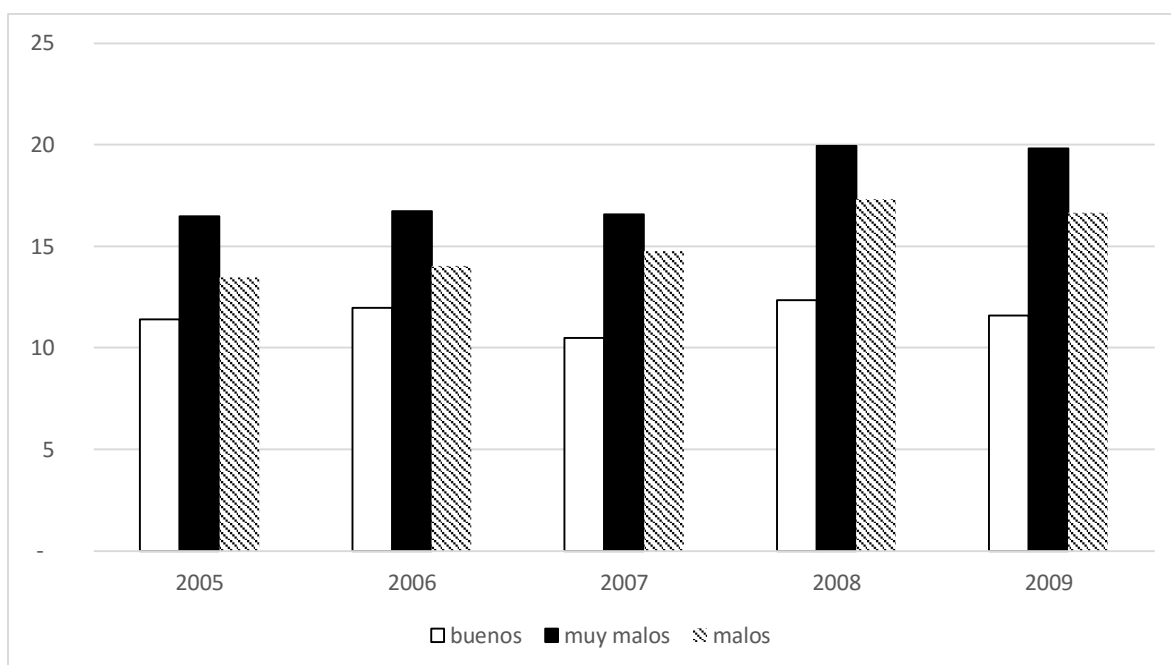
Gráfico 4.15 Evolución de la ratio de apalancamiento
(Activo sobre patrimonio neto)



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

El peor comportamiento del grupo con malos resultado queda, en parte, condicionado por los valores⁸⁰ de CajaSur y CCM durante 2008 y 2009, es por ello que mostramos los valores medios sin estas entidades en el gráfico 4.16. No obstante, a pesar de esta corrección el resultado sigue mostrando valores muy superiores para el grupo de cajas con peores resultados y la tendencia continúa acentuándose según avanza la serie. Excluyendo las mencionadas entidades, el grupo de cajas con peores resultados pasa de un apalancamiento que en 2005 representa 16 veces su patrimonio a multiplicarlo por 20 en 2009.

Gráfico 4.16 Evolución de la ratio de apalancamiento exceptuando Caja Castilla la Mancha y CajaSur del grupo con peores resultados



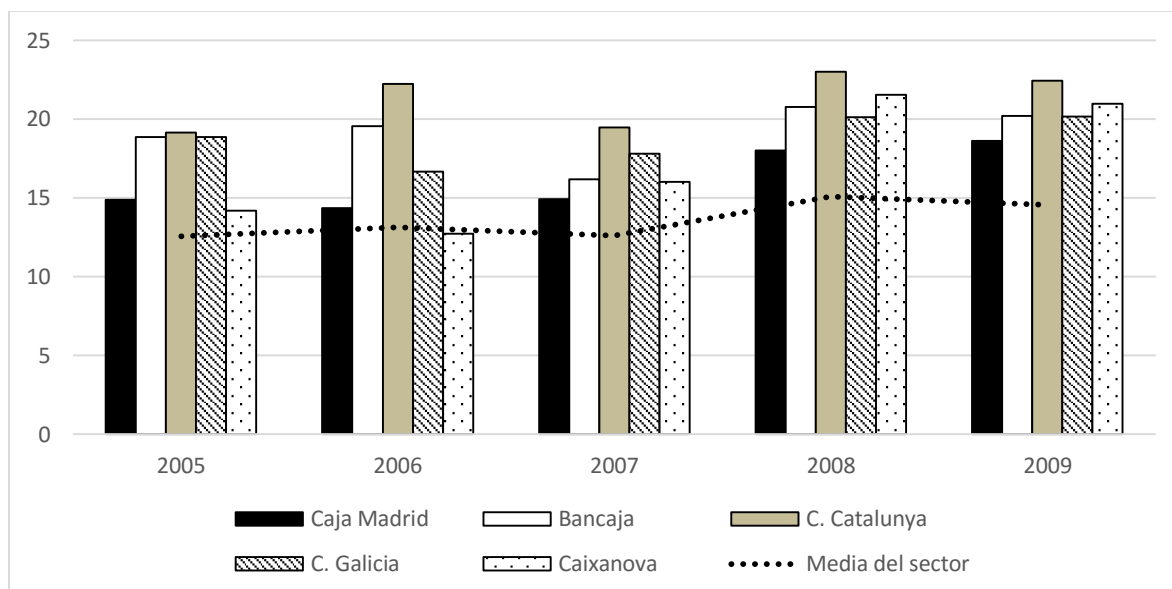
Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si descendemos a nivel de cada entidad, observamos que Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya y Caixanova (gráfico 4.17) registran niveles de apalancamiento superiores a la media del sector durante todo el periodo, donde destaca el comportamiento de Bancaja y Caixa Catalunya como entidades más apalancadas hasta el año 2007. A partir de este año el conjunto de cajas con peores resultados

⁸⁰ En 2008 el activo representa 25 veces el patrimonio neto de CajaSur y 92 veces el de CCM. En 2009 los valores pasan a 92 para CajaSur y -103 para CCM. Este valor negativo de CCM en 2009 se debe a que registró un patrimonio neto negativo de 252.126 miles de euros.

aumenta sus niveles de apalancamiento y se sitúan varios puntos por encima de la media del sector.

Gráfico 4.17 Evolución de la ratio de apalancamiento en Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, Caixa Galicia, Caixanova y media del sector



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

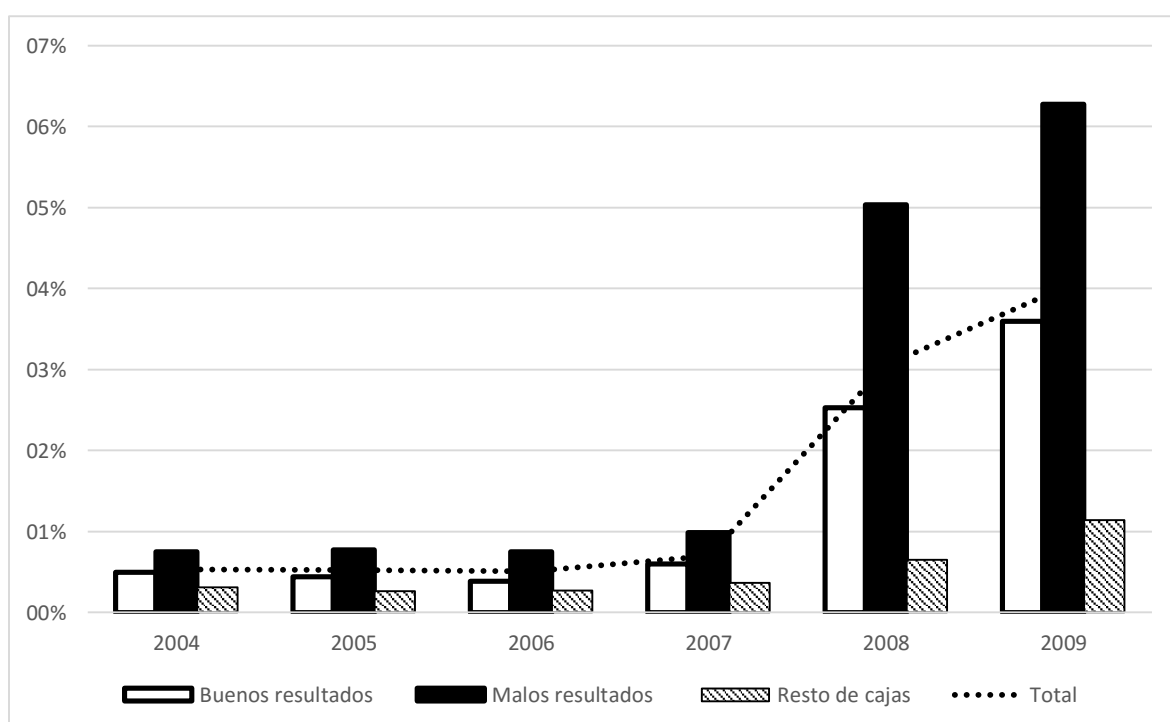
4.2 La intensificación del deterioro en el periodo inmediatamente anterior a las fusiones

Una vez comienza la crisis, al margen del descenso generalizado en la actividad crediticia y en los beneficios de las cajas encontramos comportamientos diferenciados entre grupos de entidades en un escenario donde los balances de las unidades más apalancadas son los que sufrirán mayor deterioro, con lo que, tras la acumulación de riesgos, las estructuras de sus balances se acercan a lo que Minsky describe como el paso de una estructura especulativa a una Ponzi. De este modo, comienza la venta de activos para evitar los resultados negativos y conseguir hacer frente a las obligaciones de pago, al mismo tiempo que numerosas empresas participadas, muy ligadas al sector inmobiliario y de la construcción, comienzan a experimentar problemas. A continuación, analizamos este cambio de resultados en la estructura de los balances de los distintos grupos de cajas analizando la evolución de la morosidad, el peso de las operaciones financieras en los resultados y los resultados de las empresas participadas por las cajas.

4.2.1 La morosidad

Como hemos observado en el capítulo 3 la morosidad se mantuvo en torno a valores del 0% durante toda la época de crecimiento crediticio. Esta característica la comparten todos los grupos de cajas hasta el año 2007 (gráfico 4.18). A pesar de lo precario de la morosidad como indicador adelantado de la crisis, en el inicio esta es posible observar que el grupo compuesto por las cajas con peores resultados registraba niveles significativamente mayores al resto de grupos. Estas cajas pasan de una ratio del 0,99% en 2007 al 5% en 2008 y el 6,3% en 2009 mientras que el grupo que no ha necesitado ayudas pasó del 0,6% en 2007 al 2,5% en 2008 y el 3,6% en 2009. Por último, el grupo compuesto por el resto de cajas fue el que mantuvo menores ratios de morosidad siendo esta del 1,1% en 2009.

Gráfico 4.18 Evolución de la ratio de morosidad



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Si descendemos a nivel entidad, por volumen (tabla 4.2), entre las 12 cajas con mayor morosidad, en los años 2008 y 2009, se encuentran las 8 cajas que componen el grupo con peores resultados. Este indicador hay que tomarlo con precaución debido al tamaño de mercado que representan estas cajas y que, en parte, puede justificar estos malos resultados debido a un mayor número de

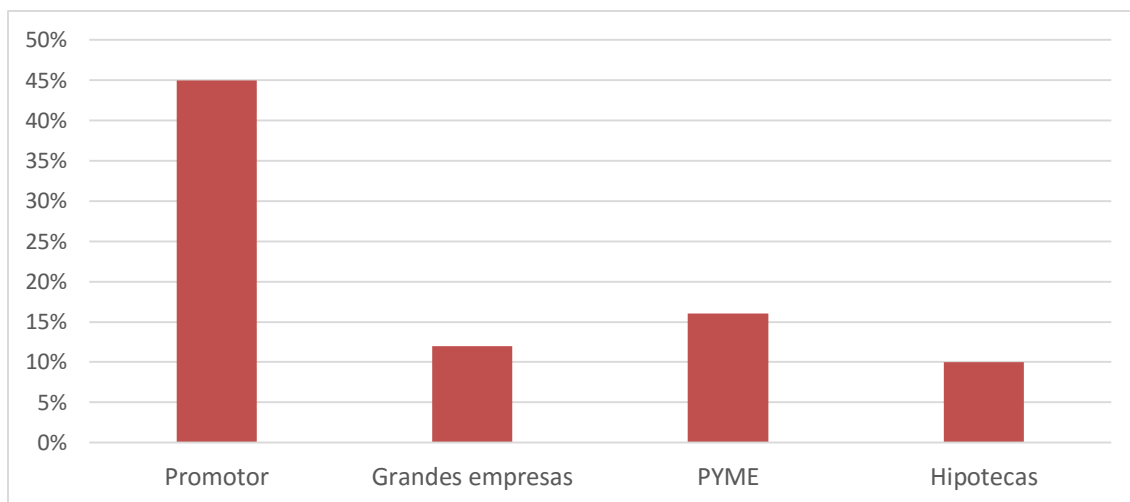
créditos. Sin embargo, no deja de ser una señal de alerta de las entidades donde se estaban concentrando los problemas frente al resto de grupos.

Tabla 4.2 Créditos dudosos dentro del grupo con peores resultados volumen en miles de euros y posición sobre el total del sector años 2008 y 2009			
Posición en volumen de créditos morosos	Entidad	Créditos dudosos 2008 (miles de euros)	Créditos dudosos 2009 (miles de euros)
1	C. Madrid	6.520.469	7.452.836
3	Bancaja	3.659.550	3.948.707
4	CCM	1.851.419	2.952.809
5	CAM	2.377.665	2.686.640
6	C. Catalunya	2.708.847	2.603.079
7	C. Galicia	1.404.906	1.864.643
9	CajaSur	936.845	1.399.328
12	Caixanova	67.4876	1.050.604

Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

A los datos de morosidad durante los primeros años de la crisis hay que añadir el fuerte volumen de refinanciaciones que tuvo lugar en los balances de las entidades de crédito en España. Esta información no es pública a nivel de cada entidad hasta el año 2012, una vez finalizado el proceso de fusiones de las cajas, cuando se dicta la Circular 6/2012 de 28 de septiembre (BdE 2012b) por la que ordena la publicación periódica de este tipo de operaciones en los informes anuales de las entidades de crédito. El BdE en sus informes de estabilidad financiera (BdE 2013a, 2013b) muestra que, en un primer momento, las refinanciaciones representaban el 15,3% del crédito total otorgado al sector privado. Entre este tipo de operaciones destaca el papel de las empresas del sector de la construcción y promoción inmobiliaria que acumulaban el 33% del total de los créditos refinanciados y reestructurados de la economía. En el gráfico 4.19 mostramos el porcentaje de créditos refinanciados y reestructurados para cada sector, donde podemos observar que el sector promotor tenía una ratio de créditos refinanciados del 45%, mientras que para las grandes empresas esta ratio del 12%, del 16% para PYMEs y del 10% para las hipotecas a hogares.

Gráfico 4.19 Peso de los préstamos refinanciados y reestructurados sobre su cartera respectiva (noviembre 2013)



Fuente: Banco de España

La ausencia de la publicación de la información sobre refinanciaciones junto con la de la concentración crediticia, a nivel de entidad, no se da hasta pasados los primeros años de la crisis y una vez concluido el proceso de fusiones. Esto supone un vacío de información relevante a la hora de evaluar la salud financiera de cada entidad y del proceso de fusiones y una deficiencia en la transparencia del sistema financiero.

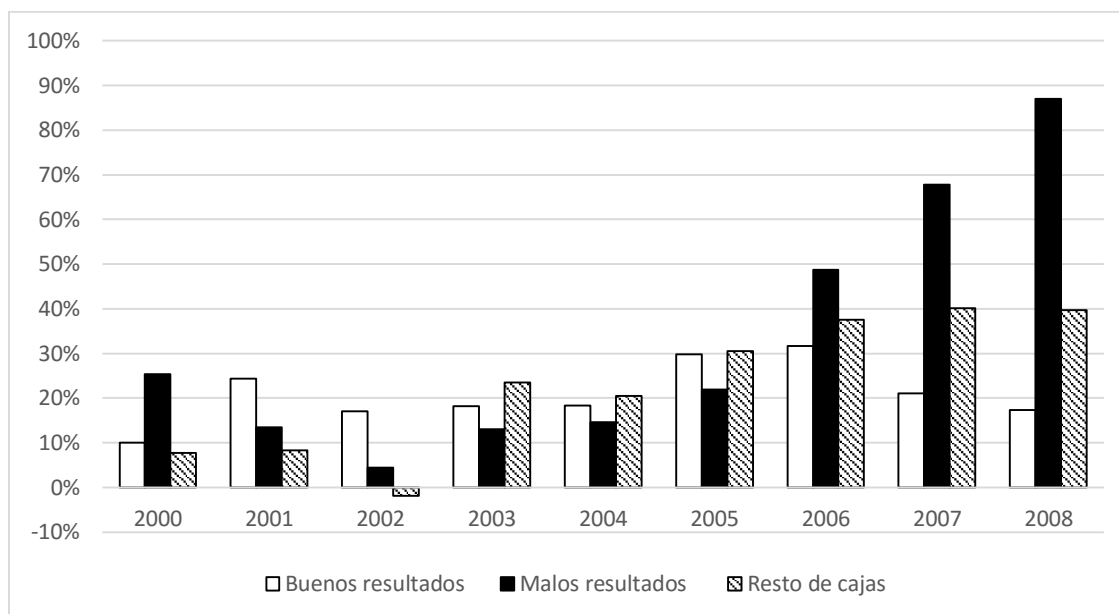
4.2.2 El peso de las operaciones financieras en los resultados

El estudio de las operaciones financieras⁸¹ en la estructura de los beneficios de nos otorga información relevante sobre los distintos comportamientos de cada grupo de cajas en los años de inicio de la crisis. En el gráfico 4.20 observamos que el grupo de cajas con peores resultados sigue una tendencia donde, estas operaciones pesan más a medida que se avanza en la serie y aumentan de manera extraordinaria como vía para salvar el ejercicio durante los últimos años. En 2005 suponen ya un 45% de beneficios, en 2007 el 68% y en 2008 llegan hasta el 87%. Finalmente, en el año 2009 debido a los resultados negativos de gran parte de las

⁸¹ Como operaciones financieras se registran las plusvalías de la cartera de negociación, resultado de la gestión de los activos que la entidad tenga destinado a la negociación especulativa. Se incluye el importe de los ajustes por valoración de los instrumentos financieros, así como los resultados obtenidos en su compraventa, excepto los valores clasificados en la cartera de inversión a vencimiento y las participaciones en entidades del grupo, multigrupo y asociadas.

entidades de este grupo, los beneficios por operaciones financieras supondrán el 3.410% de los beneficios.

Gráfico 4.20 Evolución de la ratio de operaciones financieras sobre beneficios



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Las cajas con mejores resultados no requirieron de estas operaciones para salvar sus ejercicios y sus porcentajes sobre beneficios, se mantienen relajados en unos márgenes que oscilan entre un mínimo del 10% del año 2000 y un máximo del 32% para el año 2006. El porcentaje de beneficios registrados por esta vía incluso desciende durante los primeros años de la crisis. Para el grupo que contiene al resto de cajas, este tipo de operaciones crece a unos niveles intermedios entre el grupo con mejores resultados y el compuesto por las entidades con peores resultados. Debido a que el elevado peso de estas operaciones para el grupo con peores resultados en el año 2009 desvirtúa el gráfico anterior, presentamos los resultados para ese año en la tabla 4.3.

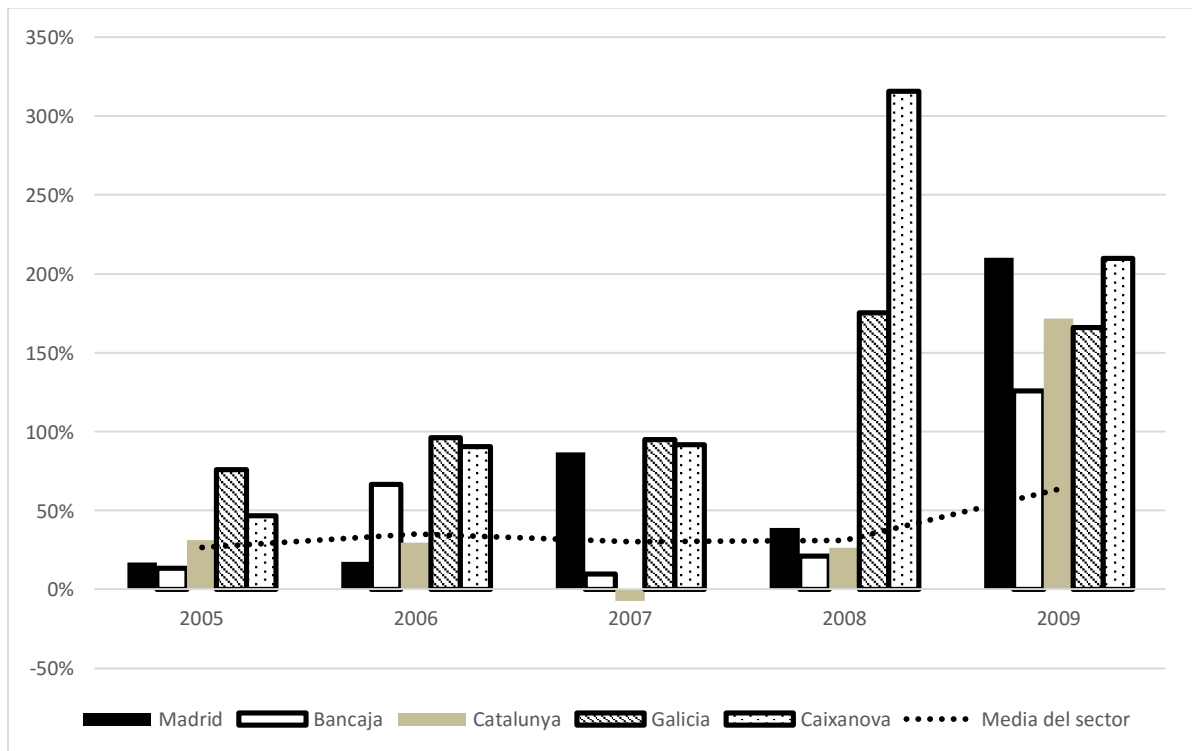
Grupo de cajas con buenos resultados	18%
Grupo de cajas con malos resultados	3.410%
Resto de cajas	95%

Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

Dentro de las principales cajas del grupo con peores resultados se observa la tendencia común de salvar los últimos ejercicios mediante operaciones financieras

(gráfico 4.21). Destacan los casos de las cajas gallegas, para las que desde 2005 el peso de sus operaciones financieras supone un porcentaje cercano al 100% de sus beneficios. Esta situación refleja una realidad, donde un grupo de cajas que en 2008 llegó a contar con una red de 8.094 oficinas, en lugar de registrar beneficios efectuado operaciones de crédito salvan consecutivos ejercicios por operaciones que por su naturaleza difícilmente pueden considerarse como ingresos recurrentes, ya que implica deshacerse de activos apuntándose un beneficio al mismo tiempo que se pierden los derechos de propiedad de los mismos. En el anexo 6 mostramos con detalle las operaciones de venta de activos financieros para el grupo de cajas con peores resultados. Observamos que la venta de activos financieros sirvió para arreglar la cuenta de resultados, en los años inmediatamente anteriores al inicio de la crisis y en todo este grupo de entidades se recurre a esta estrategia que solo se podía mantener a muy corto plazo revelando una estructura de balances significativamente más débil que la de los otros grupos de cajas.

Gráfico 4.21 Evolución de la ratio de beneficios de operaciones financieras sobre los beneficios totales



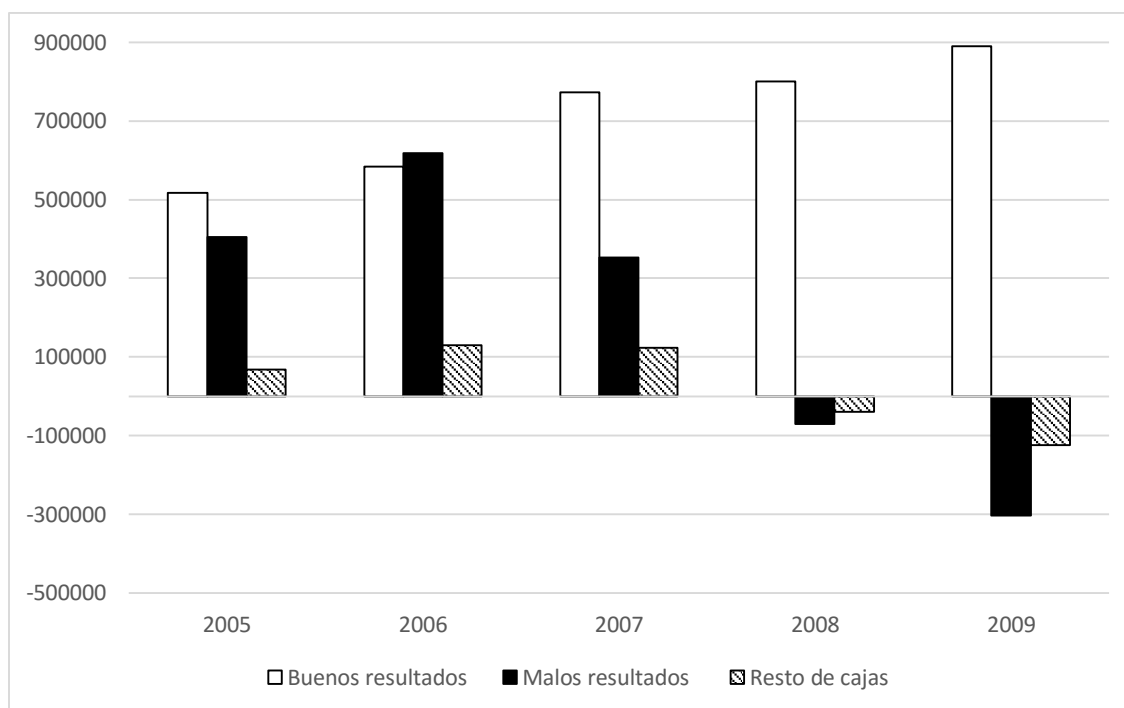
Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

4.2.3 Los resultados de las empresas participadas

Durante la etapa de auge crediticio las cajas pusieron en marcha numerosas empresas participadas. Su importancia en los resultados se debe a que, por un lado, este grupo puede aportar significativos beneficios o pérdidas al grupo y a que, además, es común que exista un vínculo crediticio con la entidad financiera⁸², por lo que los resultados de estas empresas participadas inciden en los resultados consolidados de las cajas por doble vía. Por un lado, directamente al consolidarse los resultados obtenidos y por otro, por la posibilidad de impago de créditos en caso de que se haya optado por financiarlas.

Si observamos la evolución para cada grupo de cajas (gráfico 4.22) vemos que durante 2005 y 2006 tanto el grupo con buenos resultados, como el que ha participado de la mayor parte del rescate, presentaban valores similares, mientras que para el resto de cajas los beneficios eran significativamente menores.

Gráfico 4.22 Evolución de los resultados de las empresas participadas (miles de euros)



Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

⁸² Un ejemplo es Caja Madrid que en 2008 tenía más de 2.000 millones de euros de crédito concedido a empresas participadas.

Este comportamiento comienza a diferir a partir de 2007, cuando los beneficios de las participadas del grupo con mejores resultados continúan creciendo, mientras que las participadas del grupo con peores resultados se reduce en un 43%. A partir de 2008, estos pasarán a ser negativos y la tendencia se agudiza en el último año. En el caso del resto de cajas, los resultados de sus participadas, siguen esta misma tendencia, aunque con un deterioro menos acentuado.

Si descendemos a nivel individual (tabla 4.4), dentro del grupo con peores resultados, durante 2008 tiene lugar un cambio de escenario drástico y 4 de las 8 entidades que componen este grupo registran resultados negativos en la cartera de participadas. Estas entidades son Caixa Catalunya, que lidera las pérdidas con 66 millones de euros, CCM con 27 millones de euros, Bancaja con 19,7 millones de euros y CAM con 5,3 millones de euros. Adicionalmente Caja Madrid, a pesar de presentar resultados positivos, estos sufren una caída del 98% respecto al año 2007. Durante 2009 las pérdidas se multiplican por 3 para este grupo lideradas esta vez por Caja Madrid, Bancaja y CajaSur.

Tabla 4.4 Resultados de las empresas participadas 2008-09 del grupo de cajas con peores resultados (miles de euros)		
Entidad	2008	2009
Caja Madrid	6.073	-143.366
Bancaja	-19.745	-60.899
CajaSur	6.195	-58.236
CCM	-27.170	-23.257
Caixa Catalunya	-66.020	-16.615
CAM	-5.301	-16.366
Caixanova	12.074	-7.179

Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

4.3 El proceso de reestructuración del sistema financiero

El proceso de fusiones, absorciones y reestructuraciones de los balances de las cajas de ahorros comienza en 2010. En un primer momento se opta por el Sistema Institucional de Protección (SIP) como formato. El BdE (2010a) enumera como efectos positivos de los SIP: la mejora de eficiencia, el aumento de la productividad,

la mayor capacidad de generar beneficios y reforzamiento de la solvencia. Estas uniones se conocieron con el nombre de fusiones en frío y permitían el mantenimiento de cierta independencia jurídica y operativa entre las entidades involucradas, así como el de la marca comercial. Con el fin de asegurar su solvencia, quedaba establecido que los miembros de un SIP pusieran en común, mediante un sistema de garantías cruzadas, el 40% de sus recursos propios y hasta el 100% de sus beneficios y se establecía un plazo mínimo de 10 años de permanencia. El BdE autorizaba los acuerdos en base a su valoración de la viabilidad de las nuevas entidades. Como ejemplo, el veredicto emitido en la nota informativa en junio de 2010, mediante la que se informa del beneplácito del BdE (2010b) para aprobar el SIP en el que se integran el grupo de cajas que más tarde formarían Bankia.

“La Comisión Ejecutiva del Banco de España ha aprobado hoy el plan de integración a través de un sistema institucional de protección (SIP) presentado por Caja Madrid, Bancaja, Caixa Laietana, Caja Insular de Canarias, Caja de Ávila, Caja de Segovia y Caja Rioja. A juicio del Banco de España, este proyecto cumple los criterios de solidez y racionalidad económica que se han de exigir a este tipo de operaciones.”

En los casos que fuera necesario, los SIP se apoyarían en las ayudas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) cuyo objetivo inicial era el de facilitar las fusiones de las entidades viables. El plan inicial se basaba en la idea de hacer frente a una crisis suave y este diagnóstico optimista del Gobierno y del BdE se apoyaba en los test de stress de la AEB⁸³ y en las agencias de calificación que, durante en 2009, otorgaban ratings⁸⁴ que estaban lejos de presagiar lo que ocurriría. En base a estos diagnósticos comienza la reestructuración del sistema. En el anexo 7 adjuntamos un esquema del proceso de fusiones.

⁸³ La Autoridad Bancaria Europea (ABE) está compuesta por representantes de alto nivel de las autoridades de supervisión bancaria y los bancos centrales de la Unión Europea y asesora a la Comisión Europea en el ámbito de medidas y proyectos relacionados con actividades crediticias.

⁸⁴ Caja Madrid, cierra 2009 con un grado A1 para sus emisiones a largo plazo. Bancaja con A3, CAM con A3, Caixa Catalunya con BBB+, Caixanova con A3 y Caixa Galicia A3. Todas con calificaciones a largo plazo por encima del grado especulativo.

Para comprender lo dilatado del proceso es necesario detenerse en las valoraciones que se llevaron a cabo de la fortaleza del sistema financiero. El 23 de julio de 2010 el BdE (2010c) publica una nota informativa con el título “*Las pruebas de resistencia de la UE confirman la solidez del sector bancario español.*” En dicha publicación se describe la prueba como un “*ejercicio de máxima transparencia, ya que cubren el total de las cajas de ahorros*” y en ella se estima que, en un escenario macroeconómico adverso, la mayoría de las entidades superarían el nivel objetivo de capital y en el escenario más estresado, cuatro agrupaciones de cajas deberán aumentar sus recursos propios, por un importe total de 1.835 millones de euros Posteriormente en una nota emitida en febrero de 2011 se concluye que:

“las cajas han efectuado un fuerte saneamiento de su cartera de créditos y activos adjudicados, han realizado un notable ejercicio de transparencia sobre sus exposiciones inmobiliarias y su estructura de financiación y han reforzado su capital una parte muy relevante de sus beneficios y las ayudas del FROB en las cuantías necesarias de acuerdo con los planes aprobados por el Banco de España. Junto a ello, han abordado el mayor proceso de concentración en la historia del sistema bancario español, que implicará notables mejoras de eficiencia y de capacidad de acceso a los mercados financieros.”

En julio de 2011 se publican unas nuevas pruebas de resistencia de la ABE donde se concluye que ninguna entidad española necesita requerimientos adicionales de capital. Este estudio invita a que, el mismo mes, el BdE (2011b) haga pública la siguiente nota valorando el proceso de reestructuración del sistema financiero:

“Los resultados son coherentes con los análisis y las acciones adoptadas en el proceso de reestructuración de las entidades de crédito españolas. La recapitalización de las entidades requerida por el RD-l 2/2011 fue el último paso del proceso de reestructuración iniciado hace tres años en España, que ha permitido el saneamiento de los balances, la integración de entidades, el cambio del modelo societario con el traspaso de la actividad de la casi totalidad de cajas a bancos y la mejora de la gobernanza. Las pruebas de

estrés muestran que ninguna entidad española necesita aumentar adicionalmente su capital [...] Estas pruebas de estrés determinan la capacidad de resistencia de las entidades analizadas en escenarios altamente tensionados e improbables y, por este motivo, no deben ser tomadas en ningún caso como previsión de la evolución de la economía o de los resultados y recursos propios de las entidades. Concretamente, el escenario adverso contempla que el PIB español caiga un 1% en 2011 y otro 1,1% en 2012, supuestos muy alejados de cualquier previsión realizada para la economía española. En términos de probabilidad de ocurrencia, el escenario adverso aplicado a España tiene una probabilidad inferior al 0,5 por cien en ambos años [...]se han contemplado para España escenarios más adversos que la media europea en la evolución del precio de los inmuebles, el incremento de la prima de riesgo y la caída de los principales índices bursátiles. Las pruebas de estrés constituyen una herramienta útil de supervisión porque ayudan a evaluar la solvencia de las entidades y muestran con transparencia la exposición a riesgos y la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades."

En la tabla 4.5 mostramos las previsiones de los test de resistencia y las ayudas acumuladas, suministradas por el FROB, en el momento de emisión de cada estudio.

Tabla 4.5 Previsiones de los test de estrés de las necesidades de capital del sistema financiero español (millones de euros)		
Fecha	Test de resistencia. Capital adicional necesario en escenario adverso	Ayudas del FROB hasta la fecha
2010 (julio)	1.835 (ABE)	10.437
2011 (julio)	0 (ABE)	11.414
2011 (diciembre)	26.170 (ABE)	18.949
2012 (septiembre)	53.745 (informe Wyman)	25.365
Ayudas totales en capital (BdE 2015)	61.495	
Valor de activos transferidos a la SAREB	50.781	

Fuente: Banco de España

Las dificultades para llevar a cabo una valoración acertada de la crisis vienen, en gran medida, por un escenario de incertidumbre donde se infravaloraron los efectos negativos de las políticas de austeridad en el desempleo y el crecimiento

del producto interior bruto. La retroalimentación negativa que generaron las políticas de contracción de la demanda, llevaron a un descenso de inversiones, del crédito, del empleo y de sectores solventes lo que agravó la situación de muchas entidades y resultó muy negativo para la política de fusiones. Al margen de las ayudas den capital, se crea una sociedad para transferir los activos deteriorados de una serie de entidades, la SAREB que nace en agosto 2012 para limpiar los balances de las entidades con problemas, y adquiere activos por valor de otros 50.781 millones de euros. De estos, el 77% de la cartera corresponde a préstamos a promotores de los que 10.000 millones son activos sin ningún tipo de garantía y el 23% restante corresponde a activos inmobiliarios. La adquisición de activos se hizo en dos fases. La mayor parte, 36.695 millones, fue trasferida el 31 de diciembre de 2012, procedente de las cuatro entidades nacionalizadas: Bankia, Catalunya Banc, Banco de Valencia y NCG Banco. En febrero de 2013, se produjo el segundo traspaso, 14.086 millones de euros procedentes de otras cuatro fusiones de cajas con apoyo financiero del Estado (Liberbank, BMN, Caja3 y Banco CEISS). El grupo de entidades con problemas está formado por un grupo limitado de antiguas cajas (y un banco propiedad de una caja) que, al margen de las ayudas públicas en capital, requieren de un saneamiento adicional en sus balances.

En 2011, mediante el Real Decreto-ley 2/2011, para el reforzamiento del sistema financiero, se obligó a que las entidades que sigan bajo la forma de caja pasen a tener el 10% de sus activos ponderados por riesgo en capital de nivel 1, mientras que a la banca se le mantiene la ratio del 8%. Esta exigencia de capital extra, a la que las cajas solo podían hacer frente aumentando sus beneficios, en un escenario muy adverso, sirve como medida de presión y subterfugio por la que la mayoría de cajas⁸⁵ terminan por convertirse en bancos y en verano de 2011 comienza la salida a bolsa de grandes entidades como Bankia o CaixaBank. Poveda (2011) recoge lo apresurado de esta norma que al margen de requerir mayores ratios de capital que la normativa europea y penalizar a las cajas frente a los bancos, debía cumplirse a las 2 semanas de su publicación, una auténtica vorágine si se compara con los plazos de adaptación propuestos por la normativa europea que finalizan en 2019. El propio BdE (2011) apuntaba a la imposibilidad de captar capital junto con una

⁸⁵ Únicamente las cajas Ontinyent y Pollença, dos pequeñas cajas, mantienen su forma original.

estructura jurídica compleja y debilidades de gobernanza como principales dificultades estructurales de las cajas. A pesar de estas advertencias, sobre los problemas en los gobiernos de las cajas, la política de fusiones se orientó, en gran medida, bajo criterios que parecen responder al deseo de agrupar a cajas del mismo color político. En la tabla 4.6 mostramos a 7 de las principales nuevas entidades que agrupan a 27 antiguas cajas junto con el partido que gobernaba la Comunidad en el momento de la fusión donde se observa que las fusiones entre cajas procedentes de CCAA gobernadas bajo el mismo color político es una constante.

Tabla 4.6 Fusiones y partido en el gobierno de la Comunidad Autónoma		
Nueva entidad	Cajas fusionadas	Partido/s en el gobierno de la CCAA
Bankia	C. Madrid	Partido Popular
	Bancaja	Partido Popular
	C. Insular	Partido Popular-Coalición Canaria
	C. Lletana	CiU
	C. Ávila	Partido Popular
	C. Segovia	Partido Popular
	C. La Rioja	Partido Popular
Catalunyacaixa	C. Catalunya	CiU
	C. Tarragona	CiU
	C. Manresa	CiU
Novacaixagalicia	C. Galicia	Partido Popular
	Caixanova	Partido Popular
Liberbank	CCM	Partido Popular
	C. Asturias	Partido Popular
	C. Extremadura	Partido Popular
	C. Cantabria	Partido Popular
Ibercaja 3	CIA	Partido Popular
	CCOB	Partido Popular
	C. Badajoz	Partido Popular
	Ibercaja	Partido Popular
Mare Nostrum	C. Murcia	Partido Popular
	C. Penedés	CiU
	C. Granada	Partido Popular
	Sa Nostra	Partido Popular
Unnim	C. Sabadell	CiU
	C. Terrassa	CiU
	C. Manlleu	CiU
Kutxabank	BBK	PSE
	CajaSur	PSOE
	Vital Kutxa	PSE
	La Kutxa	PSE

Fuente: Elaboración propia

4.4 La concentración del rescate financiero

A pesar de que 43 de las 45 cajas de ahorros, tras el periodo de fusiones, han terminado por convertirse en bancos y que la mayor parte han recibido distintos importes de ayudas provenientes de fondos públicos, resulta posible observar una fuerte concentración en las ayudas financieras. Debido a que la mayor parte de las ayudas se otorgan una vez realizadas las fusiones existe la dificultad de atribuir un porcentaje exacto en los casos de Bankia (compuesta por 7 cajas de ahorros) y Caixa Catalunya (formada por la fusión de 3 cajas). Por este motivo planteamos dos escenarios alternativos. En el primero, debido al gran volumen sobre el total del activo que suponen Caja Madrid y Bancaja en la fusión de Bankia, aportando un 89% de los activos, consideramos las ayudas a Bankia como destinadas íntegramente a estas dos entidades. Empleamos el mismo procedimiento para la fusión de Catalunya Banc ya que Caixa Catalunya suponía el 79% del total de los activos de esta fusión. En el escenario alternativo ponderamos el total de ayudas recibidas por estas entidades por el activo que aportaban cada una de las cajas en la fusión. Mostramos los resultados en la tabla 4.7 donde bajo el primer criterio observamos que el 79,3% de las ayudas en forma de capital a las entidades financieras y el 67,1% de los activos transferidos a la SAREB se concentran en 6 cajas de ahorros.

Tabla 4.7 Concentración de las ayudas en forma de capital y activos transferidos a la SAREB						
Entidad	Ayudas en capital (millones de euros)	% ayudas en capital	% ayudas en capital (corregido)	Activos transferidos a la SAREB (millones de euros)	% activos transferidos SAREB	% activos transferidos SAREB (corregido)
C. Madrid y Bancaja	22.424	36,5%	32,5%	22.153	43,9%	39,1%
C. Catalunya	12.052	19,6%	15,5%	6.617	13,1%	10,4%
C. Galicia y Caixanova	9.052	14,7%	14,7%	5.064	10,0%	10,0%
CAM	5.249	8,5%	8,5%	0	0%	0%
Total	48.777	79,3%	71,3%	33.834	67,1%	59,5%

Fuente: Banco de España y SAREB

Utilizando un reparto en proporción al activo aportado a las fusiones, los resultados no varían en exceso y estas cajas pasan de concentrar el 79,3% de las ayudas en forma de capital al 71,3% y del 67,1% de los activos transferidos a la SAREB al 59,5%. Dentro de la categoría de ayudas en forma de capital Caja Madrid y Bancaja suponen el 36,5% (32,5% corregido por activo aportado a Bankia) de las ayudas, a continuación, Caixa Catalunya con el 19,6% (15,5% corregido por el activo aportado a Catalunya Banc); seguida de la fusión de Caixa Galicia y Caixanova que concentra el 14,7% de las ayudas en forma de capital y por último la Caja de Ahorros del Mediterráneo con el 8,5% de las ayudas en forma de capital. En volumen de activos transferidos a la SAREB destaca muy por encima del resto Caja Madrid y Bancaja con el 43,9% de los activos transferidos (39,1% por el método corregido). De esta forma llevamos a cabo una observación aproximada e indirecta del destino de las ayudas que deja como conclusión factible que, a pesar del gran número de cajas que han recibido ayudas, existe una gran concentración del volumen de estas y se reparten principalmente entre 6 entidades.

4.5 La modelización del proceso de fusiones

En base a las series históricas de los distintos grupos de cajas analizadas en los puntos 4.1 y 4.2 de este capítulo proponemos la modelización econométrica del proceso de fusiones, mediante sendos modelos, logit y probit, con la información de los balances de los años 2008 y 2009. Primeros años que recogen los efectos de la crisis económica y últimos años en que todavía existían 45 cajas de ahorros. Para comprobar la robustez de los datos, en primer lugar, llevamos a cabo el análisis sobre las 45 cajas y posteriormente añadimos a la muestra los principales bancos comerciales que operaban en España. Este ejercicio nos permite incluir nuevas observaciones y testear el modelo con una mayor muestra de entidades del sistema financiero español.

En la modelización distinguimos dos grupos de entidades. Por un lado, aquellas que no han sido absorbidas ni necesitado ayudas⁸⁶, o estas han sido devueltas en un 100% en el proceso de reestructuración y, por otro, aquellas que han recibido

⁸⁶ Para determinar estas cajas seguimos el documento del BdE (2015).

ayudas financieras o que han sido absorbidas por otras debido a su inviabilidad. El proceso de fusiones es complejo y las ayudas se dan, en su mayor parte, tras la fusión de las cajas por lo que hemos decidido llevar a cabo la clasificación en base al siguiente criterio: si un grupo de entidades necesita ayudas tras su fusión y no han sido reembolsadas se clasifica a todas las entidades de ese grupo con un 1, lo que quiere decir que han recibido ayudas. Como ejemplo la fusión mediante la que se forma CatalunyaCaixa que está compuesta por la unión, en julio de 2010, de Caixa Catalunya, Caixa Tarragona y Caixa Manresa. Tras su fusión ha recibido ayudas públicas en forma de capital por valor de 12.052 millones de euros por lo que, en nuestro modelo, otorgamos a las 3 cajas el valor 1 que indica que han recibido ayudas. Por otro lado, la fusión entre las 3 cajas vascas (BBK, Vital Kutxa y la Kutxa) se llevó a cabo sin ayudas, por lo que, en nuestro modelo, otorgamos el valor 0 a las 3 cajas. Existe una última posibilidad y es que la entidad financiera haya sido absorbida y que dicha absorción no haya requerido de ayudas. En dichos casos optamos por clasificar a la entidad que lleva a cabo la absorción con 0, esto es dentro del grupo exitoso. Mientras que a la entidad que es absorbida se le clasifica con 1 debido a su inviabilidad. Como ejemplo, en 2012 se completa la absorción del Banco Pastor por el Banco Popular. Por lo que en nuestro modelo al Banco Popular se le asigna un 0, mientras que, al Banco Pastor, al ser la entidad absorbida, le otorgamos el valor 1. En el anexo 8 adjuntamos la clasificación de las entidades con el valor 0 para las que no han recibido ayudas ni han sido absorbidas y 1 para aquellas que han necesitado de ayudas o han sido absorbidas.

4.5.1 La metodología de los modelos de elección binaria

Los modelos probit y probit se desarrollan a comienzos de siglo XX. El surgimiento del primero, se le atribuye a Bliss (1934) en el campo de la toxicología. Mientras que el desarrollo de los modelos logit es posterior y su desarrollo se le atribuye a Berkson (1944) y posteriormente Goldberger (1964). El uso de esta metodología se extiende hasta llegar a las Ciencias Sociales⁸⁷ con su sucesiva aplicación en los campos de la sociología, la psicología y la economía. El planteamiento general de

⁸⁷ Para una historia detallada del desarrollo de estos modelos es posible consultar Cramer (2003) o Martínez (2008).

estos modelos surge por los problemas de estimación de los modelos probabilísticos lineales para la estimación de variables dicotómicas entre las que nos encontramos estimaciones fuera del intervalo 0-1, junto con estimadores que no cumplen el requisito de eficiencia y errores heterocedásticos (Gujarati 2010). En el desarrollo de la metodología de modelos con variable dependiente binaria partimos de una variable endógena que toma los valores 0 y 1, correspondientes a que un determinado evento ocurra o no. Para evitar que la variable estimada pueda encontrarse fuera del rango (0, 1) las alternativas disponibles son el uso de modelos no lineales, donde la función de especificación garantice un resultado comprendido entre estos valores. Para ello se emplea la función logística en los modelos logit y la función de distribución de una normal en los probit.

Las primeras aplicaciones de estos modelos en el campo de las finanzas se dieron con la creación de modelos utilizados como método de decisión en la gestión del riesgo de crédito. En este contexto los modelos logit y probit tomaron la denominación de modelos de credit-scoring. Dentro de los numerosos estudios publicados empleando esta metodología destaca la contribución pionera de Beaver (1967) que estima la probabilidad de incumplimiento de empresas, a partir de la información contenida en sus estados financieros mediante el análisis univariante⁸⁸, posteriormente Altman (1968) continuó esta línea de aplicando el análisis discriminante⁸⁹. Posteriormente estas técnicas de análisis se han popularizado y existe un gran número de trabajos⁹⁰ que tratan de cuantificar la distancia a la que se encuentran los agentes del evento de default en base a distintas variables.

⁸⁸ Beaver trabajó sobre 30 ratios, encontrando que la mejor predicción se conseguía con flujo de caja sobre deuda total con un error de sólo el 13% el año previo al default.

⁸⁹ Sobre una muestra de 66 empresas encuentra que las 5 ratios que mejor clasifican a las empresas son: capital circulante sobre activos totales, beneficios retenidos sobre activos totales, beneficios antes de impuestos sobre activos totales, patrimonio sobre deuda y las ventas totales sobre activos totales.

⁹⁰ Puede consultarse: Deakin (1972), Blum (1974), Altman y Lorriss (1976), Ohlson (1980) y Zmijewski (1984) en la aplicación del análisis logit y probit en la predicción del fracaso empresarial. Altman y Saunders (1998), Thomas, Edelman y Crook, (2002) y Gurný y Gurný (2013) como ejemplos de modelos de tipo logit y probit aplicados a la industria financiera.

Para su especificación suponemos que existe una variable subyacente denominada variable de respuesta

$$y^* = \beta'x_i + u_i$$

Pero en la práctica la variable y^* no es observable. Lo que observamos es una variable dummy y_i que puede tomar los valores 0 y 1 que verifica.

$$y_i = 1 \text{ si } P_i > 0$$

$$y_i = 0 \text{ si } P_i < 0$$

La y_i se denomina variable latente. Se consideran las unidades de tal modo que cuando la variable es positiva observamos que la *dummy* toma el valor 1 y cuando la variable latente es negativa observamos que la *dummy* toma el valor 0.

Para calcular las probabilidades correspondientes a los sucesos $y_i=1$ e $y_i=0$ condicionales al vector de datos x_i , suponiendo que la función de distribución de la perturbación u_i resolvemos:

$$\begin{aligned} \text{Prob}(y_i = 1|x_i) &= \text{Prob}(y_i^* > 0|x_i) = \text{Prob}(\beta'x_i + u_i > 0) = \text{Prob}(u_i > -\beta'x_i) = \\ &= \text{Prob}(u_i \leq \beta'x_i) = F(\beta'x_i) \end{aligned}$$

Por lo que:

$$\text{Prob}(y_i = 1) = F(\beta'x_i)$$

$$\text{Prob}(y_i = 0) = 1 - F(\beta'x_i)$$

Si tenemos n_i observaciones realizaciones para $y_i = 0$ y n_j observaciones para $y_i = 1$ las realizaciones de y_i son valores de una distribución binomial. Suponiendo realizaciones independientes la función de verosimilitud es:

$$L = \prod_{y_i=0} F(\beta'x_i) \prod_{y_i=1} (1 - F(\beta'x_i))$$

Para llevar a cabo la estimación, en el caso de los modelos logit, empleamos la transformación logarítmica:

$$P_i = \frac{\exp(\alpha + \beta' x_i)}{1 + \exp(\alpha + \beta' x_i)} = \frac{1}{1 + \exp(-\alpha - \beta' x_i)}$$

Mientras que en el modelo probit utilizamos la función de distribución acumulada de la distribución normal:

$$P_i = \int_{-\infty}^{\alpha + \beta' x_i} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{1}{2} t^2\right) dt$$

Debido a las características no lineales de estos modelos es necesario utilizar el método de máxima verosimilitud para la estimación de los parámetros.

4.5.2 Variables de nuestro modelo

La elección de las variables de nuestro modelo nace del análisis gráfico de los apartados anteriores. Encontramos un escenario similar al descrito por Minsky donde existen un grupo de balances que presenta mayor fragilidad debido a su mayor apalancamiento y crecientes dificultades para mantener sus flujos de caja por los signos de debilidad que presentaban sus beneficios. Con este ejercicio establecemos una clasificación donde la econometría nos ayuda como herramienta complementaria para la comparación del comportamiento de 45 entidades. No obstante, consideramos que ni esta modelización, ni otras alternativas pueden explicar por sí mismas la crisis de las cajas, sino que la utilizamos para reforzar nuestra explicación expuesta en los anteriores puntos. Nuestra modelización para los años 2008-2009 consta de las siguientes variables:

$\frac{OF}{B}$ = La ratio de las operaciones financieras sobre los beneficios consolidados. Con esta ratio pretendemos captar la diferencia del peso de las operaciones financieras sobre los beneficios entre los distintos grupos de entidades. Como hemos observado en el apartado 4.2.2 (gráfico 4.19), durante los primeros años de la crisis el comportamiento fue muy dispar para cada grupo de cajas debido a que las entidades con dificultades tendían a salvar sus resultados con este tipo de operaciones. Resulta lógico intuir que las entidades donde esta ratio cobre mayor peso sean las que experimenten mayores problemas, por lo que esperamos que el

modelo devuelva un coeficiente con signo positivo que aumentaría la probabilidad a estar en dificultades.

$\frac{Participadas_{(B)}}{Participadas_{(A)}}$ = La rentabilidad de las empresas participadas, expresada como beneficio de las empresas participadas sobre el peso en el activo de las participadas. Con esta ratio pretendemos captar la divergencia de comportamientos de las empresas participadas por las cajas que consideramos un elemento clave una vez se inicia la crisis como ha quedado recogido en el gráfico 4.22. Esperamos que el modelo nos devuelva un coeficiente con signo negativo, ya que un aumento de la rentabilidad de estas empresas debería reducir la probabilidad de encontrarnos ante una entidad con dificultades.

$\frac{PN}{A}$ = La ratio de apalancamiento medido como patrimonio neto sobre activo. Incluimos esta ratio para captar la diferencia entre las entidades que estaban más apalancadas de aquellas que mantenían menores ratios de apalancamiento, Minsky teoriza que las entidades con estructuras de balance más apalancadas tendrán mayor propensión a pasar de un esquema especulativo a uno Ponzi. Esta idea concuerda con la evolución del apalancamiento visto en el apartado 4.1.2 (gráfico 4.14), donde el grupo de entidades con peores resultados mostraban porcentajes mayores de apalancamiento. El patrimonio neto es una variable relevante porque incluye tanto los fondos propios como las reservas y queda formado por todos los activos de la empresa una vez deducidos todos sus pasivos exigibles. Esperamos que esta ratio nos devuelva un signo negativo, lo que significa, que mayor patrimonio sobre el activo disminuye la probabilidad encontrarnos ante una entidad fallida.

El modelo queda especificado como sigue:

$$Fallido_{s/n} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \frac{OF}{B} + \hat{\beta}_2 \frac{Participadas_{(B)}}{Participadas_{(A)}} + \hat{\beta}_3 \frac{PN}{A} + u_i$$

4.5.3 Los resultados

Adjuntamos los resultados⁹¹ de las 8 regresiones en el anexo 9. Observamos que estos son consistentes tanto en la muestra donde empleamos únicamente a las cajas de ahorros como en la muestra ampliada, donde también incluimos los bancos comerciales. Los estimadores son significativos al 0,05% y 0,10%, a excepción de los beneficios financieros sobre beneficios que en el modelo de 2008 que sólo incluye las cajas supera el test al 0,12% (modelo probit) y 0,11% (modelo logit). En la tabla 4.8 recogemos los signos de los estimadores que son los esperados. De este modo, un aumento del incremento de la proporción de beneficios por operaciones financieras sobre los beneficios aumenta la probabilidad de obtener malos resultados. Por el contrario, un incremento de la rentabilidad de las empresas participadas disminuye el efecto en P. Y, por último, una mayor proporción de patrimonio sobre activo disminuye la probabilidad de encontrarnos ante una entidad con malos resultados.

Tabla 4.8 Signo y efecto de los estimadores			
Estimador	Signo	Variable	Efecto en P
$\hat{\beta}_1$	+	$\frac{OF}{B}$	Aumenta
$\hat{\beta}_2$	+	$\frac{Participadas_{(B)}}{Participadas_{(A)}}$	Disminuye
$\hat{\beta}_3$	-	$\frac{PN}{A}$	Disminuye

Fuente: Elaboración propia

$$Fallido_{s/n} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \frac{OF}{B} + \hat{\beta}_2 \frac{Participadas_{(B)}}{Participadas_{(A)}} + \hat{\beta}_3 \frac{PN}{A} + u_i$$

A continuación, presentamos un ejemplo del resultado obtenido con la metodología logit y otro con la metodología probit, así como el resumen de los resultados.

Como hemos dicho, la estimación bajo la metodología logit viene definida como:

⁹¹ Para el cálculo de los resultados hemos empleado el software econométrico *Eviews 8.0*.

$$P_i = \frac{\exp(\alpha + \beta' x_i)}{1 + \exp(\alpha + \beta' x_i)} = \frac{1}{1 + \exp(-\alpha - \beta' x_i)}$$

Lo que en nuestro modelo queda definido como:

$$\hat{Y} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha) - (\hat{\beta}_1 * \frac{OF}{B}) - (\hat{\beta}_2 * \frac{Participadas(B)}{Participadas(A)}) - (\hat{\beta}_3 * \frac{PN}{A})}}$$

Como ejemplo utilizamos los resultados obtenidos para Caja Madrid, en el modelo logit para el año 2009 donde la muestra sólo corresponde a las cajas y aplicamos nuestros estimadores a la fórmula para obtener el siguiente resultado:

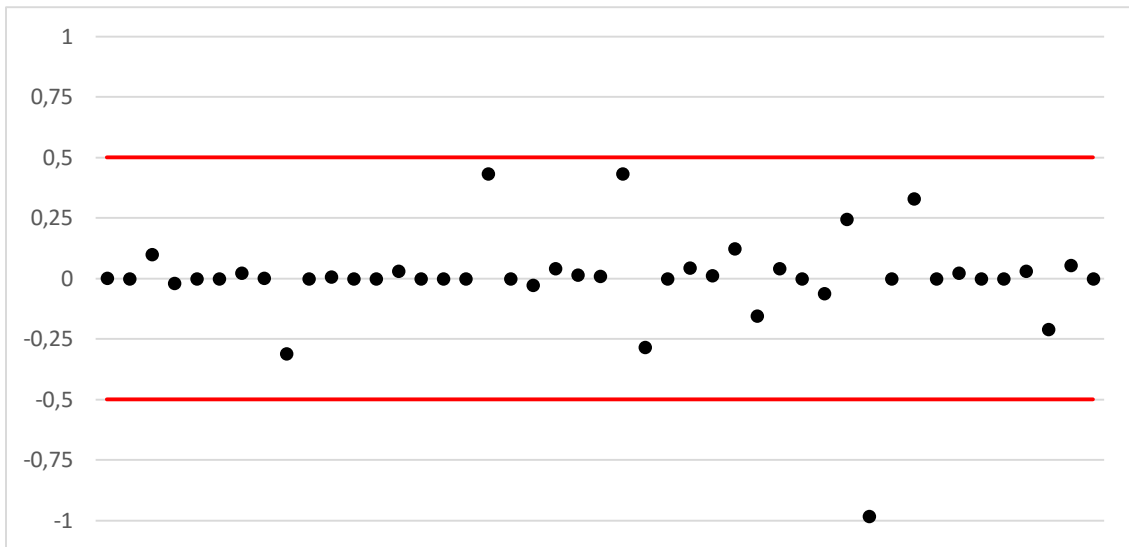
$$\hat{Y}_{CajaMadrid} = \frac{1}{1 + e^{-(11,696) - (2,126 * 2,103) - (-15,443 * -0,052) - (-186,646 * 0,0537)}} = 0,999$$

El valor de nuestro error viene definido por la distancia entre la estimación proporcionada por nuestro modelo y la clasificación inicial. En el caso de Caja Madrid, al haber participado en una fusión con ayudas tiene otorgado el valor 1, mientras que el valor de nuestra estimación ha sido de 0,999. Por lo que:

$$\hat{u}_{CajaMadrid} = Y_{CajaMadrid} - \hat{Y}_{CajaMadrid} = 1 - 0,999 = 0,001$$

El criterio de clasificación convencional es que por debajo de un error de $\pm 0,5$ el modelo clasifica bien el comportamiento de la entidad. Para el ejemplo anterior encontramos que el modelo devuelve un error de 0,001 por lo que lo clasificamos como un acierto. Para ilustrar de forma gráfica estos comportamientos presentamos el gráfico 4.23 con los residuos de cada entidad e incluimos 2 bandas en los niveles $\pm 0,5$ donde quedan situadas las entidades que el modelo no predice de forma correcta. La lectura de los residuos del modelo sigue la siguiente lógica, donde cada punto del gráfico representa el error de cada caja. El ajuste será mejor para cada entidad cuanto más cerca de 0 se encuentre su residuo. En este caso nuestro modelo únicamente clasifica una entidad de forma incorrecta.

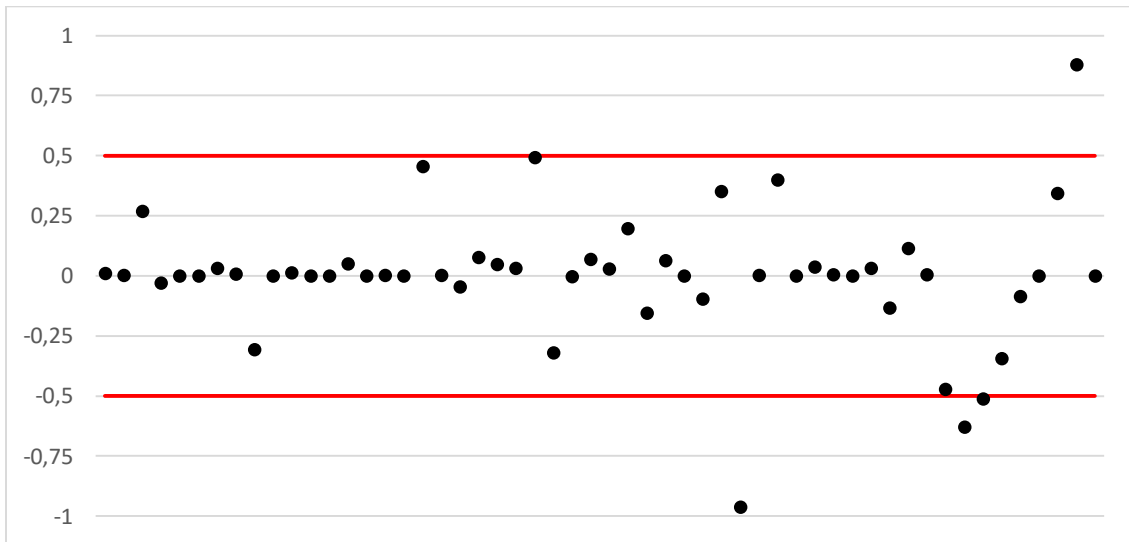
Gráfico 4.23 Residuos del modelo logit año 2009 (muestra sólo cajas)



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 4.24, presentamos los resultados para el modelo ampliado añadiendo los bancos a la muestra. Podemos observar que los errores pasan de 1 a 4 y los aciertos de 44 a 50.

Gráfico 4.24 Residuos del modelo logit año 2009 (muestra cajas y bancos)



Fuente: Elaboración propia

En el caso de la metodología probit para la misma muestra, observamos que los resultados son muy similares. Para resolver el modelo:

$$P_i = \int_{-\infty}^{\alpha + \beta' x_i} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{1}{2} t^2\right) dt$$

En esta ocasión utilizaremos el ejercicio 2008 con los datos correspondientes a la BBK como ejemplo:

$$\alpha + \beta' x_{BBK} = 4,2967 - 2,175 * x_{1BBK} - 7,526 * x_{2BBK} - 61,573 * x_{3BBK}$$

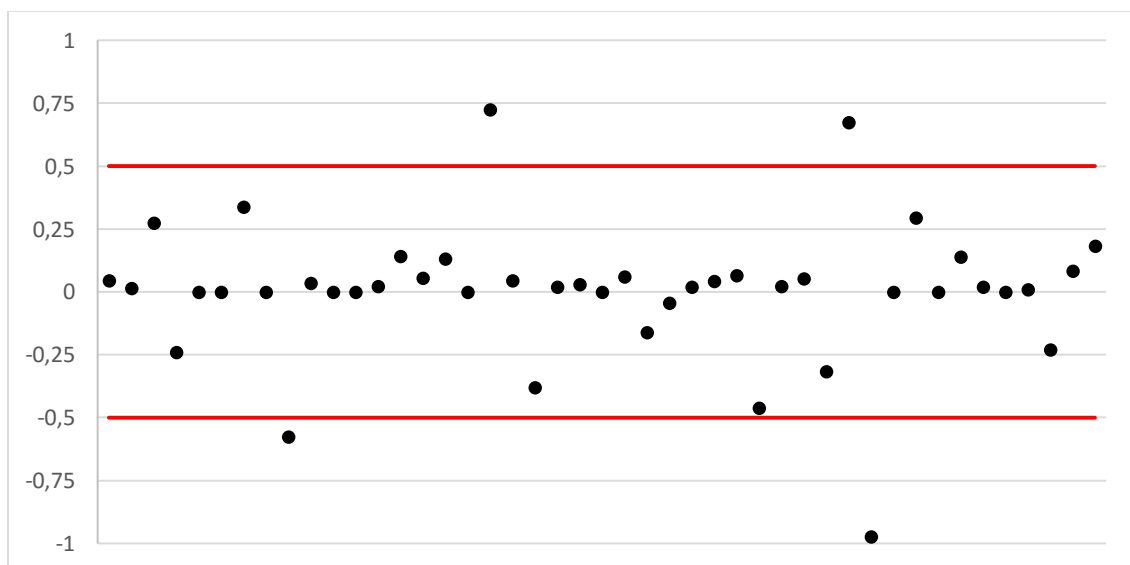
$$P_{iBBK} = \Phi(4,2967 + 2,175*0,244 - 7,526*0,142 - 61,573*0,132) = 6,33E-06$$

De nuevo el valor de nuestro error viene definido por la distancia entre la estimación proporcionada por nuestro modelo y la clasificación inicial. En este caso a la BBK le corresponde el valor 0, al no haber recibido ayudas, y nuestra estimación otorga un valor muy cercano de 6,33E-06. Por lo que:

$$\hat{u}_{BBK} = Y_{BBK} - \hat{Y}_{BBK} = 0 - 6,33E-06 = -6,33E-06$$

El error queda por debajo de las bandas de $\pm 0,5$ por lo que, para este caso, el modelo de nuevo clasifica correctamente el comportamiento de la entidad. A continuación, presentamos el gráfico 4.25 con los residuos para la muestra compuesta únicamente por las cajas de ahorros, donde observamos que 4 observaciones salen de las bandas de $\pm 0,5$.

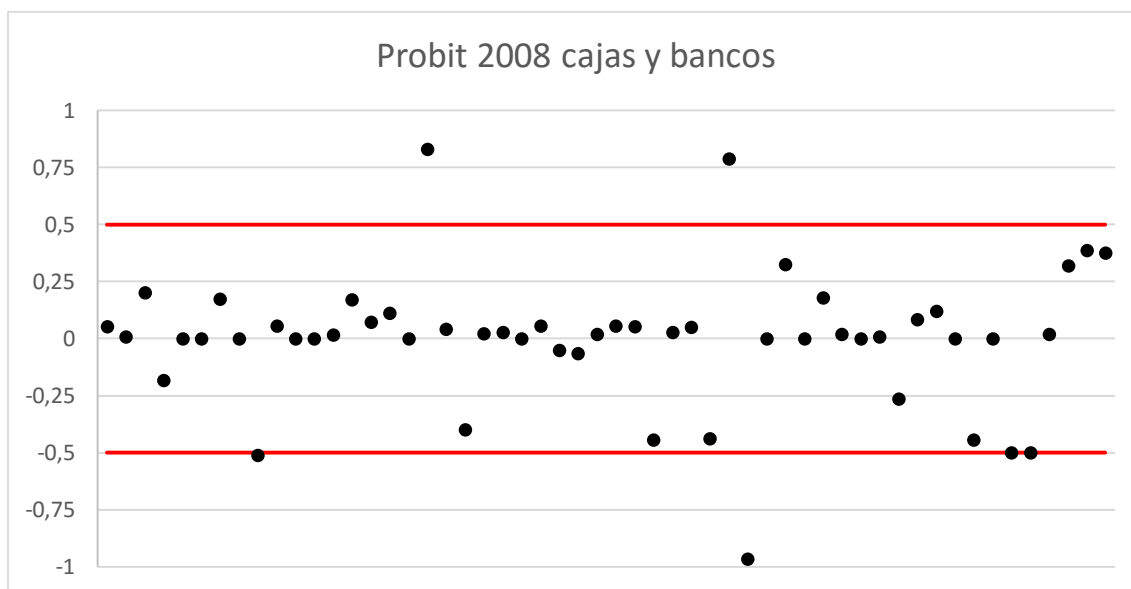
Gráfico 4.25 Residuos del modelo probit 2008 (muestra sólo cajas)



Fuente: Elaboración propia

El gráfico 4.26 presenta el resultado para la muestra ampliada con los bancos donde los residuos del modelo devuelven 5 errores.

Gráfico 4.26 Residuos del modelo probit (cajas y bancos)



Fuente: Elaboración propia

En el anexo 10 presentamos el resto de gráficos de los residuos estimados para 2008 y 2009. A modo de resumen, en la tabla 4.9 mostramos, el porcentaje de aciertos para cada muestra y metodología. Como era de esperar con ambas metodologías se obtienen resultados similares con un alto porcentaje de entidades correctamente clasificadas que aumenta en el tiempo por el deterioro que produce la crisis en los balances.

Tabla 4.9 Resumen del porcentaje de aciertos con los diferentes métodos			
Muestra	Año	Metodología	Porcentaje de aciertos
Solo cajas	2008	logit	91%
Cajas y bancos	2008	logit	91%
Solo cajas	2008	Probit	91%
Cajas y bancos	2008	Probit	91%
Solo cajas	2009	logit	98%
Cajas y bancos	2009	logit	93%
Solo cajas	2009	Probit	98%
Cajas y bancos	2009	Probit	93%

Fuente: Elaboración propia

Si nos centramos en la muestra de las cajas con peores resultados (Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, CCM, CAM, CajaSur, Caixa Galicia y Caixanova) observamos que el modelo capta satisfactoriamente su deterioro devolviendo errores muy cercanos a 0 para todos los casos (tabla 4.10).

Tabla 4.10 Residuos del grupo de cajas con peores resultados								
Modelo	probit solo cajas		probit cajas y bancos		logit solo cajas		logit cajas y bancos	
Año	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Caja Madrid	0,044	0,00	0,042	0,001	0,038	0,001	0,041	0,004
Bancaja	0,020	0,001	0,020	0,003	0,020	0,002	0,022	0,007
Caixanova	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,002
Galicia	0,000	0,011	0,000	0,014	0,000	0,010	0,000	0,017
Catalunya	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002
CajaSur	0,034	0,000	0,055	0,000	0,028	0,000	0,050	0,000
CAM	0,045	0,004	0,053	0,010	0,038	0,005	0,049	0,013
CCM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fuente: Elaboración propia

4.6 Corrupción y conflictos de intereses

Antes concluir el capítulo, llevamos a cabo una pequeña reflexión acerca de la corrupción como factor explicativo de la crisis de las cajas. Al igual que en nuestro esquema los fraudes, estafas y comportamientos delictivos proliferaron durante la etapa de boom crediticio, pero surgieron a la luz durante la fase de crisis. En esta ocasión la crisis cuenta con un amplio número de casos de corrupción⁹² que sin duda forman parte del deterioro de los balances que hemos observado a lo largo de este capítulo y por lo tanto han de tomarse como otro factor explicativo de la descomposición de las cajas. Al mismo tiempo, resulta necesario señalar que aún

⁹² En el anexo 11 recogemos un resumen de los principales imputados donde se recogen cerca del centenar de cargos de las cajas.

sin incluir hasta ahora a la corrupción explícitamente en el análisis ha sido posible discernir entre distintos grupos de cajas con diferentes perfiles de riesgos en base a la información contable disponible, detectando un continuo deterioro más acusado entre las cajas que han recibido mayor volumen de ayudas. Existen numerosos problemas a hora de investigar y cuantificar con precisión las pérdidas que se derivan de estas prácticas delictivas que hace que, con la información disponible, llegar a una cifra que refleje la cuantía de las pérdidas derivadas de la corrupción sea una tarea inabarcable. La mayoría de causas judiciales (tabla 4.11) permanecen abiertas sin sentencia ya que, en gran parte de las operaciones, existe una gran dificultad por parte de los tribunales a la hora de poder demostrar el vínculo directo, entre la gestión desleal o la apropiación indebida de fondos y las operaciones irregulares. Adicionalmente, las operaciones fraudulentas no se limitan a la fase de crecimiento crediticio y existen múltiples denuncias por la colocación de activos financieros de alto riesgo⁹³ a ahorradores sin perfil profesional durante los primeros años de la crisis. Las principales causas abiertas contra dirigentes de las cajas de ahorros pueden agruparse en tres grupos: en primer lugar, los casos abiertos por apropiación indebida mediante pensiones, indemnizaciones y otro tipo de retribuciones; en el segundo lugar, las acusaciones por administración desleal y administración fraudulenta mediante créditos y operaciones de compra irregulares; por último las operaciones de colocación de activos financieros de alto riesgo a inversores sin el perfil adecuado que han dado lugar a denuncias por estafa, falsedad documental, publicidad engañosa, apropiación indebida, omisión del deber de denuncia y maquinación para alterar el precio de las cosas.

⁹³ Destaca la emisión de preferentes del año 2009 cuando las cajas emitieron 2.475 millones de euros según los datos de la CNMV. Esta cantidad ha sido el máximo histórico de emisión de este tipo de activos y se dio coincidiendo con el inicio de la crisis.

Tabla 4.11 Causas abiertas contra miembros de las antiguas cajas de ahorros	
Entidad	Causas
Bankia (Caja Madrid, Bancaja, Caja de Canarias, Caja de Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja)	Salida a bolsa de la entidad Venta de preferentes Compra de Bank of Florida Retribuciones irregulares a directivos Tarjetas Black Créditos y operaciones irregulares
Catalunya Banc (Caixa Catalunya, Caixa Tarragona y Caixa Manresa)	Retribuciones irregulares a directivos Venta de preferentes Créditos y operaciones irregulares
NCG Banco (Caixa Galicia y Caixanova)	Retribuciones irregulares a directivos Venta de preferentes Créditos y operaciones irregulares
CAM	Créditos y operaciones irregulares Falsedad contable Venta de preferentes Desvío de fondos a paraísos fiscales
CCM	Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
CajaSur	Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Caixa Penedés	Retribuciones irregulares a directivos Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Caja Granada	Retribuciones irregulares a directivos Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Sa Nostra	Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Caixa Penedés	Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Ceiss	Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes
Banca Cívica (Caja Navarra, Caja Canarias, Caja de Burgos y Cajasol)	Salida a Bolsa Créditos y operaciones irregulares Venta de preferentes

Fuente: Elaboración propia

Fuera de la dirección de las cajas destaca la sentencia contra la auditora Deloitte responsable de una infracción continuada muy grave por incurrir en el

incumplimiento del deber de independencia en su tarea e auditar las cuentas de Bankia en el momento de su salida a bolsa. En el primer capítulo hemos señalado la importancia que se otorga al papel de la auditoría en el buen gobierno corporativo. La OCDE (2004) lo señala de forma explícita en sus directrices para el buen gobierno corporativo.

“Un auditor independiente, competente y cualificado deberá llevar a cabo una auditoría anual, con el fin de ofrecer a los miembros del Consejo y a los accionistas una garantía externa y objetiva de que los estados financieros reflejan fielmente la situación financiera y los resultados de la empresa en todos sus aspectos materiales.”

En el sistema financiero español esta independencia queda en cuestión. En la tabla 5.12 mostramos la facturación de estas empresas de auditoría a las 10 cajas de mayor tamaño en 2009 donde se observa que, en general, las remuneraciones por servicios distintos a la auditoría suman volúmenes sustancialmente mayores que en ocasiones incluso triplican las remuneraciones por servicios de auditoría. De las 10 cajas de mayor tamaño únicamente en 2 las remuneraciones a las empresas auditoras por los servicios de auditoría eran mayor que los pagos por otro tipo de servicios. Si observamos la relación entre tamaño de balance y el pago por los servicios de auditoría llama la atención la relación de Caixa Catalunya, quinta caja en tamaño y segunda en gasto por auditoría de cuentas con gasto muy por encima de Caja Madrid, Bancaja y CAM, a pesar de que estas últimas tenían mayor tamaño de balance. De esta relación, obviamente no se puede concluir la ejecución de infracciones sistemáticas en los balances de las cajas, pero si es un hecho significativo que conforma un marco donde la independencia de los auditores y por lo tanto sus intereses pueden dar lugar a episodios como el de la salida a bolsa de Bankia. De hecho, las cuentas de las cajas han sido auditadas anualmente, en todo el periodo analizado, sin que saliera a la luz ningún tipo de infracción grave.

Tabla 5.12 Importe de las remuneraciones por servicios de auditoría y por otros servicios prestados por las mismas empresas de auditoría de las 10 cajas de mayor tamaño de balance en 2009 (miles de euros)

Entidad	A. Por servicios de auditoría	B. Por otros servicios prestados por la misma empresa auditora	B/A
La Caixa	2.065	2.351	114%
Caja Madrid	908	1233	136%
Bancaja	557	520	93%
CAM	355	739	208%
Caixa Catalunya	1.408	720	51%
Caixa Galicia	350	434	124%
Ibercaja	361	501	139%
Unicaja	331	991	299%
Caixanova	329	1.011	307%
BBK	395	1049	266%
Total	7.059	9.549	135%

Fuente: Memorias anuales de las cajas de ahorros

4.7 Conclusiones

El análisis de los balances de las cajas de ahorros nos muestra comportamientos opuestos entre grupos de cajas que evidencia la diferente praxis llevada a cabo en su dirección en el periodo anterior a las fusiones. Nuestro análisis basado en los datos de crecimiento crediticio, dependencia de los mercados mayoristas, expansión geográfica, rentabilidad, niveles de apalancamiento, morosidad, operaciones de venta de activos financieros, comportamiento de las empresas

participadas y el estudio de los informes de gobierno corporativo nos permite responder a nuestra segunda hipótesis:

“Considerando que una vez estalla la crisis hay distintos volúmenes en las ayudas y sólo una parte de las cajas de ahorros ha tenido que ser rescatada, tras su conversión en bancos, cabe formular que: *dentro del grupo de cajas tuvieron que existir diferencias sustanciales observables en la evolución de la estructura y calidad de los balances, y, por lo tanto, en la gestión y en la política de crecimiento seleccionada, que expliquen sus diferentes comportamientos una vez estalla la crisis.*”

Para sistematizar el comportamiento de las 45 cajas hemos partido de la división en grupos por resultados. Por un lado, en el grupo de cajas que no ha recibido ayudas formado por 7 entidades y que antes de las fusiones representaba el 28% del sector. En segundo lugar, las cajas con peores resultados y que han necesitado el grueso de las ayudas, este grupo lo forman 8 cajas que a 31 de diciembre de 2009 representaban el 43% de los activos del sector. Por último, un grupo compuesto por el resto de cajas, 30 entidades que sumaban el 29% de los activos, y cuyos componentes o han necesitado ayudas financieras, pero en menor cuantía que el anterior grupo, o han sido absorbidas por otras entidades de mayor tamaño debido a sus dificultades para mantenerse en el negocio por sí mismas.

A partir de la anterior clasificación hemos constatado comportamientos heterogéneos que nos sirven para ilustrar la fortaleza financiera de las entidades y el deterioro significativo del grupo con peores resultados en la etapa de boom crediticio. Este deterioro se refuerza una vez comienza la crisis y observamos que las entidades con una estructura de financiación basada en una mayor dependencia de los mercados mayoristas y con mayores niveles de apalancamiento son las que peores resultados experimentaron. Una vez comienza la crisis los comportamientos siguen trayectorias diferentes y en las entidades con problemas se observa la estrategia cortoplacista de salvar los resultados mediante la venta de activos financieros. Esta estrategia no es sostenible en el tiempo y, a no ser que se corrija la situación, vía crecimiento crediticio de calidad, merma los activos al venderse, por lo general, con mayor facilidad los activos de mejor calidad. Otra

variable que nos muestra un comportamiento significativamente distinto, en los comportamientos de los grupos de cajas, la encontramos en los resultados de las empresas participadas. Estas registran fuertes deterioros, una vez comienza la crisis, en el grupo compuesto por las cajas que han registrado peores resultados, mientras que siguen aportando beneficios para el grupo con buenos resultados.

Por otro lado, hemos analizado una serie de variables que no resultan significativas, pero que son interesantes a la hora de hacernos un cuadro de los diferentes comportamientos. En este grupo encontramos: morosidad, crédito a AAPP, crédito a partidos políticos y expansión de la red comercial. El estudio de la morosidad nos revela su insuficiente valía como predictor de problemas en las entidades de crédito, ya que durante la etapa de formación de la burbuja todos los grupos de cajas mantuvieron una excelente ratio. Cuando comienzan los problemas, la ratio es mayor para las cajas con peores resultados. No obstante, esta no refleja el nivel de deterioro que está por llegar. Esto puede deberse a varios factores: por un lado, ocultar el deterioro crediticio resulta más fácil que esconder otro tipo de pérdidas, como por ejemplo las de empresas participadas. En segundo lugar, una estrategia común fue la de la refinanciación de préstamos, principalmente a promotores, que llevo al BdE a emitir la Circular 6/2012 donde se obligaba a la publicación de este tipo de operaciones en las cuentas anuales de las entidades de crédito.

Los informes de gobierno corporativo de los distintos grupos de cajas arrojan datos contraintuitivos, siendo el grupo de cajas con mejores resultados el que más financiaban a partidos políticos y mayor morosidad soportaban por parte de estos. Por otro lado, el grupo de cajas con peores resultados tendía a financiar más a las AAPP. No obstante, como ya mostramos en el anterior capítulo, el conjunto de bancos era quien financiaba en mayor proporción a las AAPP españolas sin que podamos considerar este tipo de financiación más arriesgada que la financiación a particulares.

Respecto a la desvinculación con el territorio de origen, puede afirmarse que todos los grupos las cajas tendieron a extenderse fuera de sus fronteras históricas. No obstante, consideramos que el grupo con mejores resultados presenta datos muy

reveladores de que esta estrategia que, a pesar de ser más arriesgada, no puede vincularse directamente con peores resultados. Encontramos el caso de La Caixa, la caja con más oficinas fuera de su territorio histórico y BBK, una de las cajas con mejores números y que más se extendió fuera del País Vasco. Los datos por grupos muestran que el 58% de las oficinas del grupo con mejores resultados estaban fuera de sus CCAA, mientras que este porcentaje era del 52% para el grupo con peores resultados y del 24% para el grupo formado por el resto de cajas. Por lo que para concluir que la expansión fuera de las fronteras históricas fue un hecho determinante sería necesario un estudio pormenorizado que incluya la política para la selección de clientes, que nos proporcione distintos perfiles del tipo de acreditado y los criterios de selección, lo que no está al alcance con la información pública disponible.

Tras llevar a cabo el análisis de datos de la evolución de las series históricas encontramos una primera aproximación, de lo poco acertado, del proceso de fusiones y consideramos que hemos recaudado suficiente información para responder a nuestra tercera hipótesis:

“Dado que las ayudas que se llevan a cabo tras las fusiones superaron por mucho las primeras valoraciones cabe formular que: ***existe un efecto negativo en la política de fusiones que podría ser advertido tanto en la fase de crecimiento de los balances como al inicio de la contracción.***”

Apoyamos esta idea en la modelización econométrica con los balances correspondientes a los años 2008 y 2009, últimos años en que todavía existen 45 cajas de ahorros y primeros en los que se recoge el impacto en los balances de la crisis. Mediante el estudio de la evolución de los balances de las cajas hemos conseguido detectar comportamientos y variables que nos dan indicios claro de diferentes patrones de acumulación de fragilidades. Tras plantear nuestro modelo obtenemos unos resultados donde, en su mejor versión, el modelo clasifica correctamente al 98% de las entidades con problemas y en su peor versión al 91%. Para comprobar la robustez de los resultados hemos aumentado la muestra incluyendo a la banca comercial. Este ejercicio, junto con el análisis gráfico de la evolución de la salud financiera de las cajas de los apartados 4.1 y 4.2, nos permite

reafirmar el deterioro continuado de variables observables en los balances de algunas entidades que desaconsejaban la política de fusiones. La fragilidad financiera se acentúa al llevarse a cabo fusiones entre los eslabones más débiles de la cadena, como hemos visto en el análisis de la evolución del apalancamiento, rentabilidad, resultados, pérdidas en las empresas participadas y dependencia de los mercados de financiación mayoristas de entidades como Caja Madrid y Bancaja que suman el 89% de Bankia; Caixa Catalunya, que lidera la fusión de Catalunya Caixa con el 79% de los activos y Novacaixa y Caixa Galicia que se unen en Novacaixagalicia. En el apartado 4.3 hemos recopilado las razones oficiales bajo las que se lleva a cabo el proceso, donde observamos que las valoraciones del escenario estresado al que se hacía frente quedaban sistemáticamente superadas por los acontecimientos. La fragilidad de los balances se complicó más debido a las medidas de política económica de contracción de la demanda lo que deterioró los balances de las nuevas entidades con grandes dificultades para encontrar demanda de crédito solvente en un escenario recesivo.

Por último, frente a las advertencias continuadas de las instituciones (BdE y FMI) de los problemas derivados de la estructura de gobierno en las cajas, cuando se inicia el proceso de fusiones se impulsa precisamente entre entidades de CCCAA gobernadas bajo el mismo color político.

Capítulo 5 Los principales cambios en el marco regulatorio

Los datos expuestos en los anteriores capítulos reflejan múltiples signos de alerta temprana, tanto a nivel macroeconómico, como de cada entidad que habrían justificado medidas del BdE para frenar las prácticas de riesgo de algunas entidades. La falta de acción de esta institución se denunció públicamente desde dentro en 2006, en una carta abierta de la Asociación de Inspectores dirigida al Ministro de Economía sin que se tomaran medidas específicas ante la acumulación de riesgos. Entre las explicaciones para esta tolerancia encontramos no sólo el hecho de que está adherida a los intereses de partidos políticos nacionales (Royo 2013), sino también un enfoque normativo dirigido hacia la auto-regulación, introducido en Basilea II, y su respaldado teórico en los mercados eficientes. En este capítulo estudiamos los efectos de las principales medidas del BdE tenían en el sistema financiero, primero con la provisión anticíclica que se implementó con el objetivo de hacer frente a las pérdidas esperadas ante un posible cambio de ciclo. Posteriormente nos centramos en las nuevas medidas que traía Basilea II, prestando especial atención a la metodología para establecer el capital mínimo regulatorio por riesgo de crédito debido a que las principales pérdidas vinieron por la vía impagos crediticios.

5.1 La provisión anticíclica

Desde el Banco de España, con el objetivo de hacer frente a los efectos desestabilizadores para las entidades crediticias de una posible entrada de la economía en una etapa recesiva, se decidió complementar el sistema de provisiones con la introducción a partir del año 2000 de la provisión anticíclica mediante la Circular 9/1999. De este modo, a las provisiones ya existentes, genérica y específica, se añade una nueva provisión que pretende luchar, desde la perspectiva de las pérdidas esperadas, contra la acumulación procíclica de reservas. Se trata, en definitiva, de abordar la necesidad de dar cobertura a los riesgos de los créditos que no han presentado todavía síntomas de deterioro, ya que se asume que en todo el conjunto de la cartera crediticia existen pérdidas

latentes que no son visibles en el momento que se hace efectivo el crédito, por lo que no se puede aplicar la dotación a provisión específica, pero que terminarán por manifestarse. Debido a que la historia demuestra que los impagos no se distribuyen de forma regular a lo largo del tiempo, sino que tienden a acumularse en las fases recesivas, en esta nueva regulación subyace una visión preventiva que pretende anticiparse a la materialización del evento adverso. Este modo de aprovisionamiento soportó las críticas de la banca, que se mostró reacia porque veía la provisión como una disminución de los beneficios distribuidos, al tiempo que resultaba bien acogida por distintos organismos internacionales, como el propio FMI o el Banco Internacional de Pagos⁹⁴.

5.1.1 Los métodos de cálculo

Desde la nueva circular se ofrecieron dos opciones para estimar las insolvencias latentes: el método estándar y el método avanzado. La principal diferencia reside en que en el método estándar se formula para las entidades que no tengan una base estadística con el suficiente recorrido histórico para llevar a cabo un cálculo analítico de las pérdidas medias registradas durante un ciclo económico. De esta forma, el BdE pretendía aplicar la nueva provisión en base a la carga media por insolvencias que se registra a lo largo del ciclo económico⁹⁵. De esta surgen los vectores que han de ser aplicados a las distintas categorías crediticias, para dar como resultado la dotación a realizar de la nueva provisión.

Por otra parte, el método interno implica que son las propias entidades quienes llevan a cabo sus cálculos a partir de su propia experiencia de impagos, para lo que han de usar una base histórica por categorías homogéneas de riesgo crediticio que abarque un ciclo económico completo. Dicha base de datos ha de ser verificada por el Servicio de Inspección del Banco de España.

Esta fórmula para la estimación del riesgo de crédito fue la defendida y recomendada por el ente regulador y supervisor. Un motivo que lo puede explicar

⁹⁴ Con el paso del tiempo el modelo se ha ido extendiendo, hasta el punto de servir de inspiración a una de las innovaciones que traerá consigo el nuevo acuerdo internacional sobre regulación de Basilea III.

⁹⁵ Se toma como referencia de cálculo el periodo que va de 1986 a 1998. En la Conferencia ofrecida por Poveda (2000) se exponen los criterios bajo los que se llevó a cabo el cálculo.

es que en buena medida está en consonancia con lo que serán los modelos de rating internos del método IRB avanzado de Basilea II, cuyas negociaciones se estaban iniciando en estos momentos y darán fruto en 2004.

El nuevo sistema de provisiones se rige mediante la siguiente formulación:

$$PROV_t = \sum_{i=2}^6 \alpha_i (CR_{it} - CR_{it-1}) + \sum_{i=2}^6 \beta_i CR_{it} - DNE_t$$

Donde:

$PROV_t$ = Provisión genérica en el período (t-1, t)

α_i, β_i = Coeficientes establecidos en la Circular según cada tipo de riesgo i

CR_{it} = Saldo de créditos del tipo de riesgo i al final del período

CR_{it-1} = Saldo de créditos del tipo de riesgo i al comienzo del período

DNE_t = Dotación neta específica⁹⁶

La provisión actúa como a continuación se describe:

El incremento crediticio, de cada cartera clasificada por categoría de riesgo homogénea en el periodo t, se multiplica por el coeficiente alfa correspondiente a cada una de las seis categorías de riesgo crediticio previamente establecidas. A lo que se suma el total del saldo de nuevos créditos de cada categoría de riesgo otorgados en el mismo periodo, por el coeficiente beta correspondiente a cada tipo de crédito, menos las dotaciones netas llevadas a cabo como provisiones específicas por insolvencias.

⁹⁶ La dotación neta específica es la suma de las dotaciones específicas del período menos las recuperaciones de dichas coberturas específicas y de activos fallidos realizadas en el período.

A lo hasta ahora expuesto, se añade la siguiente restricción, que actúa a modo de suelo o de techo, a la hora de realizar la dotación a provisiones:

$$0,33 \sum \alpha_i CR_i < SGPG < 1,25 \sum \alpha_i CR_i$$

Esto es: el saldo final a dotar correspondiente a provisiones genéricas, no puede ser inferior a 0,33 por la suma del total de crédito al final del periodo, multiplicado por el coeficiente alfa. Ni superior a 1,25 por la suma del total de crédito al final del periodo, multiplicado por el coeficiente alfa.

La cartera crediticia se divide en seis categorías que representan los distintos niveles de riesgo. A cada categoría se le asigna un coeficiente alfa y beta de ponderación que mostramos en la tabla 5.1.

Tabla 5.1 Grados de riesgo y coeficientes de ponderación de la provisión anticíclica			
Riesgo	Tipo de crédito	$\alpha(\%)$	$\beta(\%)$
Nulo	Sector público, respaldados por depósitos o con garantía pignorativa	0	0
Bajo	Hipotecarios, empresas calificadas con A o superior y activos válidos como garantía para el Sistema Europeo de Bancos Centrales	0,6	0,11
Medio-bajo	Arrendamientos financieros y demás garantías reales	1,5	0,44
Medio	Actividades empresariales y no catalogados	1,8	0,65
Medio-alto	Créditos al consumo y con residente en países con riesgo país	2	1,1
Alto	Saldos en tarjetas de crédito	2,5	1,64

Fuente: Banco de España

Se aprecia cómo quedan referenciados, entre otros, los préstamos con garantía hipotecaria dentro de la categoría de riesgo bajo, al tiempo que en ningún

momento se tiene en consideración la concentración del crédito. Sí se considera el crecimiento, al que, llegado un momento, en lugar de seguir siendo penalizado es liberado de la obligación de dotar nuevas provisiones mediante la introducción de un techo en el cálculo del modelo. Esto implica que $1,25 \sum \alpha_i CR_i$ sea el límite superior que acumule la provisión. Por lo que la nueva provisión nace con dos limitaciones: la primera, y más importante, es la ceguera ante la concentración crediticia y el segundo, un techo para el aprovisionamiento exigido. La ausencia de intervención del regulador en un contexto de sobrevaloración de las garantías hipotecarias y la decisión de no actualizar la clasificación de los créditos, al considerar durante todo el periodo a los créditos respaldados con garantía hipotecaria como créditos de bajo riesgo.

El análisis de los porcentajes de los coeficientes alfa y beta de cada tipo de riesgo, respecto a los coeficientes asignados al riesgo alto (tabla 5.2), mostramos cómo el coeficiente alfa que se aplica al crecimiento del crédito, en los préstamos clasificados de riesgo bajo, tan sólo cubre el 24% respecto a los catalogados como de riesgo alto. Mientras que el coeficiente beta, cubre el 7% respecto a los créditos catalogados como de riesgo alto.

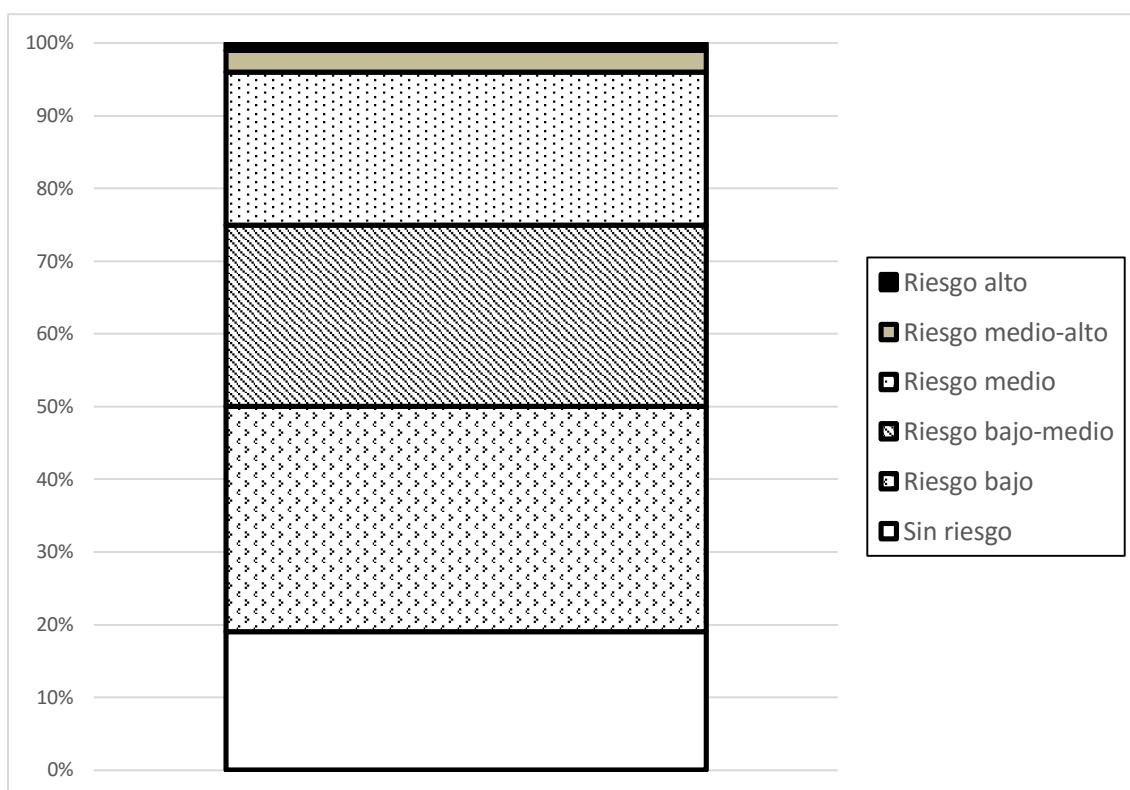
Tabla 5.2 Coeficientes de cada tipo de riesgo sobre riesgo alto de la provisión anticíclica		
Tipo de riesgo	α_{i+1}/α_6	β_{i+1}/β_6
Bajo/Alto	24%	7%
Medio bajo/Alto	60%	27%
Medio/Alto	72%	40%
Medio-alto/Alto	80%	67%

Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 5.1 mostramos la composición de la cartera crediticia por tramos de riesgo para el conjunto de las cajas de ahorros en junio de 2005 (última disponible de las publicadas por el BdE). En esta distribución observamos que la mayor parte

del riesgo (más del 95%) se clasificaba en las 4 categorías de menor riesgo, siendo la categoría de riesgo bajo (donde se incluyen los préstamos con garantía hipotecaria con LTV <80%) la que mayor parte de la estructura de la cartera representaba. En el apartado 3.2.2 hemos analizado los conflictos de intereses derivados de la propiedad de tasadoras por las cajas de ahorros y ahora observamos una vía de incidencia en el mecanismo de provisión.

Gráfico 5.1 Composición de la cartera crediticia de las cajas de ahorros por tramos de riesgo (2005)



Fuente: Banco de España

En la tabla 5.3 llevamos a cabo una simulación de la provisión anticíclica con el objetivo de observar el efecto de esta provisión sobre el incremento crediticio en base 100 a una tasa de crecimiento del 20%, tasa similar a la registrada para el total de la economía española. Se lleva a cabo a un horizonte temporal de 10 años y se muestran los resultados de la provisión estadística a dotar tanto para el crédito hipotecario como para el crédito a empresa.

Tabla 5.3 Simulación de la provisión anticíclica							
T	Saldo de crédito	Hipotecario PA	Hipotecario PAAA	Empresa PA	Empresa PAA	Hipotecario PAA/Saldo	Empresa PAA/Saldo
0	100,0	0	0	0	0	0	0
1	120,0	0,25	0,25	1,1	1,1	0,21%	0,95%
2	144,0	0,30	0,55	1,4	2,5	0,39%	1,74%
3	172,8	0,36	0,92	1,6	4,1	0,53%	2,40%
4	207,4	0,44	1,35	2,0	6,1	0,65%	2,95%
5	248,8	0,52	1,88	2,4	8,5	0,75%	3,41%
6	298,6	0,63	2,50	2,8	11,3	0,84%	3,79%
7	358,3	0,75	3,25	3,4	14,7	0,91%	4,11%
8	430,0	0,90	4,16	4,1	18,8	0,97%	4,37%
9	516,0	1,08	5,24	4,9	23,7	1,02%	4,60%
10	619,2	1,30	6,54	5,9	29,6	1,06%	4,78%

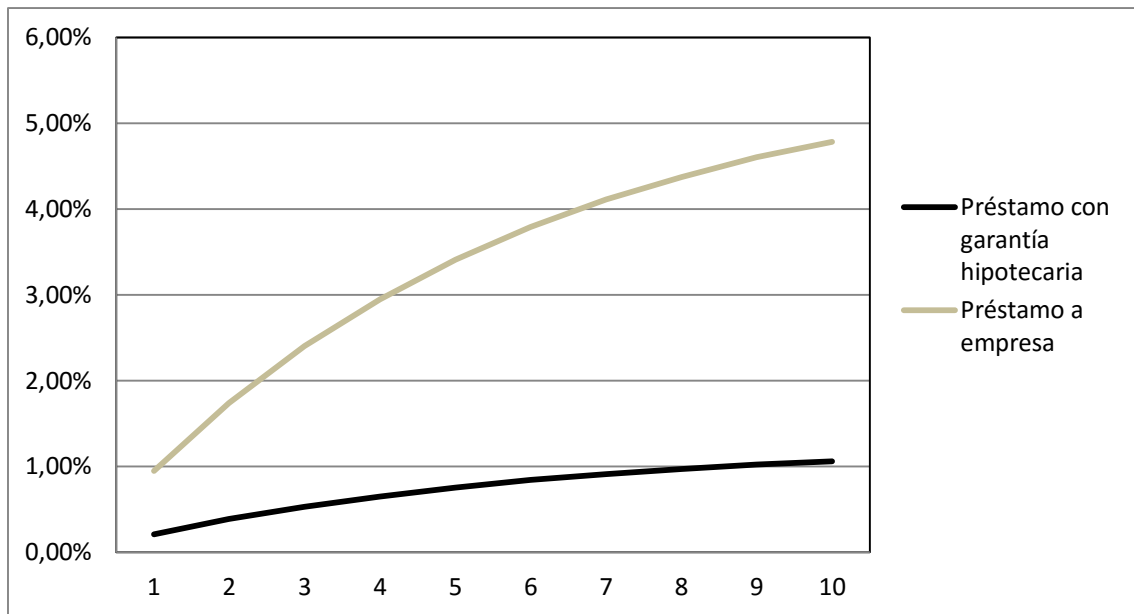
PA = Provisión anticíclica; PAA = Provisión anticíclica acumulada

Fuente: Elaboración propia

Los resultados muestran cómo la provisión acumulada en el caso del crédito hipotecario supone un volumen de 6,54 unidades de provisión para todo el periodo, mientras que el crédito a empresa acumularía a 29,6, y que el saldo crediticio aumentaría de 100 a 619,2. Si se pone en referencia el total de provisiones genéricas acumuladas respecto al saldo crediticio final, es del 1,06% para el total del crédito hipotecario y de 4,78% para el crédito a empresa sin garantías hipotecarias. Los resultados gráficos (gráfico 5.2) muestran la débil acumulación de la provisión estadística y la baja penalización que recibía el crédito hipotecario respecto a los créditos a empresas que no presentaran este tipo de garantías. Conviene aclarar que, aún sin ofrecer datos concretos, el BdE (2005a) destaca la fuerte presencia de financiación a empresas constructoras y promotoras

inmobiliarias que ofrecen como garantía de las operaciones terrenos, edificios y viviendas en fase de desarrollo, construcción o venta. De ahí la clasificación de estos préstamos como préstamos con garantía inmobiliaria y su correspondiente menor dotación a la provisión.

Gráfico 2 Provisión anticíclica para crecimiento crediticio anual del 20%

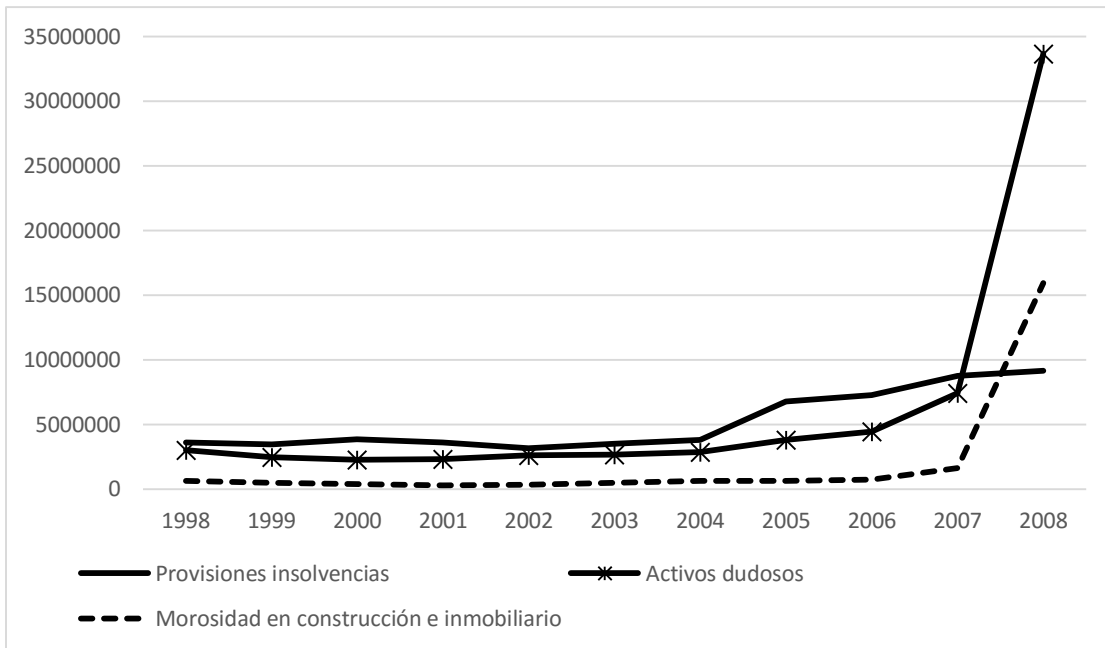


Fuente: Elaboración propia

5.1.2 Provisiones totales y morosidad

Comparando los préstamos que resultaron dudosos otorgados por las cajas, sobre el total de los adjudicados a las actividades productivas, se observa que, de la concentración del riesgo crediticio en el sector de la burbuja, se pasa a su materialización. El agregado del crédito a la construcción y el inmobiliario representan el 80% del total de activos dudosos sobre el conjunto de los créditos a actividades productivas en los balances de las cajas en el año 2008 y el nuevo colchón, teóricamente preparado para hacer frente a las pérdidas esperadas, en tan solo un año de crisis dejará de ser suficiente para cubrir tan siquiera la morosidad registrada en el conjunto de crédito a construcción e inmobiliario (gráfico 5.3).

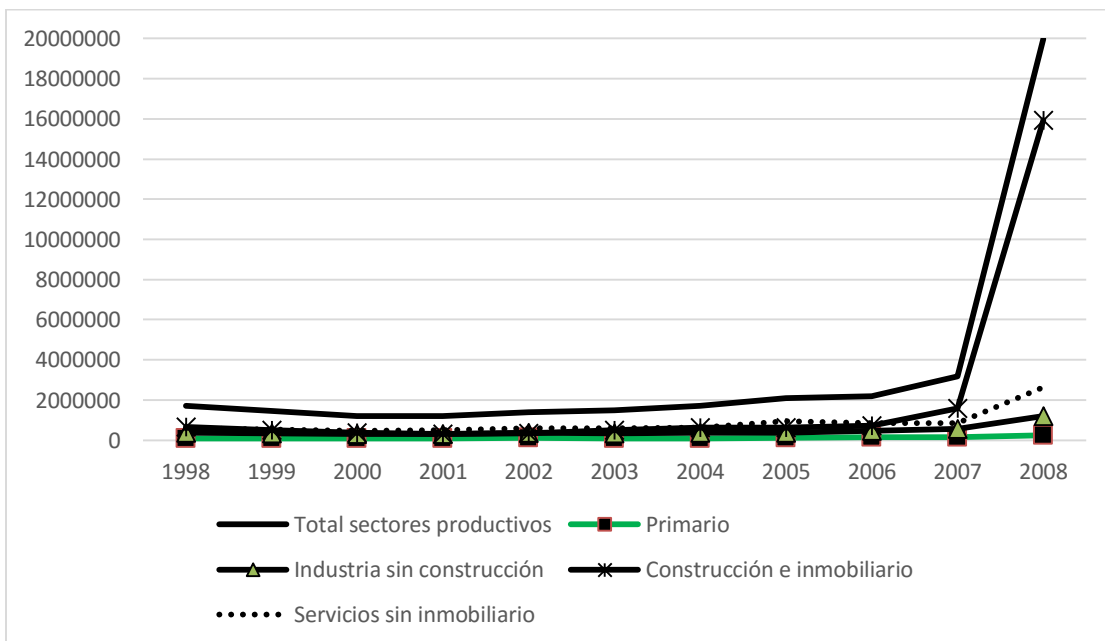
Gráfico 5.3 Evolución de las provisiones y créditos dudosos de las cajas de ahorros (miles de euros)



Fuente: Banco de España

En el gráfico 5.4 recogemos la mencionada concentración de los créditos dudosos en el sector de la construcción y servicios inmobiliarios, sobre el total de las actividades productivas.

Gráfico 5.4 Saldo total de créditos dudosos de las cajas de ahorros por actividades productivas (miles de euros)



Fuente: Banco de España

Observamos que el sistema de provisiones no resultó lo suficientemente fuerte y en cuanto los activos dudosos comenzaron a aparecer quedó desbordado. Por otra parte, el grueso fundamental de los créditos está concedidos en los dos sectores relacionados directamente con la burbuja inmobiliaria, como son la construcción y los servicios inmobiliarios, una concentración que no era tratada en la nueva provisión.

En Poveda (2000), se pone de manifiesto cómo se elaboran los cálculos de los parámetros del modelo y las consideraciones que subyacen a la visión del regulador: En primer lugar, debido a las circunstancias excepcionales de los años 80 y la crisis en la que se veía envuelta la economía española, cuyo PIB en el periodo 1980-1985 creció a una tasa media del 1,5% anual, se decidió prescindir de los primeros años de esta década y hacer el cálculo para la calibración del modelo a partir de 1986. Se argumenta que esta decisión se debe principalmente a que una crisis de estas características difícilmente se repetiría, más aún si tenemos en cuenta los buenos parámetros macroeconómicos de finales de los 90. Por lo que la calibración de los coeficientes modelo es a la baja. En segundo lugar, se tuvo en cuenta las mejoras en los procedimientos para la recuperación de créditos y en los procesos de selección por parte de las propias entidades crediticias. Sin embargo, este segundo argumento es un espejismo al producirse estas mejoras en los créditos morosos en el comienzo de bonanza del ciclo económico. Esto hace que sea difícil atribuir con certeza dichas mejoras de las prácticas de las entidades crediticias a unos criterios de selección más estrictos, o si son fruto de las buenas tasas de crecimiento del PIB. Por último, subyace una visión de optimismo hacia el futuro, y se argumentaba que no sería demasiado optimista pensar que ha habido una mejora en la gestión macroeconómica y que el siguiente cambio cíclico será más suave de lo que los anteriores.

5.2 Basilea II

En 2004 se publica un nuevo marco normativo internacional de regulación bancaria, conocido como “Basilea II”, centrado en establecer los niveles mínimos de capital regulatorio con los que los bancos y cajas deben cumplir para hacer frente a potenciales pérdidas inesperadas surgidas en épocas de recesión. A partir

de ese momento, se pone en marcha en España el plan de implementación del entonces “Nuevo Acuerdo” y en 2006 empieza el proceso de validación de los modelos internos para aquellos grupos financieros considerados aptos para la utilización de los modelos internos (IRB) para el cálculo del capital mínimo regulatorio (CMR).

Las innovaciones especialmente complejas que Basilea II introduce con respecto al primer Acuerdo están relacionadas con el cálculo del CMR con cargo al riesgo de crédito con arreglo a un modelo regulatorio que tiene como inputs parámetros estimados por los bancos en base a sus calificaciones internas⁹⁷. Este modelo es conocido como el “modelo IRB” (*Internal Ratings Based*) y su introducción en la regulación fue considerada un gran avance con respecto a las metodologías menos sofisticadas matemáticamente de Basilea I, en cuanto a la consecución de una mayor sensibilidad al riesgo y el uso de métodos para mejorar la gestión interna de riesgos.

Gran parte de Basilea II (el Pilar 1) está dedicada a la descripción de los métodos de cálculo del capital regulatorio por riesgo de crédito, operacional y de mercado. El mantenimiento del nivel de capital regulatorio obtenido en base a esos cálculos debería asegurar, según el planteamiento de este marco regulador, la solvencia en situaciones de crisis de las entidades de crédito que cumplen con los niveles mínimos. Las metodologías para calcular el CMR por riesgo de crédito son el elemento central de todos los acuerdos de Basilea, debido a que el crédito es la principal fuente de beneficios y de riesgos para una entidad bancaria; para los bancos de la UE, la Autoridad Bancaria Europea estima que el 77% del capital regulatorio mantenido corresponde a las cargas por riesgo de crédito (European Banking Authority, 2013).

El BdE exigía unos niveles de CMR más elevados que el mínimo de 8% de los activos ponderados por riesgo que establece Basilea, que las entidades españolas cumplieran e incluso superaban en algunos casos. Los coeficientes de solvencia para algunas entidades como Bancaja, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Caixa

⁹⁷ Para un análisis de las principales características de Basilea I y el proceso de negociación y paso a Basilea II ver Tarullo (2008: 45-130)

Catalunya, Caixa Galicia o Caja Madrid, estaban por encima del 10% de capital sobre activos ponderados por riesgo en todo el periodo comprendido entre los años 2001 y 2009. La mayor parte de las cajas de ahorro más importantes habían implementado o estaban en el proceso de implementación del modelo IRB para calcular el CMR por riesgo de crédito. En el año 2008 Caja Madrid, La Caixa y Caixa Catalunya reciben el visto bueno del BdE para la utilización de los modelos internos y otras entidades como Bancaja o la CAM se encontraban inmersas en el proceso de validación. En retrospectiva es una obviedad que la adopción de esta metodología no supuso una mejora en la gestión interna del riesgo de crédito, ni aseguró la solvencia de las entidades que cumplían con los requerimientos mínimos calculados de este modo cuando estalló la crisis. A pesar de que los defensores de Basilea II argumentaran que la regulación no estaba implementada plenamente cuando estalló la crisis y por ello no proporcionó las mejoras y protección publicitadas antes de su adopción (Tarullo, 2008), a continuación, se expone una serie de aspectos clave que dan cuenta de las debilidades intrínsecas de este marco regulatorio y explican por qué Basilea II no puede cumplir con los objetivos que se propone en el campo del riesgo de crédito.

5.2.1 El establecimiento de CMR por riesgo de crédito

La manifestación del riesgo de crédito⁹⁸ fue el factor central del estallido de la crisis de las cajas de ahorro. Bajo la metodología propuesta por Basilea II se calcula el CMR por riesgo de crédito que las entidades deben mantener con respecto a sus activos ponderados por riesgo (APR) en base a las estimaciones que las propias entidades realizan de parámetros tales como la probabilidad de incumplimiento (PD), la pérdida en caso de incumplimiento (LGD) o la exposición al incumplimiento (EAD). El modelo regulatorio calcula el CMR en base a los parámetros estimados (PD en caso de que se utilice el método básico y PD, LGD y EAD para el método avanzado) que tienen como soporte el sistema de calificación interna de los bancos, según el siguiente esquema (tabla: 5.4)

⁹⁸ Generalmente por riesgo de crédito se entiende la posibilidad de sufrir una pérdida originada por el incumplimiento de las obligaciones de pago de un acreditado. Para un análisis más detallado de la naturaleza, posibles causas y materializaciones del riesgo de crédito ver Vilariño (2000).

Tabla 5.4 Esquema del sistema de calificación interna	
I. Diseño del sistema de calificación (nº grados > 9)	
II. Estimación de PD para cada grado de calificación	
III. Estimación de LGD	45% para el método básico
	Estimación interna para cada acreditado en el método avanzado
IV. Aplicación del modelo IRB para el cálculo del CMR para cada exposición	
V. Suma del CMR de cada exposición para obtener el CMR total por riesgo de crédito	

Fuente: Elaboración propia

Una vez validadas las estimaciones, se aplican las siguientes fórmulas⁹⁹ para el cálculo del CMR (paso IV):

$$\text{CMR} = 8\% \times \text{RW} \times \text{EAD}$$

$$\text{RW} = \left[\text{LGD}_i \times N \left(\frac{G(\text{PD}) + \sqrt{R}(0,999)}{\sqrt{1-R}} \right) - \text{PD}_i \times \text{LGD}_i \right] \times m_i \times 12,5$$

Donde:

EAD = exposición al incumplimiento (la cantidad en riesgo estimada para el momento del incumplimiento)

RW*EAD representan los activos ponderados por riesgo (APR)

LGD = la pérdida dado el incumplimiento

PD = probabilidad de incumplimiento

M = el plazo de la exposición

R = parámetro que tiene el significado de coeficiente de correlación

⁹⁹ Los elementos $m_i = (1 + (M_i - 2,5)b(\text{PD}_i)) / (1 - 1,5b(\text{PD}_i))$ y $b(\text{PD}_i) = (0,11852 - 0,05478 \times \ln \text{PD}_i)^2$ proceden del proceso de calibración del modelo realizado por el Comité (BCBS 2005a)

5.1.2 El problema de discriminación entre los acreditados

Aunque los procedimientos internos a la hora de diseñar los sistemas de calificación varíen entre las entidades de crédito (BCBS 2005a), al llevar a cabo esta labor, surgen una serie de importantes problemas a los que se enfrentan tanto bancos y cajas, como las agencias especializadas en la asignación de calificaciones a emisores soberanos y corporativos. Los datos históricos sobre incumplimiento publicados por las agencias son en este aspecto muy relevantes, ya que pueden arrojar luz sobre las dificultades de elaborar sistemas de calificación coherentes con los propósitos descritos anteriormente¹⁰⁰.

En un estudio que analiza la capacidad de discriminación de los sistemas de calificación de las principales agencias internacionales de calificación (Vilariño, Alonso y Trillo 2010) demuestran que la misma es generalmente muy reducida. Analizando las frecuencias de incumplimiento de distintos emisores a lo largo de dos décadas observan que el poder de discriminación de los sistemas de rating es efectivo sólo cuando se trata de los grados extremos: comparando los calificados AAA que se encuentran en una situación económica muy positiva y los calificados muy próximos al incumplimiento, en las categorías de nivel C. Los grados intermedios resultan en muchas ocasiones imposibles de diferenciar en base a las frecuencias de incumplimiento observadas.

Se observa que las frecuencias de incumplimiento para los primeros grados superiores (generalmente desde AAA a BBB, pero variando según la muestra) son sistemáticamente y a lo largo de las dos décadas iguales a cero, lo que significa que ningún calificado de dichos grados ha incumplido en el horizonte considerado (a modo de ilustración presentamos la tabla 5.5).

¹⁰⁰ Estos documentos se han utilizado ampliamente para estimar PD y poner de manifiesto las dificultades del proceso de estimación. En este sentido, ver por ejemplo Schuremann y Hanson (2004)

Tabla 5.5 Moody's - Rating Corporativo: Frecuencias de incumplimiento horizonte 1 año. 1996-2008													
Rating	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aaa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aa1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aa2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aa3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,48
A1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,99
A2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Baa1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,29	0,27	1,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26
Baa2	0,00	0,00	0,32	0,00	0,00	0,26	0,94	0,00	0,00	0,24	0,00	0,00	0,77
Baa3	0,00	0,00	0,00	0,34	0,98	0,00	1,76	0,00	0,00	0,29	0,00	0,00	0,31
Ba1	0,00	0,00	0,00	0,47	0,91	0,53	1,66	0,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ba2	0,00	0,00	0,61	0,00	0,66	1,26	1,29	0,69	0,65	0,00	0,50	0,00	0,00
Ba3	0,00	0,47	1,09	2,27	1,51	2,81	1,49	1,33	0,42	0,00	0,00	0,00	2,68
B1	1,17	0,00	2,13	3,08	3,25	3,50	1,81	0,71	0,00	0,00	0,66	0,00	1,72
B2	0,00	1,50	7,57	6,68	3,89	10,05	6,24	2,32	0,58	0,83	0,50	0,00	0,77
B3	3,36	7,41	5,61	9,90	9,92	17,03	8,33	5,29	2,29	2,10	1,93	0,00	3,13

Fuente: Vilariño, Alonso and Trillo (2010)

La frecuencia nula no demuestra que todos los acreditados tienen la misma PD, pero en la práctica es imposible saber si las empresas calificadas en cada uno de estos grados presentan o no la misma calidad crediticia en base a su comportamiento observado, independientemente de cuáles han sido los criterios según los que se les ha asignado a uno u otro grupo. Este problema no resulta extraño si se considera el reducido número de integrantes y de incumplimientos en los grados de inversión.

Otra fuente de inconsistencia que se ha observado entre las calificaciones de soberanos y corporativos y las frecuencias de incumplimiento observadas empíricamente es el carácter no ordinal de las calificaciones: a grados de rating más bajos (que suponen una peor calidad crediticia, pero se mantienen en el grado de inversión) les corresponden en algunos casos menores frecuencias de incumplimiento que las de los grados más altos, situación que refleja una obvia inconsistencia entre los propósitos de la calificación y la realidad de los incumplimientos de agentes calificados (a modo de ilustración presentamos las tablas 5.6 y 5.7 a continuación).

Tabla 5.6. Moody's - Rating corporativo: frecuencias de incumplimiento promedias en los grados de inversión. 1983-2008									
Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
0	0	0	0,11	0,04	0,02	0,02	0,08	0,13	0,41

Fuente: Vilariño, Alonso and Trillo (2010)

Tabla 5.7. Fitch -Rating soberano: frecuencias de incumplimiento horizonte 1 año. 1995-2008							
AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB+	BBB
0	0	0	0	0	0	0	0
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	CCC	
0	2,94	1,82	0	0	2,13	23,08	

Fuente: Vilariño, Alonso and Trillo (2010)

La única forma de contrastar la calidad de las calificaciones es a través de la observación y análisis de las frecuencias de incumplimiento registradas. En caso de que estas observaciones no permitan concluir que a la mejor calificación le corresponde el menor número de incumplimientos y que éstos aumentan con la disminución del nivel de calificación, no existe ninguna posibilidad de diferenciar a los integrantes de los distintos grupos. En este caso lo que se refleja es la incapacidad de los calificadores de estimar parámetros pertinentes con sus propios criterios.

Estas dificultades surgen del intento de generar un número excesivo de grados de calificación en un contexto en el que la información disponible tanto anterior como posterior al ejercicio de calificación no permite una clasificación tan detallada. Los eventos que producen el incumplimiento son específicos a cada acreditado, muy variados y difícilmente predecibles, ya que la información de porqué una empresa incumple no se puede encontrar únicamente en las ratios calculadas en base a sus estados financieros. Anticipar el futuro con el grado de detalle con el que pretenden hacerlo los sistemas de calificación con un amplio número de grados es imposible y así lo demuestran las inconsistencias de los sistemas de rating y los errores de las agencias de calificación a lo largo del tiempo. Si en el caso de las agencias que dedican importantes recursos al proceso de calificación y que para llevar a cabo su labor tienen acceso a información privilegiada y se reúnen con altos cargos de las empresas o países calificados, el proceso de calificación está plagado de múltiples inconsistencias, surgen importantes dudas acerca de la

capacidad de las cajas para realizar mejores estimaciones para todas las personas o entidades acreditadas (no solo grandes empresas, sino también PYMES, micro-pymes, autónomos, personas físicas, etc.) en una situación en la que los recursos dedicados a este fin serán considerablemente más reducidos.

En Basilea II las calificaciones de las agencias, tienen consecuencias directas sobre los niveles de CMR según el método estándar. El problema cobra relevancia adicional si se relaciona con que el punto de partida del cálculo del capital regulatorio por riesgo de crédito del modelo IRB es la calificación de los acreditados y la asignación de probabilidades de incumplimiento en base a dichas calificaciones. Si los sistemas de calificación no discriminan entre los acreditados, el resto del proceso de calibración de las PD se ve a su vez perjudicado junto con la consecución de mayor sensibilidad al riesgo.

5.2.2 El problema de la estimación de PD

Las PD estimadas deben tener la capacidad de reflejar tasas de incumplimiento futuras y se refieren a la predicción de la capacidad y voluntad de pago futura de un acreditado que nunca ha incumplido. La PD no es un elemento directamente observable y los modelos que se utilizan intentan aproximar la “distancia” que separa del incumplimiento a cada acreditado. Dado que se trata de agentes que no han incumplido en el pasado y para los que no existen frecuencias de incumplimiento, el significado de probabilidad aquí aplicado es muy distinto de lo que sería el concepto de probabilidad estadística.

En este caso, al contrario que en las situaciones en las que se pueden realizar experimentos repetidos, es imposible asignar probabilidades de incumplimiento individuales en base a la observación de las frecuencias relativas del evento al que se le quiere asignar la probabilidad. Un acreditado o incumple o no lo hace en un determinado horizonte temporal (por ejemplo, a lo largo de 1 año), pero lo que no puede suceder es que incumpla 0,0003 veces en ese mismo año. Sería posible asignar PD individuales en base a repetidas observaciones del evento de incumplimiento si fuera factible realizar un experimento consistente en dar 10.000 veces el mismo crédito a un acreditado en las mismas condiciones y que éste incumpla “x” veces de las 10.000. Si se pudiese realizar dicho experimento, la

frecuencia de incumplimiento observada sería $x/10.000$ lo que permitiría inferir, bajo ciertos supuestos, una probabilidad de incumplimiento de 0,03%. Obviamente realizar este experimento es imposible por lo que surge la necesidad de diseñar otros métodos para asignar probabilidades de incumplimiento.

Debido a que las estimaciones de PD individuales no se pueden contrastar con las observaciones empíricas¹⁰¹, se pasa a aceptar que los sistemas de calificación de los bancos son tales que la “distancia” que separan del incumplimiento a los pertenecientes a un mismo grado de calificación, independientemente de su naturaleza es compartida por todos los integrantes del grado. En esta situación se podrían observar las frecuencias de incumplimiento relativas en cada nivel de calificación, calculadas como el número de integrantes que incumplen dividido por el total del grupo y de ellas aproximar la PD. La limitación manifiesta en este caso es que no existe posibilidad de demostrar la veracidad de esta hipótesis fuerte sin cuyo uso se derrumbe todo el edificio construido alrededor de la contratación de la estimación.¹⁰²

Las PD estimadas dependerán fuertemente del tipo de sistema de rating utilizado y un mismo acreditado puede recibir una PD distinta y ser asignada a una categoría de rating distinta en bancos y cajas que utilicen sistemas diferentes (BCBS 2005a, 2005b). Nos encontramos por lo tanto en una situación en la que se acepta que la misma entidad acreditada, que en teoría debería presentar el mismo riesgo de incumplimiento para todos los bancos o cajas que la financian, tenga PD distintas en entidades de crédito distintas lo que choca frontalmente con uno de los objetivos principales del Basilea II que es mayor sensibilidad al riesgo en los cálculos del capital mínimo regulatorio. Si se entiende la “mayor sensibilidad al riesgo” como la posibilidad de cada entidad crediticia de fijar los niveles de capital en base a su valoración subjetiva del riesgo de un acreditado, este sistema ha logrado sus objetivos; pero si dicha sensibilidad se refiere, tal y como sería razonable, al acercamiento a través de estimaciones al “verdadero” riesgo de cada

¹⁰¹ Basilea II explicita que la comparación entre las tasas efectivas de incumplimiento y las PD estimadas se debe realizar periódicamente y deben ser muy similares (Ver Art. 501)

¹⁰² Es interesante observar que al aceptar la técnica de agrupación como válida se está juzgando a todo un grupo “sano” (los acreditados del respectivo grado que no han incumplido) en base a las características de los acreditados que sí incumplen en el horizonte de observación

acreditado, la misma entidad debería presentar el mismo riesgo de impago frente a todos sus acreedores; en este último caso el diseño del marco regulatorio está lejos de haber conseguido lo que se ha propuesto.

Evidencias acerca de la dificultad de estimar PD “verdaderas” de incumplimiento son las diferencias que se registran entre distintas entidades de crédito al calificar al mismo acreditado. En RMA Capital Working Group (2000), Carey (2002) o Firestone y Rezende (2012) se muestra que existe una dispersión considerable entre las PD asignadas por distintas entidades crediticias a un mismo acreditado¹⁰³. Es interesante observar cómo este problema sigue persistiendo después de más de una década desde la fecha de los primeros estudios sobre el tema.

5.2.3 El problema de la estimación de LGD

Existen distintas técnicas para la estimación de LGD, igual que en el caso de las PD (BCBS 2005b), pero en definitiva todas intentan aproximar la pérdida esperada en caso de que se produzca un incumplimiento en base a las tasas de recuperación históricas, tal y cómo está previsto en el texto de Basilea II (art. 470). Los valores estimados deben reflejar también datos de un ciclo económico completo. Las LGD no se pueden derivar con facilidad de los registros contables de las entidades crediticias debido a que no existe una contabilidad analítica que registre las tasas de recuperación a lo largo del tiempo que permita la recopilación de datos históricos. Esto se debe en parte a que la definición de pérdida de Basilea II hace referencia a la pérdida económica, no a la estrictamente contable. Esto requeriría que para cada exposición en estado de incumplimiento se conocieran los flujos de recuperaciones obtenidos entre la fecha del incumplimiento y el momento en que no es posible recuperar más, el tipo de interés con el que se deberán descontar los flujos al momento del incumplimiento y los costes asociados a todo el proceso de recuperación de la exposición. Tal y como explica Poveda (2006) *“los problemas (de estimación) se multiplican en el caso de las LGD, por la ambiciosa definición de*

¹⁰³ En el estudio de Carey se registran variaciones superiores a los 50 puntos básicos en un 25% de los casos estudiados y en de Firestone y Rezende casi el 40% de las estimaciones de PD difieren en 25 puntos básicos y aproximadamente un 23% difieren en 50% o más puntos básicos. Esta dispersión puede suponer diferencias considerables sobre los niveles de CMR.

las pérdidas del Nuevo Acuerdo y porque calcularla requiere un seguimiento individualizado de las operaciones que puede prolongarse varios años, hasta que se hayan agotado legal y materialmente las posibilidades de recobro o resarcimiento. De exigirse con todo rigor el cálculo sobre bases propias, serían raros los bancos preparados para acometer los métodos avanzados en la actualidad.” El recurso a bases de datos externas es en este caso muy habitual, pero la extrapolación de valores de LGD externos para las estimaciones internas no está falta de problemas debido a que las bases de datos externas cubren periodos de tiempo distintos, se construyen en base a distintas definiciones de incumplimiento o pueden contener datos sesgados de incumplimientos (BCBS 2005b). Ello es un problema tanto más que es conocido que las tasas de recuperación presentan variabilidad en el tiempo y entre distintos sectores¹⁰⁴. En definitiva, el uso de distintas bases de datos, tanto internos como externos, para la estimación o distintos métodos basados en la tasa de recuperación histórica o en datos procedentes del mercado no asegura que los valores de LGD estimados reflejan la experiencia histórica de la capacidad de recuperación de un banco.

Según Firestone y Rezende (2004) en alrededor del 40% de los bancos analizados de EEUU se han detectado diferencias superiores al 15% en las estimaciones de LGD para el mismo acreditado. Estas diferencias implican niveles de capital considerablemente más bajos para las entidades con LGD más bajas, hasta el punto de suponer requerimientos mínimos dos veces más grandes en los bancos más “pesimistas” (con mayores LGD estimadas).

El problema fundamental en la estimación de LGD, más allá de los criterios con los que se realizan las equivalencias con las bases de datos externos, es que las tasas de recuperación de un acreditado no tienen por qué describir de manera adecuada el comportamiento de la misma variable en fechas futuras y para acreditados de distintas características. Dado que la recuperación es un proceso largo y la capacidad de cada banco para realizarlo y dedicarle recursos es distinta, tal y como lo es la situación de los acreditados en el momento del incumplimiento, en la

¹⁰⁴ Ver en Kupiec (2006) una selección de estudios acerca de este tema.

proyección hacia el futuro pierden representatividad los valores históricos y las tasas de recuperación de otras entidades.

5.2.4 La validación de las estimaciones

Para realizar la validación de las estimaciones internas es necesario realizar el contraste entre los valores estimados de los parámetros y las observaciones empíricas, debiendo ser estas cifras muy similares. El Grupo de Validación del Comité de Basilea menciona que la validación de los parámetros de los modelos internos a través de técnicas de *backtesting* en base a modelos estadísticos está “severamente restringida” por la falta de datos (BCBS 2005a). El mismo estudio advierte de que la escasez de datos históricos es un problema manifiesto en el caso de ambos LGD y PD y para este segundo, incluso si se cumplen las exigencias mínimas contempladas por Basilea en cuanto a la extensión de las series temporales utilizadas en la estimación (5 años), el poder de explicación de los test estadísticos continúa siendo débil. A la vez diferentes test pueden proporcionar resultados contradictorios utilizando los mismos datos por lo que la contrastación, a través de métodos estadísticos es un ejercicio en base a cuyos resultados no se puede asegurar la fiabilidad de las estimaciones internas. El problema de la validación en este caso tiene dos dimensiones: la escasez de los datos mencionada anteriormente y la dificultad de generarlos en un periodo de tiempo razonable.

La construcción de una base de datos fiable que comprenda como mínimo un ciclo económico completo y un número de datos suficientemente representativo para cada parte del ciclo tiene sus limitaciones temporales, debido a la infrecuencia de los incumplimientos, sobre todo en los acreditados de los niveles altos de calificación (pueden pasar muchos años sin que se registren incumplimientos, tal y como se ha visto en el 5.2.2). En esta situación el proceso de validación encuentra obstáculos insuperables para el contraste de las estimaciones. El número mínimo de años para los que existan datos que Basilea II requiere para que las estimaciones internas de PD puedan ser validadas es 5 y a la vez los datos deben reflejar valores de un ciclo económico completo. La contradicción es obvia, pero aun considerando que 5 años es el periodo óptimo para captar un ciclo económico completo, existen estudios que demuestran que muchas de las PD estimadas

continúan siendo imposible de diferenciar estadísticamente incluso utilizando muestras de 22 años (Vilariño, Alonso y Trillo 2010). La obtención de series largas para parámetros que se estiman con un horizonte de 1 año requiere un número considerable de años y para obtener muestras similares a las que se utilizan en el contraste de los modelos utilizados para la gestión del riesgo de mercado, serían necesarios no menos de 250 años de observaciones¹⁰⁵.

A pesar de las dificultades de estimación y validación detectadas a nivel internacional por el Grupo de Validación y de los problemas manifiestos de las entidades españolas respecto a sus capacidades para estimar los parámetros internos, el BdE decide avanzar en la implementación del modelo IRB, con la esperanza de que para el momento de plena implementación las entidades financieras habrán desarrollado y mejorado sus procedimientos internos (Banco de España, 2006a). Según el análisis del apartado anterior, esta actitud es cuanto menos contradictoria a una visión de regulación macro-prudencial, pero parece ser similar a la de otras entidades supervisoras de la UE, dado que el modelo IRB se estaba implementando internacionalmente en un gran número de entidades y esta dinámica no ha sido interrumpida por la crisis.

Debido a las limitaciones del proceso de validación de las estimaciones internas y a la alta dependencia que los niveles mínimos de capital presentan con respecto a las estimaciones internas, existe un poderoso incentivo en el lado de las entidades de crédito para alterar las estimaciones a efectos de obtener “ahorros” en sus requerimientos mínimos. El modelo IRB avanzado genera requerimientos de capital que aumentan según aumentan PD y LGD; de esta forma, cuanto menor las PD y las LGD estimadas, más disminuyen los requerimientos de capital. La tolerancia del Comité, de los defensores de los modelos internos y de los reguladores nacionales hacia la escasez de datos para realizar los contrastes de las estimaciones internas son incentivos para realizar estimaciones “optimistas”.

¹⁰⁵ Debido al reducido número de acreditados en los niveles más altos de calificación, que conforman la mayoría de la cartera corporativa de los grandes bancos internacionales, el contraste en estos grupos sería imposible debido a las pequeñas PD asignadas a ellos.

5.2.5 Tratamiento de los riesgos no contemplados en el Pilar I

Una serie de importantes riesgos, íntimamente relacionados con la actividad crediticia, como son el riesgo de interés, concentración, reputacional o de liquidez, no se contemplan bajo el primer pilar a pesar de que la supervisión y control de éstos es evidentemente la responsabilidad de los reguladores nacionales¹⁰⁶. Las posibilidades de intervención para limitar la exposición a los riesgos para los que no se contemplan cargas de capital bajo el Pilar I, están comprendidas en el segundo pilar de Basilea II, que trata de las prerrogativas de intervención discrecional de la supervisión nacional.

La concentración de las carteras crediticias de las cajas en el sector inmobiliario llegó a superar el 60% sobre el total del crédito a empresas y hogares en 2005. Basilea II recomienda el tratamiento del riesgo de concentración bajo las prerrogativas que el segundo pilar asigna a la supervisión, como se recoge en el texto de la normativa, que establece que *“[...] ante el incremento de riesgos al que se enfrentan las entidades de crédito, una elevación del capital no es la única opción disponible. Será necesario considerar otras posibilidades, como el fortalecimiento de la gestión de riesgos, la aplicación de límites internos, el refuerzo del nivel de las provisiones y reservas, así como la mejora de los controles internos. Además, el capital no deberá considerarse como una excusa para no subsanar procesos de control o de gestión del riesgo que resulten inadecuados”*. La ambigüedad de la norma en cuanto a las medidas que se pueden emprender para limitar la exposición a los riesgos no comprendidos por el Pilar II, es en efecto, una apelación a la discrecionalidad de las agencias reguladoras nacionales que, en base a su experiencia y juicio supervisor, se entiende que pueden intervenir según consideren oportuno para restringir esos posibles riesgos.

Teniendo en cuenta que la mayoría de las cajas españolas que han tenido que ser rescatadas presentaban ratios de capital por encima de los mínimos exigidos en el periodo analizado, los fallos de la supervisión preventiva son más patentes todavía en el sentido de que bajo el segundo pilar se podrían haber tomado medidas

¹⁰⁶ Basilea III introduce como requerimiento obligatorio cumplir con dos ratios de liquidez, pero su formulación es absolutamente convencional y no implica un cambio sustancial en cuanto al tratamiento de dicho riesgo.

correctoras que atacasen expresamente los riesgos no contemplados por el primer pilar y limitasen la exposición a los promotores inmobiliarios y otros sectores relacionados con la burbuja.

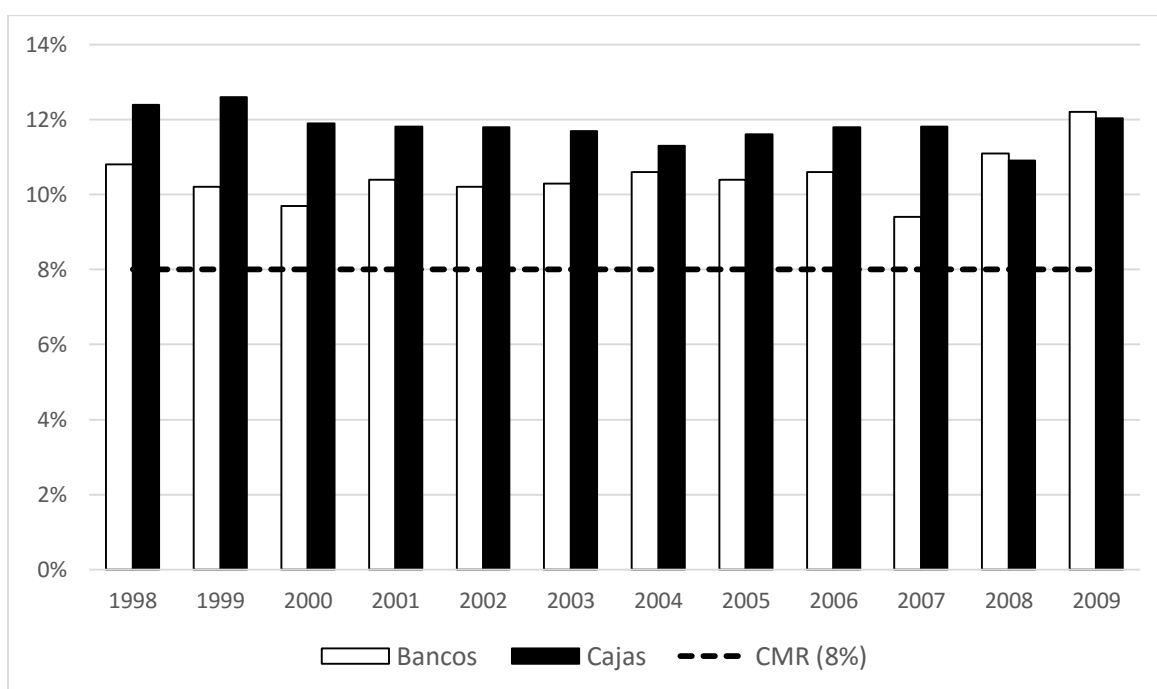
La lectura de esta actitud supervisora se debe realizar tomando en consideración que muchos de los riesgos relacionados con la burbuja habían sido detectados por los inspectores del Banco de España en varios informes de estabilidad financiera¹⁰⁷ entre los años 2002 y 2006. Entre ellos se señalan la creciente concentración de la cartera crediticia en actividades relacionadas con el mercado inmobiliario, la morosidad latente en el proceso de fuerte expansión crediticia, riesgos relacionados con la evolución de los precios del mercado inmobiliario, los altos niveles de endeudamiento del sector privado o el riesgo de liquidez como consecuencia de la alta dependencia de la financiación externa. Los inspectores llegaron a mostrar públicamente su desacuerdo con la inacción de la alta dirección del Banco de España ante las repetidas advertencias acerca de los riesgos del sistema financiero mediante una controvertida carta de 2006, dirigida al Ministro de Economía. En ella se buscaba informar al entonces Ministro que el Gobernador del BdE¹⁰⁸ había estado desoyendo sus repetidas recomendaciones de tomar medidas en contra de los riesgos que se estaban acumulando al calor del aumento de la burbuja inmobiliaria y dejar constancia de las potenciales dificultades en que se encontraría el sistema financiero español ante un eventual cambio de ciclo. Es en este contexto cuando mejor se entiende la importancia de una supervisión preventiva, centrada en la calidad de los activos bancarios y en la fortaleza de su financiación que impida la acumulación de riesgos en los mismos y el estallido de una crisis que genere pérdidas muy por encima de cualquier nivel de capital que podría ser mantenido por una entidad. La crisis financiera internacional e indudablemente la crisis del sistema financiero español, han puesto de manifiesto el encadenamiento y retroalimentación de los eventos de riesgo en las crisis sistémicas que dejan fuera de juego a los modelos estáticos pensados por los

¹⁰⁷ Ver por ejemplo BdE (2002, 2003, 2004c, 2005, 2006a y 2006b).

¹⁰⁸ Jaime Caruana, gobernador del BdE entre 2000 y 2006, presidió el Comité de Basilea en 2003 y fue uno de los principales promotores de Basilea II, mientras se estaba elaborando y posteriormente defensor tras el estallido de la crisis. La carta de los inspectores (anexo 4) coincide con el fin de su mandato como gobernador del BdE. En 2009 pasó a presidir el Banco Internacional de Pagos de Basilea.

reguladores. Si observamos las series del CMR del sistema financiero español (gráfico 5.5) destacan dos cuestiones: En primer lugar, el margen de capital del que disponían tanto cajas como bancos frente al 8% mínimo del acuerdo de Basilea. En segundo lugar, la serie evoluciona de forma que las cajas experimentan una tendencia a tener menos capital, lo que lleva a que en los 2 últimos años de la serie se encuentren por primera vez con menor CMR que los bancos. A pesar de esta tendencia a la disminución de capital de las cajas se observa que los requisitos de CMR por sí solo no parecen un buen predictor de crisis financieras.

Gráfico 5.5 Evolución del capital mínimo regulatorio de cajas de ahorros y bancos



Fuente: Banco de España

5.3 Conclusiones

Entre los distintos factores explicativos de la gestación de la crisis de las cajas tanto el marco regulatorio como la actividad de supervisión ocupan un papel relevante porque configuran el entorno en que las cajas desarrollaban su actividad crediticia. Como hemos observado en los capítulos 3 y 4, el paulatino deterioro de la fortaleza de las cajas no se dio en todas las entidades por igual y podemos apreciar variables que daban señales observables del deterioro continuado de su fortaleza financiera y la sobreexposición a riesgos tales como: el excesivo

apalancamiento, unas tasas de crecimiento crediticio insostenibles, el deterioro del margen financiero, la concentración del crédito en los sectores relacionados con la burbuja inmobiliaria, menor financiación vía depósitos y una alta dependencia de la financiación exterior. Como principales novedades en la regulación encontramos la provisión anticíclica y el Nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea II, ambas implementadas durante la etapa del boom crediticio. Tras el estudio de ambas, en el presente capítulo, consideramos que tenemos información suficiente para responder a última hipótesis de nuestra investigación:

“Dado que la gestación de la burbuja y la posterior crisis tiene lugar en un periodo de innovación en la regulación bancaria, cabe formular que: ***la regulación y supervisión bancaria tenían puntos ciegos que permitió el desarrollo de la burbuja de la que deriva la posterior etapa crisis.***”

Respecto al nuevo sistema de provisiones detectamos la necesidad de un ajuste al contexto de burbuja inmobiliaria, ya que siendo una herramienta válida y novedosa se desaprovechó gran parte de su potencial al adaptarse al escenario de concentración crediticia, o complementarse con medidas dirigidas a mitigarla. Adicionalmente, la falta de independencia de las tasadoras contribuyó a la sobrevaloración de las garantías en los préstamos hipotecarios, conflicto de intereses que tampoco se corrigió y permitía clasificar con mayor facilidad a los préstamos en la categoría de riesgo bajo, lo que repercutía en menores obligaciones de aprovisionamiento. La implantación de Basilea II y las metodologías más avanzadas para la medición del riesgo de crédito no proporcionaron una mejora en la gestión del riesgo de crédito en estas entidades. En nuestro análisis exponemos los elementos por los que se genera esta situación: en primer lugar, la parte más novedosa de Basilea II, el modelo IRB para establecer el CMR por riesgo de crédito, encuentra unas dificultades insalvables a la hora de la estimación de los parámetros de los que depende el modelo regulador. En segundo lugar, el contraste de las estimaciones por las agencias supervisoras es un ejercicio imposible si no se aceptan una serie de hipótesis incontrastables e incluso aceptando la validez de estas hipótesis, la contrastación a través de métodos estadísticos no produce resultados robustos.

El hecho de que las cajas contaran en todo el periodo con niveles suficientes de capital, según la nueva norma, deja constancia de las carencias como indicador adelantado de problemas financieros de esta construcción. A pesar de las dificultades para modelizar el riesgo de crédito, desde el Pilar 2 de Basilea II, se otorgaba al regulador nacional, la potestad para intervenir de manera discrecional en base a su criterio macroprudencial en el control de los riesgos no contemplados por el Pilar I. En el caso español esta prerrogativa no fue atendida, al dejar sin penalizar a las entidades que mayores riesgos estaban asumiendo en un contexto de aumento de la dependencia de financiación exterior y alta concentración en la financiación de actividades relacionadas con la burbuja inmobiliaria.

TERCERA PARTE:

*CONCLUSIONES Y RESPUESTAS A LAS PREGUNTAS DE
INVESTIGACIÓN*

Capítulo 6 Conclusiones

En el inicio de nuestra investigación nos planteamos los siguientes objetivos generales:

- a) Mostrar las claves del proceso de inestabilidad financiera en el sistema financiero español.
- b) Comparar los distintos comportamientos dentro de los dos grandes grupos en que se divide el sistema financiero (cajas y bancos).
- c) Encontrar patrones de crecimiento a nivel de cada caja que sirvan para explicar los resultados de cada entidad y, en base a este análisis, estudiar la idoneidad del proceso de fusiones de las cajas.
- d) Evaluar los retos y carencias de los principales cambios regulatorios en este proceso.

A lo largo de cada capítulo hemos cubierto estos objetivos y respondido a las hipótesis que han guiado nuestra investigación, lo que nos ha permitido alcanzar los resultados que presentamos en este capítulo.

En primer lugar, presentamos las conclusiones más relevantes de nuestra investigación y, en segundo lugar, confrontamos dichas conclusiones con las cuatro hipótesis inicialmente planteadas.

6.1 Principales conclusiones de la tesis

- a) La crisis de las cajas como un nuevo proceso de inestabilidad financiera.

Es posible explicar la crisis de las cajas de ahorros como un proceso de inestabilidad financiera mediante las etapas del esquema minskyano. El proceso arranca con la culminación del proceso de la Unión Monetaria y las sucesivas etapas tienen lugar en un entorno caracterizado por la retirada global de los controles de capitales, la apuesta por los principios de autorregulación y

transparencia de las entidades financieras basados en los mercados eficientes y el menor papel de los gobiernos en la economía.

El despegue del proceso está marcado por un clima de optimismo ante la nueva etapa en el proceso europeo que supuso la implementación del euro en un contexto de bajas tasas de inflación, tasas de crecimiento económico superiores a la media de la Zona Euro, bajos tipos de interés, buen comportamiento al alza de los bonos gubernamentales y del mercado de valores. En este contexto económico tiene lugar la atracción de inversores internacionales por la eliminación del riesgo de cambio y de los costes de conversión, lo que supone mercados financieros con gran liquidez, facilidades para el incremento de la capitalización bursátil y aumento de la inversión.

Las fases de boom crediticio y euforia están ligadas al desarrollo de la burbuja inmobiliaria. Desde las instituciones se impulsan cambios legislativos que impulsan el desarrollo del sector de la construcción. Los precios de la vivienda aumentan mientras que rentabilidad en las empresas relacionadas con el sector de la burbuja es mayor que la de otras actividades productivas. Esta situación, junto con tipos bajos de interés y gran liquidez, crearon expectativas favorables ante el incremento la tasa de retorno de este tipo de inversiones.

Como instrumento financiero novedoso encontramos el uso masivo de la titulización y el mercado de titulizaciones español llega a convertirse en el de mayor tamaño de la Zona Euro. A ello ayudaron las buenas calificaciones, largos plazos de pagos y altos tipos de interés, en un contexto de bajos tipos de la deuda pública. Estas titulizaciones fueron muy bien acogidas por los inversores internacionales que atesoraban el mayor porcentaje. Mediante estas operaciones y la apelación al mercado interbancario las entidades crediticias lograban gran parte de la liquidez necesaria para seguir aumentando su crédito. Como contrapartida negativa encontramos una gran dependencia de la financiación internacional que se refleja en los datos de la balanza financiera. Esta dependencia de la financiación internacional junto con el rápido crecimiento del crédito y su concentración en el sector de la burbuja constituirá una debilidad latente del sistema financiero.

Durante la etapa de crecimiento dominó el optimismo tanto por parte de los agentes como del supervisor financiero y de los organismos internacionales. Este optimismo llevó a que se sobrevalora la adecuación de las nuevas normas regulatorias y la fortaleza de las entidades financieras para hacer frente a un eventual cambio de ciclo.

El cambio de expectativas tiene como consecuencia el fin de la liquidez para las entidades de crédito lo que rápidamente se transmitirá a las empresas. Ambos grupos experimentan problemas al no poder refinanciar sus posiciones y los flujos de los balances pasan de especulativos a Ponzi, en un número creciente de entidades, en un entorno donde se expande la desconfianza y comienza la contracción crediticia.

La crisis estuvo marcada por la lectura desde las instituciones nacionales e internacionales de hacer frente a una crisis de menor magnitud y las primeras medidas partieron de una valoración optimista de las necesidades del sistema financiero, mientras que la situación de las entidades de crédito se agravaba con el paso del tiempo en un contexto de medidas de política económica que apostaban por la contracción de la demanda en un entorno recesivo. Por último, al igual que en el esquema de Minsky, encontramos los escándalos y casos de corrupción que, en su mayor parte, tienen lugar durante la etapa de auge y que salen a la luz una vez estalla la crisis.

En los escenarios de burbuja y estallido subyacen comportamientos distintos en las variables que determinan el margen financiero. En la etapa de burbuja encontramos el efecto positivo para el margen de los comportamientos de los spreads de los créditos y las provisiones. La sobrevaloración de las garantías genera la ilusión de una gran cobertura respecto al saldo de deuda morosa, situación que se refuerza porque adicionalmente, la morosidad es muy baja, mientras que las garantías, aunque no realizadas, son valoradas de acuerdo a la situación de burbuja. Esta situación se retroalimenta por el crecimiento económico que lleva a nuevas mejoras en el rating de la cartera hipotecaria y mayores incrementos de la valoración de las garantías. El crédito no hipotecario aumenta el ritmo de crecimiento, al mismo tiempo que mejora de la calidad crediticia de los

prestatarios por los efectos positivos de la fase expansiva del ciclo económico (aumento de las ventas, aumento de beneficios, reducción de la tasa de paro y el incremento de los salarios nominales). El crecimiento económico y las continuas mejoras en el rating interno de la cartera de crédito retroalimentan esta fase. Por último, la emisión de deuda cuenta con bajos spreads lo que facilita el apalancamiento de las entidades de crédito por vías alternativas a los depósitos. El comportamiento de estas variables cambia drásticamente en la fase de estallido y la situación se revierte. El crecimiento económico, el rating de la cartera hipotecaria y la valoración de las garantías se deterioran estableciéndose como multiplicadores que pasan a tener un efecto negativo sobre el margen. Este efecto se refuerza por la variación negativa del crédito y las primas de riesgo que aumentan e incluso se llega a la situación de que las entidades se encuentran ante la imposibilidad de conseguir liquidez por la desconfianza generalizada sobre la salud financiera de estas entidades. La prolongación de esta situación lleva a que las entidades con estructura de balances más débiles tengan mayores dificultades y alcancen un punto donde no pueden renovar sus posiciones por vías convencionales, por lo que se hace necesaria la intervención pública.

- b) Los peores resultados del conjunto de las cajas de ahorros frente a los bancos es cuestión gradual ya que el conjunto de bancos también ha experimentado severos problemas.

Durante la etapa expansiva eran observables las mayores tasas de crecimiento crediticio de las cajas de ahorros y mayor exposición a la burbuja inmobiliaria, junto con otras variables que no tienen que ver con su estructura formal de gobierno sino con su política de gestión. Principalmente se observa un cambio pronunciado en la estructura de la captación del pasivo de las cajas que dejan de tener un esquema de financiación basada en los depósitos, frente a la necesidad de financiación internacional que gana importancia, unido a mayores tasas de crecimiento crediticio y concentración en los sectores relacionados con la burbuja inmobiliaria.

Encontramos importantes deficiencias institucionales donde destacan los conflictos de intereses derivados de la propiedad de tasadoras en manos de entidades de crédito en un contexto de burbuja, lo que les permitía repartirse gran parte de la cuota de mercado y realizar sobrevaloraciones de las tasaciones que incidían en la clasificación de los préstamos y como consecuencia en la necesidad de dotar menores provisiones. Las altas valoraciones, junto con la baja morosidad que tenía lugar por la situación de auge en el ciclo económico y por las elevadas tasas de crecimiento crediticio ayudaban a proyectar una imagen de aparente fortaleza financiera ante un evento adverso.

El fuerte crecimiento, la concentración crediticia y la dependencia de los mercados internacionales también tuvieron lugar en el agregado de bancos, pero encontramos que estos procesos tienen lugar con menor intensidad y, según avanza la crisis, se observa una mayor proporción de los beneficios en el extranjero sobre el total de los beneficios de los principales bancos. Esta estrategia es lo que les permite salvar la cuenta de resultados. No obstante, del fracaso de las cajas no cabe concluir el éxito de los bancos y estos también han experimentado problemas que son observables en un acusado descenso de su valor bursátil y alto porcentaje de activos problemáticos en el sector de la burbuja, además de las absorciones, recapitalizaciones y medidas de apoyo de liquidez.

- c) Existe un comportamiento heterogéneo, a nivel de cada entidad, dentro del grupo de cajas de ahorros que la política de fusiones no tiene en cuenta lo que supone un problema adicional para la viabilidad del sistema.

Esta conclusión es posible porque los malos resultados, traducidos en grandes volúmenes de ayudas financieras permanecen muy concentrados en un grupo reducido de cajas de ahorros cuyos balances mostraban signos mayor fragilidad financiera en la etapa de boom crediticio. El deterioro continuado en el tiempo y la mayor acumulación de riesgos en la evolución de los balances de este grupo de cajas era un hecho observable en mayores ratios de apalancamiento y menor volumen de depósitos en relación con los créditos otorgados, lo que se traduce en un esquema de financiación más frágil ante un eventual fin de la liquidez en el

mercado internacional. Cuando el choque tiene lugar comienzan los problemas en las empresas participadas de este grupo de cajas experimentan grandes pérdidas y observamos una tendencia a salvar los ejercicios mediante venta de activos financieros. Los datos de activos transferidos a la SAREB muestran, de nuevo, la gran concentración de los problemas dentro de un conjunto de cajas y en concreto en su cartera de crédito promotor que supone la mayor parte de los activos transferidos.

Por último, se dan significativos fallos en las predicciones de la salud de las entidades de crédito y en sus necesidades de recapitalización que empeoran según avanzan los efectos de las políticas de contracción de la demanda. Estas malas predicciones es un factor adicional en los errores en las políticas de fusiones.

d) Existieron fallos en la supervisión en sus distintos niveles (CCAA, Comisión de Control, CNMV, BdE) y los errores en la gestión de las cajas no fueron atendidos por la supervisión ni detectados por los encargados de dotar de información al mercado. Mientras que los cambios regulatorios, efectuados durante la etapa de auge crediticio, no sirvieron para corregir las debilidades que se acumulaban en los balances de estas entidades.

Los cambios en el marco regulatorio del sistema financiero español se encuentran alineados con los principios del gobierno corporativo donde destacan la apuesta por los principios de autorregulación y la transparencia. Se considera que las propias entidades financieras son las más interesadas en reforzar su salud y que mediante la emisión de más y mejor información al mercado este podrá jugar un papel de árbitro discriminando y sancionado en base a la salud de las entidades financieras. Dichos principios están en la raíz de los principales cambios en el marco normativo que para las cajas de ahorros que se plasman en Basilea II y la Ley de Transparencia. Existen varios niveles de supervisión en el sistema de cajas, donde destaca el papel del Banco de España como encargado de velar por la estabilidad financiera del sistema, al mismo tiempo que tiene encomendado el registro, el control y la inspección de todas las entidades de crédito. Los principales problemas, respecto al incremento de la fragilidad del sistema crediticio, fueron

advertidos y hechos públicos por sus técnicos supervisores a los que la alta dirección desautorizó. Esta situación, junto con la decisión de aprobar para las cajas con mayores problemas (Caja Madrid y Caixa Catalunya) los sistemas más sofisticados para la gestión del riesgo de crédito (IRB avanzado) en base a sus supuestas mejoras en este campo, dejan patente el gran desacierto en la dirección supervisora.

La implantación de Basilea II y las metodologías más avanzadas para la medición del riesgo de crédito no proporcionaron una mejora en la gestión del riesgo de crédito estas entidades. En nuestro análisis exponemos los elementos por los que se genera esta situación: en primer lugar, la parte más novedosa de Basilea II, el modelo IRB para establecer el CMR por riesgo de crédito, encuentra unas dificultades insalvables a la hora de la estimación de los parámetros de los que depende el modelo regulador. En segundo lugar, el contraste de las estimaciones por las agencias supervisoras es un ejercicio imposible si no se aceptan una serie de hipótesis incontrastables e incluso aceptando la validez de estas hipótesis, la contrastación a través de métodos estadísticos no produce resultados robustos.

Dentro de las modificaciones normativas de mayor alcance implementadas por el Banco de España hemos analizado la provisión anticíclica y el cambio regulatorio que restringía la posibilidad de dar de baja del balance los activos titulizados. Respecto a la primera, se vio superada en su objetivo de servir de colchón de reservas ante un eventual cambio en el ciclo económico, como principales limitaciones encontramos que el crédito con garantía hipotecaria estaba escasamente dotado y no se tenía en cuenta la concentración crediticia. En lo respectivo a las titulizaciones únicamente supuso un cambio contable que no dio lugar a una mejora visible en la calidad de estos activos ya que los datos muestran un mayor porcentaje de titulizaciones problemáticas en los años posteriores a esta norma coincidiendo con los años de mayor emisión y expansión crediticia.

Respecto al papel que se reconoce a los encargados de dotar de información al mercado, tanto por la Ley de Transparencia como por el Pilar III de Basilea II encontramos debilidades que se manifiestan en ratings procíclicos, tanto sobre la salud de las cajas de ahorros como de los títulos emitidos.

Finalmente existen errores en el diseño del sistema que permitían que las entidades de crédito fueran a su vez propietarias de tasadoras. Esto se tradujo en mayor capacidad de las cajas para llevar a cabo arbitraje regulatorio y acomodar los valores LTV lo que redundaba en la construcción de carteras de crediticias de mayor calidad y la consecuente necesidad de llevar a cabo menores provisiones y la consecuente facilidad para seguir expandiendo el crédito.

6.2 Respuestas a las hipótesis iniciales

Hipótesis 1

Considerando que tanto cajas como bancos participaron en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria cabe formularse que: ***se pueden constatar diferencias en la evolución de los balances de las entidades del sistema financiero español (cajas y bancos), al margen de su forma de gobierno, que expliquen el diferente comportamiento una vez que estalla la crisis.***

Respuesta

Mediante el estudio de la evolución de los balances de los grupos agregados de cajas de ahorros y bancos en la etapa de auge crediticio, hemos observado una tendencia compartida por ambos grupos con grandes tasas de crecimiento crediticio y concentración del préstamo en los sectores vinculados con la burbuja. No obstante, la intensidad de este patrón de acumulación de riesgos es menor para el conjunto de bancos que para las cajas. Las últimas experimentan un mayor cambio en su estructura de captación de pasivo pasando de tener un esquema de financiación basada en los depósitos, a otro donde la financiación internacional mediante el mercado interbancario y las titulizaciones adquieren gran importancia. Esta mayor dependencia de los mercados de financiación internacionales junto con la mayor concentración crediticia en la burbuja inmobiliaria serán claves una vez los mercados internacionales experimenten los primeros problemas de liquidez con el inicio de la crisis subprime y tenga lugar la eclosión de la burbuja. Los bancos, al igual que las cajas, experimentan severos problemas con el inicio de la crisis lo que hemos constatado en sus resultados, evolución de sus cotizaciones, absorciones, alto porcentaje de activos

problemáticos en sus balances vinculados con la burbuja inmobiliaria y la necesidad de avales públicos para refinanciar sus posiciones. Para comprender el menor deterioro del conjunto de bancos hemos encontrado dos puntos que explican en gran parte su comportamiento agregado. En primer lugar, el menor grado de exposición a la burbuja y la menor expansión crediticia y, en segundo lugar, el papel de los 3 mayores bancos en el sistema que en términos de balance consolidado representan el 85% en activos sobre el total del sector y el 94% de los beneficios del conjunto de bancos. El comportamiento postcrisis de los beneficios de estas entidades muestra un gran incremento del peso de los beneficios en el extranjero sobre el total. No obstante, encontramos que la diferencia para los bancos es una cuestión de menor grado de problemas en lugar de robustez en sus balances. Por lo que no cabe concluir el éxito de los bancos a pesar de que estos experimentaran menores problemas que las cajas de ahorros.

Hipótesis 2

Considerando que una vez estalla la crisis hay distintos volúmenes en las ayudas y sólo una parte de las cajas de ahorros ha tenido que ser rescatada, tras su conversión en bancos, cabe formular que: ***dentro del grupo de cajas tuvieron que existir diferencias sustanciales observables en la evolución de la estructura y calidad de los balances, y, por lo tanto, en la gestión y en la política de crecimiento seleccionada, que expliquen sus diferentes comportamientos una vez estalla la crisis.***

Respuesta

La diversidad de los importes de los rescates a las cajas nos permite clasificarlas en tres grupos donde casi la totalidad del rescate al sector lo absorben un grupo formado por 8 cajas (Caja Madrid, Bancaja, Caixa Catalunya, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Caixa Galicia, Novacaixa, CajaSur y Caja Castilla la Mancha), mientras que existe un grupo heterogéneo formado por 7 cajas (La Caixa, BBK, Kutxa Vital, la Kutxa, Unicaja, Ontiyent y Pollença) que no ha recibido ayudas financieras, y un tercer grupo compuesto por el resto de cajas que las ha recibido ayudas en una cuantía considerablemente menor al primero. A partir de esta clasificación hemos reconstruido la evolución de los balances con el objetivo de encontrar distintos

perfiles en la acumulación de fragilidades a lo largo del desarrollo de la burbuja. Hemos comprobado que el conjunto de cajas con peores resultados siguió una trayectoria significativamente distinta a la de los otros dos grupos que repercutió negativamente en su fortaleza financiera, donde observamos el deterioro continuado de una serie de variables que denotan una estructura de financiación más débil durante la etapa de boom crediticio. Estas son una mayor dependencia de los mercados mayoristas, menor peso de la financiación mediante depósitos, menor rentabilidad y mayores niveles de apalancamiento. Adicionalmente, en los primeros años de crisis, se intensifica el distanciamiento de las trayectorias de los diferentes grupos y en el grupo de entidades que registraron mayores problemas observamos que la estrategia de salvar los resultados mediante operaciones financieras, mediante la venta masiva de títulos se vuelve recurrente. Junto a ello, estas entidades registran muy malos resultados en su cartera de empresas participadas con fuertes pérdidas una vez comienza la crisis que se añaden a las dificultades de la cartera de créditos para generar beneficios. El grupo que no ha sido rescatado muestra una estructura de balance más robusta a lo largo del tiempo que se verifica en un esquema de financiación donde los depósitos juegan un papel significativamente más importante, al tiempo que estas entidades mantienen menores niveles de apalancamiento, mayor rentabilidad y menor necesidad de emisión de títulos para conseguir financiación. Adicionalmente, una vez comienza el cambio de ciclo, este grupo de cajas mantiene resultados más sólidos. Esto se observa en una menor proporción de las operaciones financieras sobre sus beneficios y un mejor comportamiento de sus empresas participadas que, a diferencia del grupo con peores resultados, siguen siendo una fuente recurrente de beneficios.

En lo que se refiere a la expansión de oficinas, no encontramos resultados concluyentes que apoyen la idea de que las que se separaron de sus territorios históricos experimentarían peores resultados y sobresale el hecho de que el grupo con mejores resultados llevó a cabo un mayor crecimiento de sus oficinas fuera de sus territorios de referencia. Adicionalmente dentro de este grupo conviven estrategias antagónicas. Por un lado, las dos cajas de menor tamaño siguieron una política de mantenerse en sus territorios de origen. El resto de cajas de este grupo

experimentan una mayor expansión de la red comercial que las del grupo de cajas con peores resultados. Por lo que no se corrobora la idea sobre la pérdida de la vinculación con el modelo originario como razón para explicar la desaparición de estas entidades, ya que en el grupo con buenos resultados conviven casos exitosos de gran expansión, como la Caixa o BBK, con otros donde se mantiene la vinculación con el territorio de referencia.

Hipótesis 3

Dado que las ayudas que se llevan a cabo tras las fusiones superaron por mucho las primeras valoraciones cabe formular que: ***existe un efecto negativo en la política de fusiones que podría ser advertido tanto en la fase de crecimiento de los balances como al inicio de la contracción.***

Respuesta

Hemos constatado que la política de fusiones aprobada por el Banco de España supuso un punto de no retorno que agudizó la crisis de las cajas. Estas fusiones se fundamentaron en estimaciones de diferentes organismos de las necesidades de capital de las entidades financieras ante un escenario adverso que se vieron sistemáticamente superadas por los acontecimientos. Frente a las advertencias continuada de las instituciones de los problemas derivados de la estructura de gobierno en las cajas, hemos observado que cuando se inicia el proceso de fusiones generalmente tiene lugar la unión de entidades bajo gobiernos del mismo color político en las Comunidades Autónomas. De la evolución de la acumulación de riesgos en los balances de las cajas en la etapa de auge y de los resultados de las fusiones concluimos que cuando las fusiones se llevaron a cabo entre cajas en dificultades el resultado fue improductivo. Nuestra modelización del proceso de fusiones, al igual que el análisis gráfico, muestra grupos diferenciados en función de la fortaleza de los balances y conseguimos errores altamente satisfactorios en nuestra clasificación, especialmente dentro del grupo de cajas con peores resultados por lo que concluimos que la política de fusiones fue un factor adicional que lejos de alcanzar sus objetivos de mejora de eficiencia, aumento de la

productividad, mayor capacidad de generar beneficios y reforzamiento de la solvencia empeoró la salud del sistema de cajas cuando se llevaron a cabo fusiones entre entidades con dificultades observables en sus balances.

Hipótesis 4

Dado que la gestación de la burbuja y la posterior crisis tiene lugar en un periodo de innovación en la regulación bancaria, cabe formular que: ***la regulación y supervisión bancaria tenían puntos ciegos que permitió el desarrollo de la burbuja de la que deriva la posterior etapa crisis.***

Respuesta

La investigación ha permitido contrastar deficiencias en las prácticas supervisoras en los distintos niveles a los que quedaban sometidas las cajas de ahorros y la inadecuación de la regulación en materia crediticia a la situación de rápida expansión y concentración crediticia. Encontramos la combinación de ambas como factores explicativos esenciales para comprender la crisis. El establecimiento de medidas para frenar los principales riesgos derivados del rápido crecimiento crediticio y de la concentración quedaban en manos del criterio prudencial del supervisor bancario que apoyándose en la supuesta fortaleza que traían los cambios regulatorios decidió no ejercer su potestad para establecer requerimientos discrecionales en base a la información de los riesgos en los balances de cada entidad. La implantación de Basilea II y las metodologías más avanzadas para la medición del riesgo de crédito no proporcionaron una mejora en la gestión del riesgo de crédito en estas entidades. El Nuevo Acuerdo de Capitales partía con dificultades insalvables a la hora de la estimación de parámetros de los que dependía el modelo regulador. Mientras el sistema de provisiones implementado por el BdE no se recalibró para llevar a cabo un ajuste al contexto de burbuja inmobiliaria y penalizar la concentración crediticia, ni fue complementado con otras medidas dirigidas a mitigarla. Adicionalmente, la falta de independencia de las tasadoras contribuyó a la sobrevaloración de las garantías en los préstamos hipotecarios, conflicto de intereses que tampoco se corrigió y permitía un alto grado de discrecionalidad para clasificar con mayor facilidad los préstamos en la categoría de riesgo bajo, lo que repercutía en menores

obligaciones de aprovisionamiento. Finalmente, los cambios contables en busca de una mayor calidad de los activos titulizados no fueron suficientes para conseguir evitar el deterioro de las titulizaciones emitidas en el auge de la burbuja. Lejos de una supervisión y regulación prudencial proactiva que discriminara, en base a los distintos patrones de riesgos acumulados en los balances, la situación de las entidades de crédito tuvo lugar una supervisión reactiva y una vez comienzan los problemas, en forma de morosidad, la reacción consistió en medidas generales como pedir más capital al conjunto de las cajas y la emisión de mayor información al mercado sobre las operaciones de refinanciación y morosidad en la burbuja.

Anexos

Anexo 1 Ayudas de los contribuyentes en el proceso de reestructuración del sistema financiero español (millones de euros)

Entidad resultante	Entidad intervenida	En efectivo			Ayudas contingentes				Total
		FGD	FROB	MEDE	FGD	FROB	Emisiones garantizadas	SAREB	
BBVA	UNIMM	953			4.823		2.305		
Bankinter							4.823		
Caixabank	Banca Civica; Banco de Valencia		1.975	4.500		4.366	14.650		
Kutxabank	Cajasur					392	830		
Sabadell	CAM; Banco Gallego	5.249		245	16.61		10.811		
Unicaja							1.750		
Banco Popular							6.337		
Ibercaja	Caja3			407					
Banco CEISS	Caja España-Duero; CEISS		525	604			2.988		
BMN	BMN		915	730			3.673		
Liberbank	Cajastur-CCM; Liberbank	1.682		124	2.475		2.167		
Bankia-BFA	BFA		4.465	17.959			34.768		
Cataunya Banc	Catalunya Banc		2.968	9.084			10.756		
NCG	NCG		3.556	5.425			7.578		
SAREB				2.192				50.781	
Total		7.884	14.404	41.270	23.908	4.758	103.436	50.781	246.441

Fuente: FMI

Anexo 2 Denuncias de representantes públicos sobre la privatización de las cajas.

Barrena Salces:

“En este caso concreto, una de las respuestas que busca el capital financiero es bancarizar, privatizar las cajas de ahorros y, por lo tanto, lo que lanza es una ofensiva para conseguir que se privaticen las cajas de ahorros. “

En Diario de Sesiones de las Cortes de Aragón nº: 080 de Plenos (VII Legislatura):
Tramitación por el procedimiento de lectura única del proyecto de ley por la que se modifica la Ley 1/1991, de 4 de enero, reguladora de las Cajas de Ahorros.

Ceballos Mojeda:

“[...] aquí hay también una operación de justificación de una privatización encubierta o total de las cajas de ahorros, que es una operación que está puesta en marcha.”

En Sesión 5, sexta legislatura, 6 de julio de 2001 del Parlamento de Andalucía.

Romero Ruiz:

“Y nosotros, cuando usted nos hace dos recomendaciones, una de carácter político - señor Romero, le advierto que se quieren privatizar las cajas-, no nos lo tiene que decir, se lo hemos dicho nosotros a usted. Estamos en contra de la privatización de las cajas”

En Sesión 5, sexta legislatura, 6 de julio de 2001 del Parlamento de Andalucía.

Grupo Parlamentario de IU, ICV-EUiA, CHA: La Izquierda Plural

“Asimismo, la privatización de las cajas puede suponer el tiro de gracia para la obra social que, sin ser la panacea a los déficits culturales, sociales o educativos que han de ser corregidos por las políticas de las administraciones públicas, supone al menos que una parte de los beneficios generados por la actividad financiera se destine a esos fines”

Congreso de los Diputados. X legislatura, 30 de octubre de 2013.

Anexo 3 Cajas de ahorros como banca pública

J.R. Rallo (Doctor en Economía y Licenciado en Derecho)

“No, el estrepitoso fracaso de la banca pública (de las cajas de ahorros) no debería llevarnos a reclamar más banca pública, sino la completa separación entre banca y Estado [...]”

En “Las cajas de ahorros eran banca pública” (Libremercado 27 de septiembre de 2014) Disponible en: <http://www.libremercado.com/2014-07-27/juan-ramon-rallo-las-cajas-eran-banca-publica-73047/> [Última consulta 20/01/2016]

D. la Calle (Economista)

“Es curioso como en un país donde hemos asistido al desastre de la banca pública, las cajas [...]”

En “Diez mitos sobre la banca pública” (El Confidencial, 13 de junio de 2015) Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/mercados/lleeno-de-energia/2015-06-13/diez-mitos-sobre-la-banca-publica_882089/ [Última consulta 20/01/2016]

G. Hernández (Economista)

[...] los “accionistas” de estas entidades corruptas e ineficientes que son las cajas de ahorros somos todos los contribuyentes, ya que son entidades públicas.

En “Clases de Economía: Las mentiras de la crisis” (invertiren bolsa.info) Disponible en: <http://www.invertiren bolsa.info/las-mentiras-de-la-crisis/las-mentiras-de-la-crisis-los-bancos-han-sido-rescatados-con-dinero-publico.htm> [Última consulta 20/01/2016]

Anexo 4 Denuncias de la Asociación de Inspectores del Banco de España



Madrid, 26 de mayo de 2006

A la atención de D^a María Soledad Abad Rico, Directora del Gabinete del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda.

Estimada señora Abad:

En la medida en que el responsable último de la labor de supervisión de las entidades de crédito españolas es el Ministro de Economía y Hacienda, los inspectores del Banco de España nos ponemos en contacto con usted, como Directora de su Gabinete, para comunicarle nuestra intención de realizar un comunicado público como asociación profesional en el que mostraremos nuestras profundas discrepancias con el todavía Gobernador del Banco de España, el señor don Jaime Caruana Lacorte, por su generosa evaluación de su gestión al frente de la supervisión eludiendo sus responsabilidades en la generación de los desequilibrios que él mismo señala.


Nuestro sentido de la responsabilidad, así como la lealtad que le debemos a la Institución para la que trabajamos, nos obligan a desmarcarnos de los imprudentes análisis de la realidad que presenta el señor don Jaime Caruana en sus últimas comparecencias públicas. Nosotros, que somos los que examinamos *in situ* la situación de las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España —incluidas las sociedades de tasación—, conocemos de primera mano el frágil estado en el que se encuentra el mercado inmobiliario en España y conocemos también las implicaciones que pondrían tener para la economía en su conjunto y para el sector financiero en particular una corrección desordenada de sus evidentes desequilibrios. En una situación así, permanecer callados ante las continuas manifestaciones de complaciente optimismo realizadas por el Gobernador del Banco de España en sus últimos discursos nos haría partícipes de sus análisis y de sus errores, lo que es más de lo que se nos puede exigir como profesionales de la supervisión bancaria.

Por todo ello, adjunta a esta carta, le remitimos en forma de nota informativa dirigida al Sr. Ministro los argumentos que servirán de base para la elaboración del comunicado que hará público la Asociación de Inspectores del Banco de España, para que usted, en calidad de Directora de su Gabinete, decida si se debe informar de esta cuestión, como nosotros creemos, al señor Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda.

Quedando a su entera disposición para cuantas aclaraciones estime oportunas, le saludamos atentamente

Ministerio de Economía y Hacienda
REGISTRO GENERAL DE ALCALA
ENTRADA

Nº de Registro: 20204 / RG 40735
Fecha: 26/05/2006 13:03:11



Juan Manuel Quintero
Presidente de AIECA

Teléfonos de contacto: 629632452 y 676379554
1 documento anejo: Nota informativa de AIECA dirigida al Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda



Señor Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda:

Los inspectores del Banco de España, a través de esta nota informativa, queremos distanciarnos de la complaciente lectura de la situación económica española que hace en sus últimas intervenciones el actual Gobernador del Banco de España, el señor don Jaime Caruana, y mostrar asimismo nuestra preocupación por su falta de voluntad para adoptar las medidas necesarias para hacer posible la reconducción de la delicada situación actual hasta hacerla más sostenible y segura. En sus más recientes intervenciones¹, el todavía responsable de la Institución de supervisión bancaria en España, además de obviar algunas de las principales causas de los desequilibrios actuales y de minimizar la importancia del riesgo latente en el sistema financiero español, ignora las previsibles consecuencias que, para una parte del sistema económico y para un número considerable de familias, podría tener una posible evolución adversa del entorno económico. En nuestra opinión, —que en cuestiones de supervisión financiera entendemos cualificada, pues no somos nosotros los recién llegados a esta compleja labor técnica—, ni todos los riesgos están tan controlados como afirma el Gobernador, ni es probable que las consecuencias sean tan limitadas como él propone si, finalmente, alguno de los mencionados riesgos latentes llega a materializarse.

Por todo ello, y como reflejo de la lealtad que le debemos a la Institución en la que trabajamos, los inspectores del Banco de España nos vemos en la obligación de hacer constar que el nivel de riesgo acumulado en el sistema financiero español como consecuencia de la anómala evolución del mercado inmobiliario en España en los últimos seis años es muy superior al que se desprende de la lectura de los mencionados discursos del Gobernador. Además, creemos que su análisis sobre las circunstancias que han propiciado la delicada situación actual es, cuando menos, parcial, ya que obvia una de sus causas más evidentes: la pasiva actitud adoptada por los órganos rectores del Banco de España —con su Gobernador a la cabeza— ante el insostenible crecimiento del crédito bancario en España durante los años del mandato del señor Caruana. En nuestra opinión, detrás de este crecimiento desordenado del crédito —especialmente, en la parte dedicada a la financiación de la actividad inmobiliaria— se encuentra, en último término, la falta de determinación demostrada por el Gobernador para exigir a las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España el rigor en la asunción de riesgos exigible a gestores de recursos ajenos. Como consecuencia inmediata de esta ausencia de medidas, el proceso de aceleración del crédito bancario, originalmente circunscrito a las entidades con menor cultura en el control de sus riesgos, se ha ido extendiendo a las demás entidades de crédito que operan en el sistema financiero español por efecto de la, por otro lado saludable, competencia. De este modo, incluso las entidades con mejores sistemas de evaluación y gestión del riesgo, se han visto "obligadas" a entrar en esta carrera por la captación de negocio y —muy a su pesar y con el único objetivo de evitar ser

¹ Ver "La situación económica en 2005 y el inicio de 2006", Foro Cinco Días, 18 de abril de 2006; y "Desequilibrios globales y gestión del riesgo", Congreso Internacional APD-BID, 16 de mayo de 2006, ambas disponibles en www.bde.es.

expulsadas del mercado— han tenido que conceder operaciones cuya rentabilidad esperada no justificaba en modo alguno el riesgo asumido al concederlas.

En una dinámica como la descrita, en donde la corrección de los excesos y errores sólo se produce una vez ha pasado algún tiempo —y normalmente mediante procesos de ajuste más o menos traumáticos—, es donde los mecanismos públicos de supervisión justifican su razón de ser, pues al estar al margen de las dinámicas competitivas del mercado pueden llevar a cabo evaluaciones de los riesgos en las que se tomen como referencia períodos de tiempo más amplios, de forma que se consiga evitar, en lo posible, que las consecuencias de los errores cometidos por las entidades al conceder sus operaciones acaben siendo transferidas, de una manera u otra, a la Sociedad en su conjunto. La única institución con autoridad normativa y capacidad técnica suficientes para exigir de manera generalizada a todas las entidades del sistema financiero español una evaluación del riesgo coherente con los principios de rentabilidad esperada y eficiencia económica era, y es, el Banco de España. Desafortunadamente, en nuestra opinión, esta Institución, durante los seis años de mandato del actual Gobernador, ha optado por mantener una actitud de pasiva complacencia que, a nuestro modo de ver, está en el origen de los desequilibrios que hoy denuncia el señor Caruana en sus intervenciones.

Por otro lado, este desmedido crecimiento del crédito bancario, destinado en su mayor parte a la financiación de la actividad inmobiliaria en todas sus fases —y, a nuestro entender, una de las causas principales de la extraordinaria subida del precio de los inmuebles en España—, ha acabado provocando otro tipo de problemas en las entidades de crédito españolas. Recientemente, algunos riesgos típicos del negocio bancario, como el riesgo de tipo de interés o el de liquidez, se han visto incrementados de forma muy acusada por la necesidad de las entidades de crédito de acudir al ahorro exterior para conseguir los fondos necesarios para financiar el crecimiento de su inversión crediticia. Debido a que el incremento del pasivo tradicional —los depósitos bancarios— ha demostrado ser insuficiente para dar contrapartida al acelerado crecimiento del crédito, las entidades españolas han tenido que buscar fuentes adicionales de liquidez, y lo han hecho acudiendo a los mercados financieros de la zona del euro, aprovechando las posibilidades que proporciona la moneda única. Para ello, han recurrido principalmente a tres vías de financiación "no tradicionales": la emisión de "títulos híbridos de capital" —participaciones preferentes, deuda subordinada, etc.—; la segregación en títulos, para su posterior venta, de una parte de los activos de sus balances (es decir, *titulizando* activos); y, por último, captando liquidez a través del endeudamiento a corto plazo en los mercados interbancarios de la zona del euro. Esto, que en sí mismo no es negativo —antes al contrario, pues sería reflejo de la progresiva convergencia de los mercados financieros de los países que han adoptado la divisa única—, sí tiene implicaciones muy importantes para la rentabilidad futura de las entidades y, en último término, también para su propia solvencia. Así, respectivamente: a) los titulares de los híbridos de capital exigen rentabilidades muy superiores a la ofrecida a los titulares de los depósitos bancarios tradicionales; b) la venta de los títulos resultantes de los mencionados procesos de titulización, en muchas ocasiones, no alcanza a los tramos de mayor riesgo, lo que tiene como consecuencia que el riesgo de las carteras titulizadas no se transfiere al exterior del banco o caja en cuestión, acumulándose en sus balances; y c) las favorables condiciones de financiación que hoy ofrecen los mercados interbancarios de la zona del euro pueden volverse menos favorables en un futuro próximo si las tendencias ya iniciadas de subida de tipos de interés se acentúan, haciendo que el recurso a esta fuente de financiación acabe siendo sustancialmente más cara que en la actualidad. Todo ello, que tiene su origen, en nuestra opinión, en la complaciente actitud del Gobernador ante el desmedido crecimiento del crédito en España

—principalmente, con destino en el sector inmobiliario—, ha incrementado la exposición de las entidades de crédito españolas a los riesgos mencionados.

Sin embargo, no queremos decir con esto que las entidades de crédito se hayan equivocado acudiendo a estas fuentes de financiación, pues, a fin de cuentas, el riesgo es parte intrínseca del negocio bancario y la misión de los gestores bancarios —y de sus supervisores públicos— no es rehuirlo, sino identificarlo y gestionarlo adecuadamente. En la medida en que no haya "terceros afectados" cuando el riesgo se materializa, la elección de las fuentes de financiación de las entidades de crédito es algo que compete a sus órganos de decisión, reservándose al supervisor únicamente la misión de garantizar que, efectivamente, las consecuencias de los errores no exceden la esfera de quien fue responsable de ellos. Sin embargo, insistimos, si nos preocupa que una parte de ese crecimiento del crédito —el que ha exigido el recurso a estas nuevas fuentes de financiación— pueda tener su origen en distorsiones competitivas causadas por una inadecuada gestión de las entidades con sistemas de control del riesgo más precarios, pues ello significaría que una parte importante del crecimiento del crédito experimentado por el sistema bancario español en los últimos años no estaría justificado por rentabilidades esperadas superiores a las históricas, sino por un proceso de deriva en la gestión de las entidades que ha dado lugar a una relajación generalizada de los criterios de concesión del crédito. De ser esto así, las entidades de crédito españolas estarían operando sin afectar suficientemente sus cuentas de resultados con los cargos por provisiones necesarios para hacer frente a la pérdida esperada de sus carteras, por lo que, salvo que los gestores de las entidades hubieran decidido unilateralmente retener una parte de los beneficios de las sociedades que dirigen en forma de reservas, es previsible suponer que el nivel de solvencia de estas acabe viéndose afectado una vez cambie la coyuntura y se manifieste el riesgo latente en sus carteras. Si aquellas dotaciones voluntarias de reservas no se hubieran realizado y de ello se pudiera derivar un aumento inaceptable del riesgo asumido por el sistema, nosotros consideramos que el supervisor público podría —y debería— actuar para reconducir la situación.

Decimos que podría actuar porque en esta ocasión, a diferencia de lo sucedido en los sonados casos de insolvencia societaria que han salido recientemente a la luz, la legislación española sí reconoce medios normativos suficientes al Banco de España para que pueda actuar si sus órganos rectores lo consideran pertinente. La Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en su artículo 7. 6, dota a esta Institución con "la capacidad para supervisar la solvencia, actuación y cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito", a la vez que, en virtud del artículo 23 de la misma Ley, la Comisión Ejecutiva del Banco de España —presidida por su Gobernador— tendrá asignada, entre otras, la tarea de "formular a las entidades de crédito las recomendaciones y requerimientos precisos, así como acordar respecto a ellas y a sus órganos de administración y dirección la incoación de expedientes sancionadores y las medidas de intervención, de sustitución de sus administraciones, o cualesquiera otras medidas cautelares previstas en el ordenamiento jurídico cuyo ejercicio se haya encomendado al Banco de España". Con estos instrumentos legales, y los que le reconoce la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito —así como los contenidos en sus propias circulares bancarias—, el Banco de España cuenta con los medios normativos necesarios para poner freno a los crecimientos del crédito que considere inadecuados. Es decir, aun cuando la normativa española de supervisión prudencial está lejos de ser perfecta, no son sus evidentes carencias las que explican la pasividad del Banco de España en los últimos seis años en la prevención de la creciente exposición de las entidades de crédito españolas a los riesgos relacionados con el sector inmobiliario, sino la voluntad de su máximo responsable, el Gobernador.

En resumen, los inspectores del Banco de España no compartimos la complaciente actitud del Gobernador del Banco de España ante la creciente acumulación de riesgos en el sistema bancario español derivados de la anómala evolución del mercado inmobiliario nacional durante sus seis años de mandato, ni tampoco coincidimos completamente con él sobre las causas del, a nuestro juicio, insostenible comportamiento de los precios de los inmuebles en España, ni sobre las medidas a adoptar para reconducir la situación hasta hacerla aceptable. El bienintencionado optimismo del Gobernador, lejos de tranquilizarnos, nos inquieta. Nosotros, los inspectores y técnicos de supervisión del Banco de España, precisamente porque somos los que examinamos *in situ* la situación de las entidades bajo el ámbito de supervisión de esta Institución, incluidas las sociedades de tasación, conocemos de primera mano la situación del sistema financiero español y la del mercado inmobiliario nacional —información que, como no podría ser de otra manera, hemos comunicado puntual y lealmente a los órganos rectores del Banco de España a través de nuestros informes de inspección—, por lo que, siendo conscientes como nadie de los riesgos a los que nos enfrentamos, no podemos ser tan optimistas como está demostrado ser, al menos por ahora, nuestro Gobernador.

Si bien es cierto que también nosotros consideramos que la gran mayoría de las entidades de crédito españolas están bien capitalizadas y que, por ello, su solvencia no es previsible que se vea comprometida aun en los escenarios más desfavorables, no lo es menos que en esos mismos escenarios, y en otros no tan improbables, el número de familias que tendrá que afrontar serias dificultades para hacer frente a sus compromisos financieros crecerá de manera alarmante. En estas circunstancias, no podemos compartir las manifestaciones triunfalistas del que consideramos máximo responsable de la delicada situación actual.

Por todo ello, los Inspectores del Banco de España queremos hacer constar que no compartimos el cándido optimismo del Gobernador ante la previsible evolución de la situación económica española, y que, desde nuestro punto de vista, y sin alarmismos injustificados, sí hay motivos suficientes para la preocupación, especialmente si se tiene en cuenta el legado de los seis años de mandato del señor don Jaime Caruana.

ASOCIACION DE INSPECTORES DEL BANCO DE ESPAÑA

Anexo 5 Ayudas públicas recibidas en el sistema financiero español según los datos del BdE

CUANTIFICACIÓN DE AYUDAS PÚBLICAS										
Importes en millones de euros										
Entidades integrantes con ayudas (FECHA DE ACUERDO INTEGRACIÓN)		Operación de apoyo a la reestructuración		FGDEC capital y otras aportaciones	FROB 1	FROB 2	Posteriores a la Ley 9/2012		SUMA	
Primera fase de integración	Otras integraciones	Tipo de operación	Mes del acuerdo		Preferentes	Capital	Capital	CoCos		
Entidades integradas en CAIXABANK										
Banca Cívica: Caja Navarra, Caja Canarias, Caja Burgos, (ABRIL 2010)	Grupo Banca Cívica (MARZO 2012)	Suscripción participaciones preferentes por el FROB al grupo Banca Cívica	diciembre-10		977				977	
Caja Sol + Caja Guadalajara (DICIEMBRE 2010)										
Banco de Valencia (NOVIEMBRE 2012)	Suscripción de capital por FROB		mayo-12			998			5.498	
	Suscripción de capital por FROB		diciembre-12							4.500
Entidades integradas en BBVA										
UNNIM: Caixa Sabadell, Caixa Terrasa, Caixa Manlleu (MARZO 2010)	Suscripción de preferentes por FROB		julio-10		380				953	
	Suscripción de capital por FROB		septiembre-11							568
	Capitalización de participaciones preferentes y asunción inversión accionarial por el FGDEC		marzo-12							953
CATALUNYA CAIXA: Caixa Catalunya, Caixa Tarragona, Caixa Manresa (MARZO 2010)	Suscripción de preferentes por FROB		marzo-10	1.250					12.052	
	Suscripción de acciones por FROB		septiembre-11	1.718						
	Conversión de participaciones preferentes en capital		diciembre-12							-1.250

	Suscripción de capital por FROB	diciembre-12	9.084						
Entidades integrantes con ayudas (FECHA DE ACUERDO INTEGRACIÓN)		Operación de apoyo a la reestructuración		FGDEC capital y otras aportaciones	FROB 1	FROB 2	Posteriores a la Ley 9/2012		SUMA
Primera fase de integración	Otras integraciones	Tipo de operación	Mes del acuerdo		Preferentes	Capital	Capital	CoCos	
Entidades integradas en IBERCAJA									
Caja 3: CAI, Caja Círculo de Burgos, Caja Badajoz (JULIO 2010)		Suscripción de CoCos por el FROB	diciembre-12				407		407
Entidades integradas en BANCO SABADELL									
CAM		Inyección de capital por el FGDEC previa a venta a Banco Sabadell	diciembre-11	5.249					5.249
Banco Gallego		Suscripción de capital por FROB previa a venta a Banco Sabadell	abril-13				245		245
Entidades integradas en Unicaja									
Caja España, Caja Duero (MARZO 2010) Banco CEISS (JULIO 2013)		Suscripción de preferentes por FROB	marzo-10		525				1.129
		Suscripción de CoCos por el FROB	abril-13				604		
		Conversión de participaciones preferentes en capital	mayo-13		-525	525			
Entidades integradas en LIBERBANK									
Cajastur-Caja Castilla la Mancha (NOVIEMBRE 2009) Liberbank: Cajastur, Caja Cantabria y Caja Extremadura (ABRIL 2011)		Suscripción de preferentes y otros apoyos por el FGDEC para CCM	desde abril -09	1.740					1.740

		Suscripción de CoCos por el FROB	diciembre-12					124	124
Entidades integrantes con ayudas (FECHA DE ACUERDO INTEGRACIÓN)		Operación de apoyo a la reestructuración		FGDEC capital y otras aportaciones	FROB 1	FROB 2	Posteriores a la Ley 9/2012		SUMA
Primera fase de integración	Otras integraciones	Tipo de operación	Mes del acuerdo		Preferentes	Capital	Capital	CoCos	
Entidades integradas en MARE NOSTRUM									
Caja Murcia, Caixa Penedés, Sa Nostra, Caja Granada (JUNIO 2010)		Suscripción de preferentes por FROB	junio-10		915				1645
		Suscripción de capital por FROB	diciembre-12				730		
		Conversión de participaciones preferentes en capital	febrero-13		-915	915			
Entidades integradas en BFA									
Caja Madrid, Bancaja, Caja Ávila, Caja Segovia, Caja Rioja, Caixa Laietana, Caja Insular de Canarias (JUNIO 2010). Bankia nace como filial 100% de BFA.		Suscripción de preferentes por FROB	junio-10		4.465				22.424
		Conversión de participaciones preferentes en capital	mayo-12		-4.465	4.465			

		Suscripción de capital por FROB	diciembre-12			17.959			
Entidades integrantes con ayudas (FECHA DE ACUERDO INTEGRACIÓN)		Operación de apoyo a la reestructuración		FGDEC capital y otras aportaciones	FROB 1	FROB 2	Posteriores a la Ley 9/2012		SUMA
Primera fase de integración	Otras integraciones	Tipo de operación	Mes del acuerdo		Preferentes	Capital	Capital	CoCos	
Entidades integradas en NCG BANCO- NOVACAIXAGALICIA									
Caixa Galicia, Caixanova (JUNIO 2010)		Suscripción de preferentes por FROB	junio-10		1.162				9.052
		Suscripción de acciones por FROB	septiembre-11			2.465			
		Conversión de participaciones preferentes en capital	diciembre-12		-1.162	1.162			
		Suscripción de capital por FROB	diciembre-12				5.425		

TOTALES	7.942	977	13.498	37.943	1.136	61.495
----------------	-------	-----	--------	--------	-------	---------------

Fuente: Banco de España

Anexo 6 Venta de activos financieros de las cajas con peores resultados

Beneficio por operaciones financieras (miles de euros y porcentaje sobre el total del beneficio)						
Entidad		2005	2006	2007	2008	2009
CAM	% sobre beneficios	15%	41%	82%	144%*	103%
	Miles €	43.858	155.079	360.552	620.724	273.186
	De los que:			85% por la venta de activos ¹⁰⁹	106% por la venta de activos ¹¹⁰	64% por la venta de activos ¹¹¹
Caixa Catalunya	% sobre beneficios	3%	30%	-7%	305%	172%
	Miles €	9.129	106.959	-35.988	1.079.829	132.723
	De los que:				59% por la venta de activos y recompra de bonos ¹¹²	55% por la venta de activos y recompra de bonos ¹¹³
CajaSur	% sobre beneficios	13%	91%	142%	-20%	-3%
	Miles €	11.022	83.875	85.170	-7.268	16.892
	De los que:		87% por la venta de activos ¹¹⁴	86% por la venta de activos ¹¹⁵		

¹⁰⁹ Por la venta del 2,44% de METROVACESA se ingresó 307.800 miles de euros.

¹¹⁰ Por la venta del 5% de Enagás 139.401 miles de euros y 520.828 miles de euros por la venta del 5,15% de Unión Fenosa S.A.

¹¹¹ Por la venta del 2,34% de France Telecom España 176.000 miles de euros.

¹¹² Por la venta del 0,72% de France Telecom España, SA y un 5,51% de Abertis, SA se generaron unas plusvalías de 46.782 y 512.039 miles de euros, respectivamente. A lo que hay que añadir 79.386 miles de euros por la recompra de bonos propios con un valor nominal de 324.217 miles de euros.

¹¹³ Por la venta del 0,18% de Abertis, SA lo que generó unas plusvalías de 10.129 miles de euros, a lo que hay que añadir la recompra de bonos propios con nominal de 674.922 miles de euros los cuales han generado unos resultados de 63.111 miles de euros.

Entidad		2005	2006	2007	2008	2009
Caixa Galicia	% sobre beneficios	76%	96%	95%	176%	166%
	Miles €	160.634	343.063	380.276	396.984	153.174
	De los que:	58% por la venta de activos ¹¹⁶	89% por venta de activos ¹¹⁷	87% por la venta de activos ¹¹⁸	93% por la venta de activos ¹¹⁹	110% por la venta de activos y recompra de deuda subordinada y preferentes ¹²⁰
Caja Madrid	% sobre beneficios	17%	17%	87%	95%*	210%
	Miles €	143.263	179.663	2.489.319	795.901	561.365
	De los que:			94% por venta de activos ¹²¹	59% por la venta de activos ¹²²	16% por la venta de activos ¹²³

¹¹⁴ De los que 73.150 miles de euros por la venta de Metrovacesa S.A.

¹¹⁵ De los que 73.652 miles de euros por la venta de Metrovacesa S.A.

¹¹⁶ 92.470 miles de euros por la venta de ENCE S.A.

¹¹⁷ Por la venta del 1,99% de Unión Fenosa S.A. 123.749 miles de euros; por la venta del 8,62% de Itinere Infraestructuras S.A. 85.298 miles de euros, por el 3,44% de Ebro Puleva S.A. 41.938 miles de euros y por el 9% de Grupo Empresarial Ence S.A. por 54.831 miles de euros.

¹¹⁸ Por la venta del 3% Union Fenosa S.A. 199.153 miles de euros y 132.370 miles de euros por la venta del 3% de Galp Energia SGPS.

¹¹⁹ Por la venta del 5% Union Fenosa S.A. 368.499 miles de euros.

¹²⁰ 59.324 miles de euros por la venta del 1,95% Sacyr Vallehermoso S.A que supone el 54% de los resultados positivos por operaciones financieras. Por la recompra de deuda subordinada por un valor del 61% del nominal de la emisión de 195.800 miles de euros del 20 de junio de 2007, se anota 76.513 miles de euros y por la recompra de preferentes por un valor del 62% del nominal, correspondiente a las emisiones de 14 de diciembre de 2005 y 20 de abril de 2007, se anotan 32.403 miles de euros. En total 108.916 miles de euros de beneficio que suponen un 71% de los beneficios por operaciones financieras.

¹²¹ De los que 2.333.445 miles de euros por la venta de Endesa.

¹²² De los que 467.761 corresponden a la operación de canje de la participación del Grupo en Mapfre-Caja Madrid Holding de Entidades Aseguradoras, S.A. registrada en la cartera de "ganancias de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas."

¹²³ Por la venta del 2,9% de Bankinter S.A. 106.160 miles de euros.

Entidad		2005	2006	2007	2008	2009
Bancaja	% sobre beneficios	13%	66%	10%	21%	126%
	Miles €	52.469	576.372	59.113	105.349	465.763
	De los que:		97% por la venta de un activo ¹²⁴			84% por recompra de títulos propios ¹²⁵
Novacaixa	% sobre beneficios	47%	91%	92%	316%	210%
	Miles €	62.154	131.663	176.791	588.989	302.510
	De los que:		96% por distintas operaciones bursátiles ¹²⁶	71% por la venta de un activo ¹²⁷	87% por la venta de dos activos ¹²⁸	66% se divide en 39% por la recompra de obligaciones subordinadas y 27% por una operación de venta de activos ¹²⁹

Fuente: Informes anuales de las cajas de ahorros

¹²⁴ Se registraron 557.000 miles de euros por la venta del 6,01% de Metrovacesa S.A.

¹²⁵ Compras a precio de mercado de bonos emitidos por los fondos de titulización propios que han generado un beneficio de 148.239 miles de euros y compras a precio de mercado de títulos propios que han generado un beneficio de 243.167 miles de euros.

¹²⁶ Por la venta de acciones se genera un beneficio de 126.800 miles de euros.

¹²⁷ Por la venta de Itínere Infraestructuras S.A que dio lugar a una plusvalía de 125.518 miles de euros.

¹²⁸ Por la venta del 4,72% de Union Fenosa 465.579 miles de euros y por la venta del 1,09% de France Telecom España S.A 45.568 miles de euros.

¹²⁹ 116.525 miles de euros por la recompra de obligaciones subordinadas al 55% del valor nominal y 80.238 miles de euros debido a la venta de Unión Fenosa S.A (0,81%).

Anexo 7 El proceso de fusiones

2009	2010	2011	2012	2013	2014
La Caixa	La Caixa	Caixabank	Caixabank		
Caixa Girona					
Cajasol	Cajasol	Banca Cívica			
Caja Guadalajara					
Caja Navarra	Banca Cívica				
Caja de Burgos					
Caja Canarias					
Caja Madrid	Bankia				
Bancaja					
La Caja de Canarias					
Caixa Laietana					
Caja de Ávila					
Caja Segovia					
Caja Rioja					
CAM	Banco CAM	Banco Sabadell			
Cajasur	Cajasur Banco BBK	Kutxabank			
BBK					
Kutxa					
Vital Kutxa					
Caja Murcia	Manco Mare Nostrum				
Caixa Penedés					
Caja Granada					
Sa Nostra					
Caixa Sabadell	Unnim	Unnim Banc	BBVA		
Caixa Terrassa					
Caixa Manlleu					
Unicaja	Unicaja	Unicaja Banco	Unicaja Banco		
Caja Jaén					
Caja España	CEISS	Banco CEISS			
Caja Duero					
Caixa Catalunya	Catalunya Caixa	Catalunya Banc	BBVA		
Caixa Tarragona					
Caixa Manresa					
Caixa Galicia	Novacaixagalicia	NCG Banco	Abanca		
Caixanova					
CCM	Banco de Castilla la Mancha	Liberbank			
Cajastur					
Caja de Extremadura					
Caja Cantabria					
Caja Inmaculada de Aragón		Banco Caja 3		Ibercaja Banco	
Caja Círculo					
Caja de Badajoz					

Ibercaja	Ibercaja Banco
----------	----------------

Fuente: CECA

Anexo 8 Clasificación de las cajas y bancos como variables dependientes

CAM	1	CCM	1	Laietana	1	Canarias	1	CIA	1
Ávila	1	Girona	1	Murcia	1	Cantabria	0	BSCH	0
Badajoz	1	Granada	1	Ontinyent	0	Segovia	1	BBVA	0
La Caixa	0	Guadalajara	1	Cajastur	0	Cajasol	1	Popular	0
Catalunya	1	Jaén	1	Sa Nostra	1	Tarragona	1	B. Sabadell	0
BBK	0	Caja España	1	Canarias	1	Terrasa	1	Bankinter	0
CCOB	1	Rioja	1	Navarra	1	Bancaja	1	Pastor	1
Burgos	1	Caja Madrid	1	Pollença	0	Caixanova	1	B. de Valencia	1
Extremadura	0	Unicaja	0	Sabadell	1	Penedés	1	B. March	0
CajaSur	1	Manlleu	1	Duero	1	Kutxa	0	Guipuzcoano	1
Galicia	1	Manresa	1	Kutxa V.	0	IberCaja	1	B. Gallego	1

Anexo 9 Resultados de las estimaciones

Muestra cajas 2008

Dependent Variable: F

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 45

Included observations: 45

Convergence achieved after 6 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficien t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	4.296650	1.319910	3.255260	0.0011
OF8/B8	2.174988	1.412167	1.540178	0.1235
B_PARTI8/PARTI_A8	-7.525791	3.351148	-2.245735	0.0247
PATRI8/A8	-61.57292	22.53816	-2.731942	0.0063
McFadden R-squared	0.517191	Mean dependent var	0.777778	
S.D. dependent var	0.420437	S.E. of regression	0.281626	
Akaike info criterion	0.689272	Sum squared resid	3.251845	
Schwarz criterion	0.849864	Log likelihood	11.50861	
Hannan-Quinn criter.	0.749139	Deviance	23.01722	
Restr. deviance	47.67356	Restr. log likelihood	23.83678	
LR statistic	24.65634	Avg. log likelihood	0.255747	
Prob(LR statistic)	0.000018			
Obs with Dep=0	10	Total obs	45	
Obs with Dep=1	35			

Muestra cajas y bancos 2008

Dependent Variable: F

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 54

Included observations: 54

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	3.972154	1.151504	3.449534	0.0006	
OF8/B8	2.542632	1.192012	2.133060	0.0329	
B_PARTI8/PARTI_A8	-9.502472	2.950933	-3.220158	0.0013	
PATRI8/A8	-57.81497	19.32883	-2.991127	0.0028	
McFadden R-squared	0.524024	Mean dependent var	0.722222		
S.D. dependent var	0.452109	S.E. of regression	0.301688		
Akaike info criterion	0.710602	Sum squared resid	4.550774		
Schwarz criterion	0.857934	Log likelihood	15.18624		
Hannan-Quinn criter.	0.767422	Deviance	30.37249		
Restr. deviance	63.81096	Restr. log likelihood	31.90548		
LR statistic	33.43848	Avg. log likelihood	0.281227		
Prob(LR statistic)	0.000000				
Obs with Dep=0	15	Total obs	54		
Obs with Dep=1	39				

Muestra cajas 2008
 Dependent Variable: F
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 45
 Included observations: 45
 Convergence achieved after 5 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.256775	2.961763	2.787790	0.0053	
OF8/B8	4.002068	2.538380	1.576623	0.1149	
B_PARTI8/PARTI_A8	-13.35971	5.974945	-2.235955	0.0254	
PATRI8/A8	-117.9317	47.17649	-2.499798	0.0124	
McFadden R-squared	0.527619	Mean dependent var	0.777778		
S.D. dependent var	0.420437	S.E. of regression	0.278082		
Akaike info criterion	0.678224	Sum squared resid	3.170520		
Schwarz criterion	0.838817	Log likelihood	11.26005		
Hannan-Quinn criter.	0.738092	Deviance	22.52010		
Restr. deviance	47.67356	Restr. log likelihood	23.83678		
LR statistic	25.15346	Avg. log likelihood	0.250223		
Prob(LR statistic)	0.000014				
Obs with Dep=0	10	Total obs	45		
Obs with Dep=1	35				

Muestra cajas y bancos 2008

Dependent Variable: F

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 54

Included observations: 54

Convergence achieved after 6 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	7.364069		2.382450	3.090964	0.0020
OF8/B8	4.557779		2.181978	2.088829	0.0367
B_PARTI8/PARTI_A8	-17.44692		5.874881	-2.969748	0.0030
PATRI8/A8	-107.2916		38.36266	-2.796772	0.0052
McFadden R-squared	0.529182	Mean dependent var	0.722222		
S.D. dependent var	0.452109	S.E. of regression	0.298568		
Akaike info criterion	0.704507	Sum squared resid	4.457128		
Schwarz criterion	0.851839	Log likelihood	15.02168		
Hannan-Quinn criter.	0.761327	Deviance	30.04335		
Restr. deviance	63.81096	Restr. log likelihood	31.90548		
LR statistic	33.76761	Avg. log likelihood	0.278179		
Prob(LR statistic)	0.000000				
Obs with Dep=0	15	Total obs	54		
Obs with Dep=1	39				

Muestra cajas 2009
 Dependent Variable: F
 Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 45
 Included observations: 45
 Convergence achieved after 6 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficien t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	5.887680	1.808195	3.256110	0.0011
OF9/B9	1.095304	0.506870	2.160916	0.0307
B_PARTI9/PARTI_A9	-7.976996	4.206502	-1.896349	0.0579
PATRI9/A9	-95.01478	30.13007	-3.153487	0.0016
McFadden R-squared	0.666232	Mean dependent var	0.777778	
S.D. dependent var	0.420437	S.E. of regression	0.220446	
Akaike info criterion	0.531376	Sum squared resid	1.992458	
Schwarz criterion	0.691968	Log likelihood	7.955956	
Hannan-Quinn criter.	0.591243	Deviance	15.91191	
Restr. deviance	47.67356	Restr. log likelihood	23.83678	
LR statistic	31.76165	Avg. log likelihood	0.176799	
Prob(LR statistic)	0.000001			
Obs with Dep=0	10	Total obs	45	
Obs with Dep=1	35			

Muestra cajas y bancos 2009

Dependent Variable: F

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 54

Included observations: 54

Convergence achieved after 6 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	5.338688	1.608661	3.318716	0.0009	
OF9/B9	1.034467	0.438080	2.361363	0.0182	
B_PARTI9/PARTI_A9	-5.846638	2.390536	-2.445743	0.0145	
PATRI9/A9	-87.46981	26.39141	-3.314329	0.0009	
McFadden R-squared	0.579252	Mean dependent var	0.722222		
S.D. dependent var	0.452109	S.E. of regression	0.284408		
Akaike info criterion	0.645340	Sum squared resid	4.044393		
Schwarz criterion	0.792672	Log likelihood	13.42417		
Hannan-Quinn criter.	0.702160	Deviance	26.84834		
Restr. deviance	63.81096	Restr. log likelihood	31.90548		
LR statistic	36.96262	Avg. log likelihood	0.248596		
Prob(LR statistic)	0.000000				
Obs with Dep=0	15	Total obs	54		
Obs with Dep=1	39				

Muestra cajas 2009
 Dependent Variable: F
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 45
 Included observations: 45
 Convergence achieved after 6 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficien t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	11.69624	4.379546	2.670652	0.0076
OF9/B9	2.126112	1.117796	1.902058	0.0572
B_PARTI9/PARTI_A9	-15.44315	8.312301	-1.857867	0.0632
PATRI9/A9	-186.6458	69.79863	-2.674061	0.0075
McFadden R-squared	0.681247	Mean dependent var	0.777778	
S.D. dependent var	0.420437	S.E. of regression	0.209377	
Akaike info criterion	0.515469	Sum squared resid	1.797391	
Schwarz criterion	0.676061	Log likelihood	7.598049	
Hannan-Quinn criter.	0.575336	Deviance	15.19610	
Restr. deviance	47.67356	Restr. log likelihood	23.83678	
LR statistic	32.47746	Avg. log likelihood	0.168846	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	10	Total obs	45	
Obs with Dep=1	35			

Muestra cajas y bancos 2009

Dependent Variable: F

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 54

Included observations: 54

Convergence achieved after 6 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

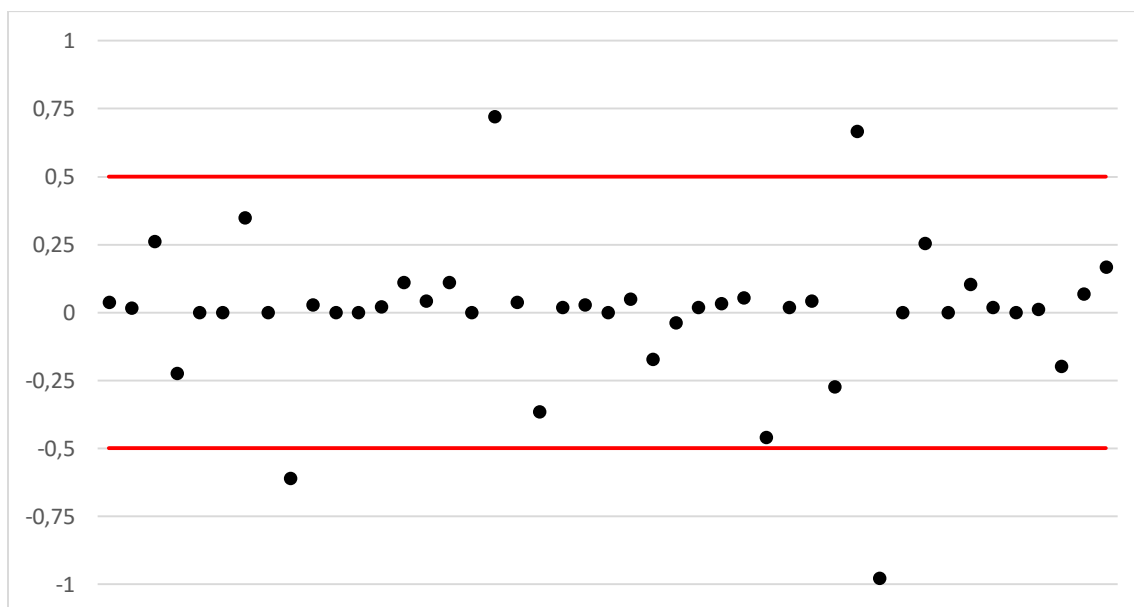
Variable	Coefficient	t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	9.831445	3.373036	2.914716	0.0036	
OF9/B9	1.920932	0.903802	2.125391	0.0336	
B_PARTI9/PARTI_A9	-10.87005	4.754833	-2.286105	0.0222	
PATRI9/A9	-160.7715	54.68718	-2.939840	0.0033	

McFadden R-squared	0.583168	Mean dependent var	0.722222		
S.D. dependent var	0.452109	S.E. of regression	0.281259		
Akaike info criterion	0.640712	Sum squared resid	3.955342		
					-
Schwarz criterion	0.788044	Log likelihood	13.29922		
Hannan-Quinn criter.	0.697532	Deviance	26.59845		
					-
Restr. deviance	63.81096	Restr. log likelihood	31.90548		
					-
LR statistic	37.21252	Avg. log likelihood	0.246282		
Prob(LR statistic)	0.000000				

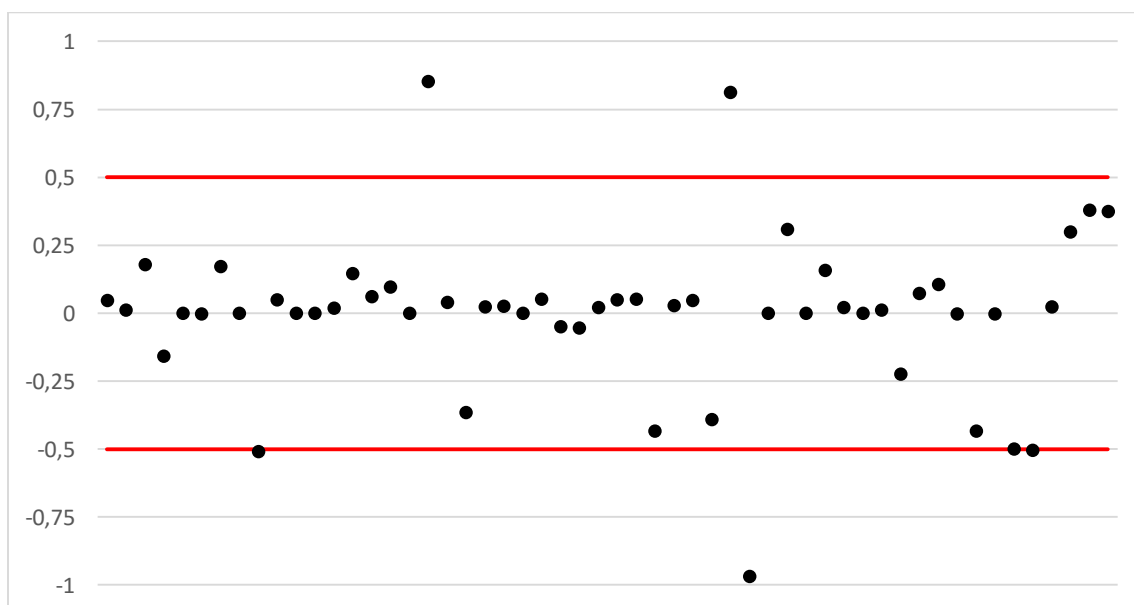
Obs with Dep=0	15	Total obs	54
Obs with Dep=1	39		

Anexo 10 Residuos de los modelos

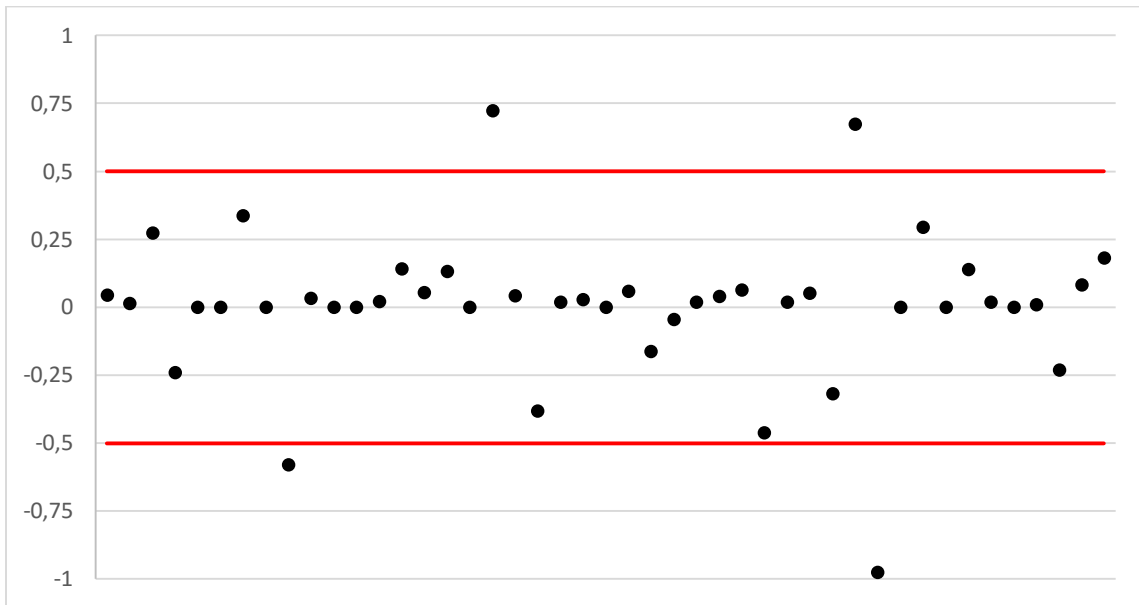
Residuos logit 2008 (cajas)



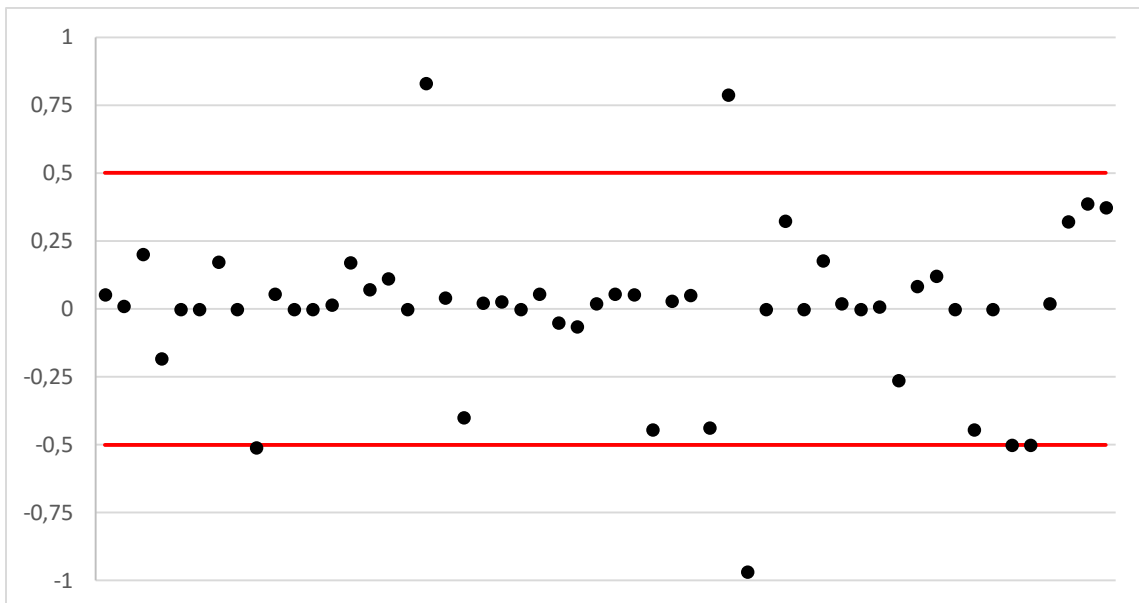
Residuos logit 2008 (cajas y bancos)



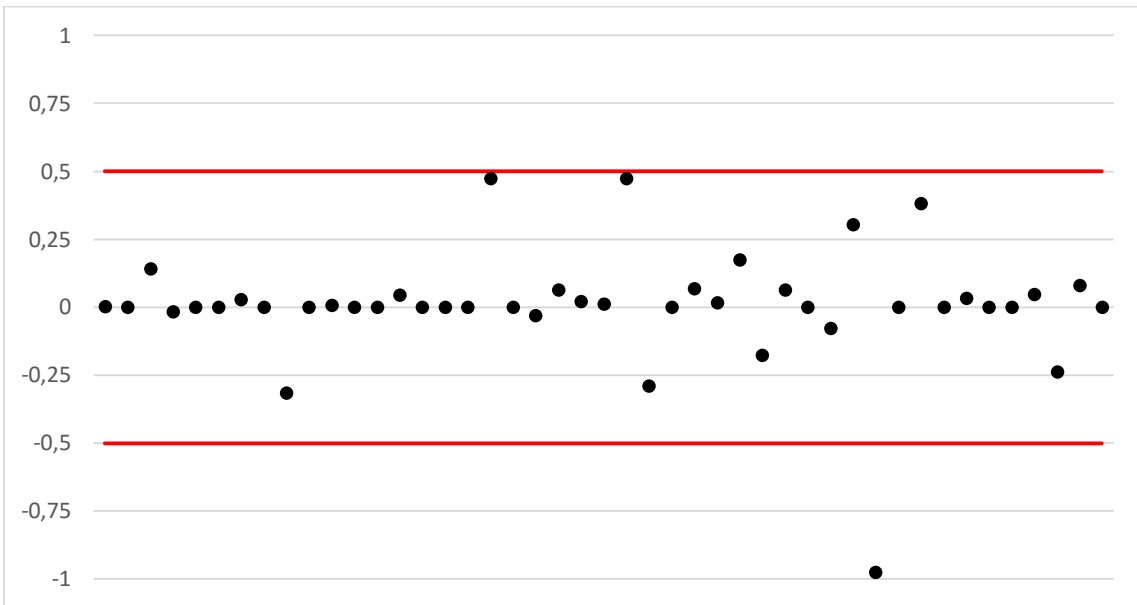
Residuos probit 2008 (cajas)



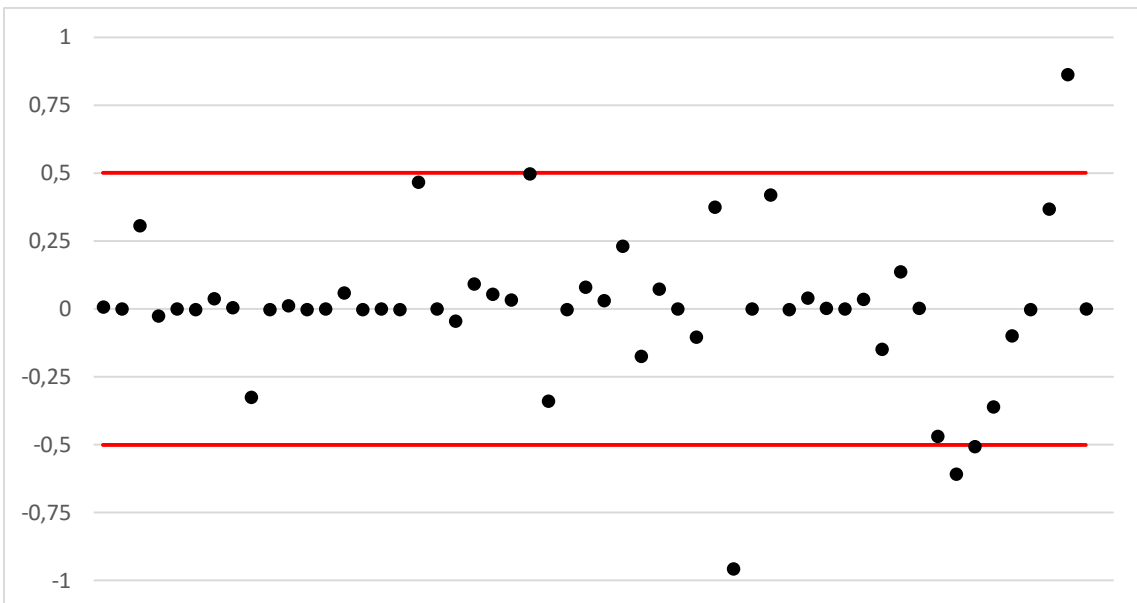
Residuos probit 2008 (cajas y bancos)



Residuos probit 2009 (cajas)



Residuos probit 2009 (cajas y bancos)



Anexo 11 Entidades investigadas y personas físicas imputadas en casos financieros admitidos a trámite

Entidades investigadas y personas físicas imputadas en casos financieros admitidos a trámite*		
CCM	Bankia	Caja Madrid
Juan Pedro Hernández Moltó Ildefonso Ortega	Agustín González González Alberto Ibáñez González	Miguel Blesa Carlos Vela
Caixa Penedés	Ángel Acebes Paniagua	Gerardo Díaz Ferrán
Ricard Pagès Manuel Troyano Santiago José Abella Juan Caellas	Ángel Villanueva Pareja Antonio Tirado Jiménez Araceli Mora Enguñados Arturo Fernández Álvarez	NCG Banco (Fusión de Caixanova y Caixa Galicia) Julio Fernández Gayoso José Luis Pego Alonso Gregorio Gorriarán
Caja Navarra Enrique Goñi Miguel Sanz	Carmen Cavero Mestre Estanislao Rodríguez-Ponga	Óscar Rodríguez Estrada Francisco Javier Garcia de Paredes
Banco de Valencia (Bancaja máximo accionista)	Francisco Baquero Noriega	Banca Cívica
Domingo Parra Eugenio Calabuig Antonio Tirado Celestino Aznar Agnes Noguera Manuel Olmos Montepio Loreto Pedro Muñoz Silvestre Segarra José Segura Almodóvar Juan Antonio Girona José Luis Quesada María Dolores Boluda María Irene Girona Federico Michavila Miguel Monferrer	Francisco Juan Ros García Francisco Pons Alcoy Francisco Verdú Pons Javier López Madrid Jesús Pedroche Nieto Jorge Gómez Moreno José Antonio Moral Santín José Luis Olivas Martínez José Manuel Fernández Norniella José Manuel Serra Peris José María de la Riva Ámez Jose Rafael García-Fuster Juan Llopart Pérez Juan Manuel Suárez del Toro Luis Blasco Bosqued	Enrique Goñi Álvaro Arvelo José Maria Leal Antonio Pulido José Antonio Asiaín Jesús Alberto Pascual Marcos Contreras Manrique Juan Dehesa Lázaro Cepas Amancio López Seijas Rafael Cortes Elviara Marta de la Cuesta Pedro Pérez Fernández José María Achirica Ángel Corcóstegui Guraya

CAM	<i>Continúa Bankia...</i> Mercedes de la Merced Monge
Roberto López Abad María Dolores Amorós Teófilo Sogorb Vicente Soriano Modesto Crespo Juan Ramón Avilés	Mercedes Rojo-Izquierdo Atilano Soto Rábanos Pedro Bedia Pérez Rafael Ferrando Giner Remigio Pellicer Segarra Ricardo Romero de Tejada y Picatoste Rodrigo Rato

Fuente: Expansión 19/3/2013. Disponible en:
<http://www.expansion.com/2013/03/18/empresas/banca/1363611866.html> [Última fecha de consulta 4/1/2015]

Bibliografía

Adam, M., & Nicolini, J.P. (2011) Stock Market Volatility and Learning, *Centre for Economic Performance, Discussion Papers* 1077.

ADICAE (2009) Tasadoras y banca. Negocios conjuntos que han hinchado la burbuja. <http://laeconomíadelosconsumidores.adicae.net/print.php?id=88>

Akin, O., García, J., García J., Peydró, J.L., & Raya, J.M. (2014) The real estate and credit bubble: evidence from Spain, *SERIEs* 5 (2), 223-243.

Allen, F., & Gale, D. (1998) Optimal Financial Crises, *Journal of Finance*, 53, 1245-1284.

Alonso, N. y Trillo, D. (2013): La respuesta de la regulación prudencial a la crisis: Basilea III, *Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI) Working Paper* 04/13.

Altman, E. I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, 23, 589-609.

Altman, E.I., & Saunders, A. (1998) Credit Risk Measurement: Developments over the Last 20 Years, *Journal of Banking and Finance*, 21, 1721-1742.

Anes, R. (1974) El Banco de España (1874-1914): un banco nacional, en *La Banca española en la Restauración*, I, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.

Aríztegui, J. (2010) *La reforma del sistema financiero y su supervisión*, en el XIX Congreso Nacional de Auditoría. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/subgoberna/ficheros/es/sub291010.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Ayadi, R., Schmidt, R.H., & Carbó, S. (2009) *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: The Performance and Role of Savings Banks*, Center for European Policy Studies, Brussels.

Azofra, V., y Santamaría, M. (2004) El gobierno de las cajas de ahorro españolas, *Universia Business Review*, ISSN 1698-5117, 2, 48-59.

Baker H.K., & Nofsinger J.R. (2010) *Behavioral Finance: An Overview*, in Baker H.L, Nofsinger J.R. (eds.), *Behavioral Finance*, Wiley, New Jersey

Banco Central Europeo (2010) Boletín Mensual de octubre. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1010.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (1999) Circular 9/1999. Disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOEA-1999-24365 [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2002) Informe de Estabilidad Financiera 11/2002. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/02/Fic/IEFmnov02.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2003) Informe de Estabilidad Financiera 5/2003. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/03/Fic/IEFmay03.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2004a) Transparencia y Disciplina de Mercado: Gobierno Corporativo, Conferencia de Gonzalo Gil, Subgobernador del Banco de España en Jornadas empresariales, Reflexiones sobre la problemática empresarial en el marco normativo y financiero del año 2005. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/archivo/gonzalo_gil/ficheros/es/sub111104.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2004b) Circular 4/2004. Entidades de crédito. Normas de Información Financiera Pública y Reservada y Modelos de Estados Financieros.

Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SJU/normativa/circulares/4.2004.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2004c) Informe de Estabilidad Financiera 5/2004. Disponible en:<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/04/Fic/IEFmay04.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2005a) Informe de Estabilidad Financiera 12/2005. Disponible en:<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/05/Fic/IEF200512.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2005b) Boletín Económico 10/2005. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/05/Fich/be0510.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2006a) Implantación y validación de enfoques avanzados de Basilea II en España. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/t2/modelos_t2/ficheros/es/Implantacion_y_validacion_de_enfoques_avanzados_de_Basilea.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2006b) Informe de Estabilidad Financiera 5/2006. Disponible en:<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/06/Fic/IEF200605.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2006c) Informe de Estabilidad Financiera 11/2006. Disponible en:<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/06/Fic/IEF200611.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2007) Las cajas de ahorros españolas, Conferencia de Miguel Fernández Ordóñez en la Fundación de Estudios Financieros. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DelGobernador/mfo180107.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2008) Informe de Estabilidad Financiera 5/2008. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/May/Fic/IEF200814.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2010a) Nota Informativa, 29 de junio de 2010. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/RestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/es/presbe22.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2010b) Nota Informativa, 29 de junio de 2010. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/10/Arc/Fic/presbe24.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2010c) Nota Informativa, 23 de julio de 2010. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/PruebasResistencia/Ficheros/es/nota_de_prensa_stress_test.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2011a) Evolución y reforma de las Cajas de Ahorros, <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/RestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/es/notareformacajas210211.pdf>

Banco de España (2011b) Nota Informativa, 15 de julio de 2011. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/11/Arc/Fic/presbe2011_28.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2012a) Boletín Económico 7/2012. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Jul/Fich/be1207.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2012b) Circular 6/2012. Modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/SJU/normativa/circulares/Circular_6-2012.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2013a) Informe de Estabilidad Financiera 5/2013. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/13/IEF-Mayo2013.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2013b) Informe de Estabilidad Financiera 11/2013. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/13/IEF-Noviembre2013.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco de España (2015) Nota informativa sobre ayudas públicas en el proceso de reestructuración del sistema bancario español (2009-2015). Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe040515.pdf [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Banco Mundial (2001) Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, 123–156. in *A World Bank policy research report*, The World Bank, Washington, D.C

Basel Committee of Banking Supervision (2004) Convergencia internacional de medidas y normas de capital.

Basel Committee of Banking Supervision (2005a) Studies on the Validation of Internal Rating Systems, *BCBS Working Papers*, 15.

Basel Committee of Banking Supervision (2005b) An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions.

Beaver, W. (1967) Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement, *Journal of Accounting Research*, 5, 71-127.

Bebchuk, L., & Goldstein, I. (2011) Self-fulfilling credit market freezes, *Review of Financial Studies*, 24, 3519-3555.

Bellamy, J. (2010) The financialization of accumulation, *Monthly Review*, 62(5).

Benmelech, E., & Bergman, N., (2012) Credit Traps, *American Economic Review* 104, 3004-3032.

Berkson, J. (1944) Application of the logistic function to bio-assay, *Journal of the American Statistical Association*, 39, 357-365.

Blanchard, O., & Leigh, D. (2013) *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper 13/1. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Bliss, C. I. (1934) The Method of Probits, *Science*, 79, 38-39.

Bordo M., Eichengreen, B., Klingebiel D., Martínez M.D., & Rose, A., K. (2001) Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, 16 (32), 53-82.

Bover, O., Jimeno, J.F. y Marcet, A. (2013) El nuevo reto en macroeconomía: la modelización y la medición de las expectativas” *Boletín Económico Banco de España*, 8, 125-131.

- Branch, W. A., & Evans, G.W. (2011) Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes, *American Economic Journal Macroeconomics* 3 (3), 159-191.
- Brue, S., & Grant, R. (2009). *Historia del pensamiento económico* (7ª edición), Cengage Learning, México.
- Bryant, J. (1980) A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance, *Journal of Banking and Finance*, 4, 335-344.
- Cals, J. (2005) *El éxito de las cajas de ahorros: Historia reciente, Estrategia Competitiva y Gobierno*, Ariel, Barcelona.
- Canosa, R. (1945) *Un siglo de banca privada, 1845-1945*, Nuevas Gráficas, Madrid.
- Caouette, J.B, Altman, E.I., & Narayanan, P. (1998) *Managing Credit Risk*. Wiley, New York.
- Caprio, G., & Klingebiel, D. (2003) *Episodes of systemic and Bordeline Financial Crisis*, World Bank, Washington, D.C.
- Cárdenas, A. (2013) The Spanish Savings Bank Crisis: History, Causes and Responses, *IN3 Working Paper Series*.
- Carey, M. (2001) Some evidence on the consistency of banks' internal credit ratings, *Federal Reserve Board, Working paper*.
- Caruana, J. (2001) *Discurso pronunciado por Jaime Caruana, Gobernador del Banco de España en la Asamblea General Ordinaria de la Confederación Española de Cajas de ahorros*. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/01/Arc/Fic/pres189.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Casares, A. (2005) Cuestiones actuales del régimen jurídico-administrativo de las cajas de ahorros españolas, *Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, 1, 31-66.

Casares, A. (2011) Crónica de una muerte anunciada: Reestructuración y ocaso de las cajas de ahorro españolas, *Revista jurídica de Castilla y León*, 25, 219-290.

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, *Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera*, 14, 87-121.

Chari, V., & R. Jagannathan (1988) Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium, *Journal of Finance*, 43, 749-60.

Charles, S. (2008) Corporate debt, variable retention rate and the appearance of financial fragility, *Cambridge Journal of Economics*, 32, 781-795.

Chesnais, F., y Plihon, D. (2003) *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.

Christen-Lécuyer, C. (2003) Historia de la Caja de Ahorros de París desde su fundación (1818) hasta la primera Ley Orgánica de las Cajas de Ahorros francesas (1835) *Papeles de Economía Española*, 97, 106-125.

CNMV (2008) Recomendaciones de la CNMV a las sociedades de valoración e inmobiliarias cotizadas o en proceso de salida a bolsa, en relación con la valoración de activos inmuebles, Nota de Prensa. Disponible en: <http://jencinar.typepad.com/PDF/verdoc.pdf> [Última fecha de acceso: 17 de diciembre de 2015]

Código Olivencia (1998) *Informe de la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*. BOICAC 33, Madrid.

Comisión Aldama (2003) *Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas*, Madrid

Comisión de las Comunidades Europeas (2003) *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, COM 284, Bruselas.

Comité de Basilea (1999) *Acrecentando el Gobierno Corporativo de las Organizaciones Bancarias*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Cramer, J. S. (2003). *Logit models from economics and other fields*. Cambridge University Press, Cambridge.

Crotty, J. (1994) Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible? Conventional Decision Making, Institutional Structures, and Conditional Stability, in Keynesian Macromodels, in Dimski, and Pollin, R. (eds), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, University of Michigan Press, 105-142.

Crotty, J. (2005) The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era in Epstein, Gerald *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, London.

Cuervo (1988) *La crisis bancaria en España 1977-1985: causas, sistemas de tratamiento y coste*, Ariel, Barcelona.

Cuñat, V., and Garicano, I. (2010) ¿Concedieron las cajas “buenas” créditos “malos”? Gobierno corporativo, capital humano y carteras de créditos en S. Bentolila, M. Boldrin, J. Díaz, y J. J. Dolado (coordinadores), *La crisis de la economía española. Análisis económico de la Gran Recesión*, Fedea, Madrid.

Delgado, J., Salas, V., & Saurina, J. (2007) Joint size and ownership specialization in bank lending, *Journal of Banking & Finance*, 31, 3563–3583.

Desantes, J.M. (1982) Naturaleza y fines de las cajas de ahorros de los países de la Europa comunitaria, *Cuadernos de trabajo de la convención de asesores jurídicos*, Confederación Española de Cajas de Ahorros, 4, 5-11.

Diamond, D., & Dybvig, P. (1983) Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.

Díez J.M., López O., Pérez, M., y Prieto T. (2000) La influencia de las Administraciones Públicas en los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros castellano-leonesas, *7º Congreso de Economía Regional de Castilla y León: Comunicaciones*: Soria 23, 24 y 25 de noviembre 2000, Vol. 1, 2000, 96-115

Duménil, G., & Lévy, D. (2004) *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge.

Ellams, D. (2003) Las cajas de ahorros en Escocia durante el siglo XIX, *Papeles de Economía Española*, 97, 93-105.

Epstein, G. A. (2005) *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.

ESBG (2009) *Retail Banking in Europe: The Way Forward*, Brussels, European Savings Banks Group. ISSN 1782-396x.

European Banking Authority (2013) Interim results of the EBA review of the consistency of risk-weighted assets.

Eusepi, S., & Preston, B. (2013) Fiscal Foundations of Inflation: Imperfect Knowledge, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 649.

Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.

Fernández, A.I., González, F., y Fonseca, A.R. (2006) Influencia de la forma jurídica sobre la asunción de riesgos de los intermediarios bancarios: el caso español, *Moneda y crédito*, ISSN 0026-959X, 223, 43-84.

Fernández, M.A. (2007) *Las cajas de ahorros españolas*, en Fundación de Estudios Financieros. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DelGobernador/mfo180107.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Fernández, M.A. (2010) *Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso*. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/gobernador/ficheros/es/mfo220610.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Fernández, M.A. (2011) *Intervención en el XVIII Encuentro del Sector Financiero*. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DelGobernador/mfo050411.pdf> [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

Firestone, S. y Rezende, M. (2012) Are Banks' Internal Risk Parameters Consistent? Evidence from Syndicated Loans, *Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper*, Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2139539. [Última fecha de acceso: 1 de febrero de 2014]

Fisher, I. (1911) *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, Macmillan, New York.

Fisher, I. (1933) The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1, 337-357.

FMI (2006a) Spain: Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Regulation, Supervision, and Governance of the Spanish Cajas, IMF Country Report No. 06/215.

FMI (2006b) Spain: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Insurance Supervision, Securities Supervision, Payment Systems, Securities Settlement Systems, and Financial Policy Transparency, IMF Country Report No. 06/212.

FMI (2006c) Spain: Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Stress Testing Methodology and Results, IMF Country Report No. 06/216.

FMI (2012) Spain: The Reform of Spanish Savings Banks Technical Notes, IMF Country Report No. 12/141.

FMI (2013) Spain: 2013 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 13/244.

Fonseca, A. R., y González, F. (2005) Cambios en el gobierno de las cajas de ahorro y nivel de riesgo. Efecto de las legislaciones autonómicas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 125, 395–421.

Fonseca, A.R. (2005) El gobierno de las cajas de ahorros: influencia sobre la eficiencia y el riesgo, *Universia Business Review*, ISSN 1698-5117, 8, 24-37.

Forniés, J.F. (1979) El ahorro popular durante la Dictadura: las cajas de ahorros y montes de piedad, *Cuadernos Económicos de ICE*, 10, 227-266.

Friedman, M. (1968) The Role of Monetary Policy, *The American Economic Review*, 58 (1), 1-17.

Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963) *A Monetary History of the U.S.*, Princeton University Press, Princeton.

Fuentes, I. (2009) La titulización en España: principales características, *Boletín Económico del Banco de España* 9, 90-98.

Galindo, M. A. (1992) *Keynes y el nacimiento de la macroeconomía*, Editorial Síntesis, Madrid.

García, E., & Sánchez, J. (2014) Politicization, banking experience and risk in savings banks, *European Journal of Law and Economics* 38(3), 535-553

García, J. (2008): *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*, Bosch, Barcelona.

García, J.R. (1984) El sistema bancario español del siglo XIX: ¿una estructura dual? Nuevos planteamientos y nuevas propuestas, *Revista de Historia Económica - Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 7 (1), 111-132

García, M. G. (2003) El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas. Eumed, Tesis Doctoral. Disponible en: <http://www.eumed.net/tesis/mggs/index.htm> [Última fecha de acceso: 14 de diciembre de 2015]

García, M., y Surroca, J. (2002) Eficiencia en organizaciones orientadas a los interesados: las cajas de ahorros españolas, *Estudios sobre la Economía Española*, 146.

García, T., & Robles, M. (2008) Risk-taking behavior and ownership in the banking industry: the Spanish evidence, *Forthcoming Journal of Economics and Business*, vol. 60, no 4, 332-54.

Garrido, A. (2011) Postkeynesianos y Sraffianos ¿es posible alcanzar un acuerdo?, *Nómadas: Revista Crítica de Ciencias Sociales y Jurídicas*, 0 (Ejemplar dedicado a: Piero Sraffa, 63-79

Gertler, M., & Kiyotaki, N. (2011) *Financial Intermediation and Credit Policy*, in Friedman, B.M., and Woodford, M. (eds), *the Handbook of Monetary Economics*, North Holland.

Gil, G. (2002) *Intervención en la LXXXV Asamblea General Ordinaria Confederación Española de Cajas de Ahorro*. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/archivo/gonzalo_gil/ficheros/es/sub240402.pdf [Última fecha de acceso: 28 de marzo de 2015].

- Goldberger, A. S. (1964) *Econometric Theory*, Wiley, New York.
- González, F., Méndez, R., y Salazar, R. (2011) Auge, caída y transformación de las cajas de ahorro españolas: lecciones para América Latina, *CEPAL Serie Financiamiento del Desarrollo*, 237.
- González, J.M. (1983) *Naturaleza y régimen jurídico de las cajas de ahorros*, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Madrid.
- Güel, C. (2005) *El éxito de las cajas de ahorros*, Ariel, Barcelona
- Gujarati, D. (2010) *Econometría* (5ª edición). McGraw Hill, México.
- Hayek, F.A. (1931) *Prices and Production*, Collected Works of F.A. Hayek, University of Chicago, Chicago.
- Hermida, C., y García, E. (1980), El retiro obrero obligatorio en España; génesis y desarrollo (1917-1931), *Estudios de Historia Social*, 14, 7-61.
- Hommes, C. (2013) *Behavioral Rationality and Heterogeneous Expectations in Complex Economic Systems*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Iannotta, G., Nocera, G., & Sironi, A. (2007) Ownership structure, risk and performance in the European banking industry, *Journal of Banking and Finance*, 31, 2127-2149.
- Jacklin, C.J, & Bhattacharya, S. (1988) Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications, *Journal of Political Economy*, 96 (3), 568-592.
- Jarsulic, M. (1989) Endogenous credit and endogenous business cycles, *Journal of Post Keynesian Economics*, 12, 35-48.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2), 263-292.

Kahnemann, D., & Tversky, A. (1974) Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science, New Series*, 185, 1124-1131.

Kahnemann, D., & Tversky, A. (1974) Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science, New Series*, 185, 1124-1131.

Kaldor, N. (1970) The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, 97(7), 1-18.

Kaldor, N. (1982) *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, Oxford.

Kaufman, H. (1986) *Interest Rates, the Markets and the New Financial World*, Times Books, New York.

Keen, S. (1995) Finance and economic breakdown: modelling Minsky's financial instability hypothesis, *Journal of Post Keynesian Economics*, 17, 607-635.

Keynes J. M. (1930) *A treatise on money* Harcourt, Brace and company, New York.

Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.

Keynes, J. M. (1937) The general theory of employment, *Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 109-123.

Kindleberger, C. K. (1978) *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, Macmillan, London.

Krippner, G. R. (2005), The financialization of the american economy, *Socio-Economic Review*, 3 (2), 173-208.

Krugman, P. (1994) *Peddling Prosperity: Economic Sense and Nonsense in an Age of Diminished Expectations*, W.W. Norton, New York.

Krugman, P. (2008) ¿Quién era Milton Friedman?, *El País*, Disponible en: http://elpais.com/diario/2008/10/19/negocio/1224422070_850215.html
[Última fecha de acceso: 16 de febrero de 2014]

- Kupiec, P. (2006) Basel II: A Case for Recalibration, *FDIC Working Papers*, 2006-13.
- La Porta, R., López, F., & Schleifer, A. (2002) Government Ownership of Banks, *Journal of Finance*, 58 (1), 265-301.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008) Systemic Banking Crises: A New Database, *Working Paper No. 08/224*, International Monetary Fund.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2012) Systemic Banking Crises: An Update, *Working Paper No. 12/163*, International Monetary Fund.
- Lapavitsas, C. (2009) Financiarización, o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación, *Ekonomiaz* 72 (3).
- Laraña, M. (1945) Examen histórico y análisis crítico del origen, aparición, implantación y desenvolvimiento de los Seguros Sociales en España, *Moneda y Crédito*, 15, 23-39.
- Levine, R. (1997) Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- López, R. (2003) Las cajas de ahorros en el continente europeo: un modelo llamado a persistir, *Cuadernos de Información Económica*, 176, 142-150.
- Lucas, R. E. (1972) Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.
- Lucas, R. E. (1973) Some international evidence on output-inflation tradeoffs, *American Economic Review*, 63, 326-334.
- Magdoff, H., & Sweezy, P.M. (1972) *The Dynamics of US Capitalism*, Monthly Review Press, New York.
- Martín, M. R. (2011): La titulización en Europa durante la crisis, *Documentos de trabajo CNMV*, 49, 1-60. Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/>

Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT49_web.pdf [Última fecha de acceso: 15 de diciembre de 2015]

Martínez, A. (2007) *Economía Política Mundial. I. Las fuerzas estructurantes*, Ariel, Barcelona.

Martínez, A.P. (2000) Las Cajas de Ahorros españolas en el siglo XIX: entre la beneficencia y la integración en el sistema financiero», *Revista de Historia Económica*, XVIII, (3), 585-628.

Martínez, E. (2008). Logit Model como modelo de elección discreta: origen y evolución, *Anuario jurídico y económico escurialense* ISSN 1133-3677 41, 469-484.

Mazuecos, A. (1980) La política social socialista durante el primer bienio republicano; trabajo, previsión y sanidad, *Estudios de Historia Social*, 14, 75-94.

Melle, M., & Maroto, J. M. (1999) Una aplicación del gobierno de empresas: Incidencia de las Administraciones Públicas en las decisiones asignativas de las cajas de ahorros españolas, *Revista Europea de Economía de Empresa*, 8, 9-39

Mettenheim, K. & Butzbach, O. (2012) Alternative banking: Theory and evidence from Europe , *Brazilian Journal of Political Economy*, 32 (4), 580-596.

Mettenheim, K. & Butzbach, O. (2012) Alternative Banking: Theory and Evidence from Europe, *Brazilian Journal of Political Economy*, 32 (4), 580-596.

Mettenheim, K. & Butzbach, O. (2014) *Alternative Banking and Financial Crisis*, Pickering & Chatto, New York.

Mettenheim, K., & Butzbach, O. (2011) "Alternative Banking: Competitive Advantage and Social Inclusion, *Society for the Advancement of Social Economics 23rd Annual Conference*, Universidad Autónoma de Madrid.

Minsky, H. P. (1963) «Comment [on Milton Friedman and Anna J. Schwartz]», *Review of Economics and Statistics*, 45(1), 64-78.

Minsky, H. P. (1975) Financial resources in a fragile financial environment, *Challenge*, 18, 6-13.

Minsky, H. P. (1982) *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, New York.

Minsky, H. P. (1986) Stabilizing an Unstable Economy, *Hyman P. Minsky Archive*, Paper 144.

Minsky, H. P. (1992) The Financial Instability Hypothesis, *The Jerome Levy Economics Institute*, Working Paper No. 74.

Moosa, I.A. (2010) Basel II as a casualty of the global financial crisis, *Journal of Banking Regulation* 11, 95-114.

Muth, J. F. (1961) Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, 29(3), 315-335.

Nasica, E., & Raybaut, A. (2004) Profits, Confidence, and Public Deficits: Modeling Minsky's Institutional Dynamics, *Journal of Post Keynesian Economics*, 28 (1), 135-155.

OCDE (1999) *Principios de Gobierno Corporativo*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Ontiveros, E., Valero, J., y Berges, A. (2006) En torno a las cajas de ahorro, *Revista de economía financiera*, ISSN 1697-9761, 8, 94-113.

Orhangazi, O. (2008) *Financialization and the US economy*, Edward Elgar, Northampton.

Pampillón, F. (2003) Los modelos históricos europeos de Cajas de Ahorros, *Papeles de Economía Española*, 97, 62-78.

Pérez, J., Rodríguez, L., y Jiménez, A. (2007) Las cajas de ahorros: Modelo de negocio, estructura de propiedad y gobierno corporativo, *Papeles de la Fundación*, 18.

Pohl, H. (2003) El desarrollo de las cajas de ahorros en Alemania hasta la tercera década del siglo XIX. *Papeles de economía española*, 97, 80-92.

Poveda, R. (2000) La reforma del sistema de provisiones de insolvencia, *Boletín Económico, Banco de España* (1), 79-91.

Poveda, R. (2006) *Basilea II*, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid.

Poveda, R. (2011) La respuesta del marco regulatorio español ante la crisis, 14-34 en Ortega, R (coord.) *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

Poveda, R. (2011) La respuesta del marco regulatorio español ante la crisis, 14-34 en Ortega, R (coord.) *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

Rajan, R.G., & Zingales, L. (1998) Financial Dependence and Growth, *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.

Rampini, A., & Viswanathan, S. (2011), Financial intermediary capital, *Society for Economic Dynamics, Meeting Papers* 1071.

Reder, M. W. (1982) Chicago Economics: Permanence and Change, *Journal of Economic Literature*, 20, 1-38.

Reinhart, C. M., & S. Rogoff, K. S. (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, New Jersey.

RMA Capital Working Group (2000) EDF Estimation: A 'Test-Deck' Exercise, *RMA Journal*, 83(3), 54-61.

Robinson J. (1962), Review of H. G. Johnson Money, Trade and Economic Growth (1962), *Economic Journal*, 78, 690-2; reprinted in J. Robinson (1951-1979) *Collected Economic Papers* (vol III), Oxford.

Royo, S. (2013) A 'ship in trouble': the Spanish banking system and the international financial crisis, pp. 151-78 in Hardie, I. and Howarth, D. (eds), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford.

Ryoo (2010) Long waves and short cycles in a model of endogenous financial fragility, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 74 (3), 163-186.

Sargent, T.J. y Wallace, N. (1975) Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule, *Journal of Political Economy*, 83, 241-254.

Sargent, T.J. y Wallace, N. (1976) Rational expectations and the theory of economic policy, *Journal of Monetary Economics*, 2, 169-183.

Schumpeter, J. (1942) *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York, Harper and Brothers, London.

Schumpeter, J. A. (1939) *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company Inc., New York

Schuremann, T. y Hanson, G. (2004) Estimating Probabilities of Default, *FRB of New York Staff Report*, 190.

Serra, A. (2011) *Los errores de las cajas de ahorros*, Ediciones Invisibles, Barcelona

Shiller, R. (2005) *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.

Shiller, R. (2012) *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.

Shleifer, A. (2000) *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, Oxford.

Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1981) Credit rationing in markets with imperfect Information, *American Economic Review*, 71, 393-410.

Stockhammer, E. (2004) Financialisation and the slowdown of accumulation, *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.

Sudriá, C. (1998) Las cajas de ahorros en los orígenes del retiro obrero (1900-1936), *Papeles de Economía Española*, 74-75, 323-331.

Tarullo, D.K. (2008): *The Future of International Financial Regulation*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Taylor, L., & O'Connell, A. (1985) A Minsky Crisis, *The Quarterly Journal of Economics*, 100, 871-885.

Tedde, P. (1974): La banca privada española durante la Restauración, 1874-1914, en *La Banca española en la Restauración*, I, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid

Tedde, P. (1991) La naturaleza de las cajas de ahorros: sus raíces históricas, *Papeles de Economía Española*, 46, 2-11.

Teré, A. (2006) La gestión del urbanismo y la financiación de las Entidades municipales, *Revista española de control externo*, 8(23), 39-60

Titos, M. (1978) Una investigación sistemática sobre la Historia de las Cajas de Ahorro españolas, *Boletín de Documentación del Fondo para la Investigación Económica y Social*, 10, 71-95.

Titos, M. (1991) La respuesta histórica de las Cajas de Ahorros a las demandas de la sociedad española, *Papeles de Economía Española*, 46, 12-37.

Titos, M. (1998) La fundación de las Cajas de Ahorros. Motivaciones, protagonistas y evolución numérica, *Papeles de Economía Española*, 74-75, 309-322.

Titos, M. (2003) Las Cajas de Ahorros en España, 1835-1874. Orígenes, organización institucional y evolución financiera, *Papeles de Economía Española*, 97, 205-228.

Titos, M., y Piñar, J. (1993) *Ahorro popular e inversión privilegiada. Las Cajas de Ahorros en España, 1939-1975*, Caja de Madrid, Madrid.

Tobin, J. (1972) Friedman's Theoretical Framework, *Journal of Political Economy*, 80(5), 852-63.

Tobin, J. (1981) The Monetarist Counter-Revolution Today-An Appraisal, *The Economic Journal*, 91(361), 29-42.

Turner, (2009) The Turner Review A regulatory response to the global banking crisis. Financial Service Authority. Disponible en: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf [Última fecha de acceso: 11 de febrero de 2014]

Turner, A. (2015) *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1971) Belief in the law of small numbers, *Psychological Bulletin* 76 (2): 105-110.

Vilariño, A. (2000): *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Prentice Hall, Madrid.

Vilariño, A., Alonso, N. y Trillo, D. (2010) Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea, *XII Reunión de Economía Mundial*. Disponible en: <http://www.usc.es/congresos/xiirem/pdf/63.pdf> [Última fecha de acceso: 16 de febrero de 2014]

Vries, J.G. (1964), Quelques aspects des Caisses d'Épargne dans le Monde, Institut International des Caisses d'Épargne, 14e Ecole d'Eté Internationale pour dirigeants des Caisses d'Épargne, La Rocheen-Ardenne, 14-26.

Wicksell, K. (1898) *Interest and Prices*, MacMillan, Londres.

Wolf, M. (2012) Seven ways to fix the system's flaws, *Financial Times* January 22, 2012. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c80b0d2c-4377-11e1-8489-00144feab49a.html#axzz47aZGBwib> [Última fecha de acceso: 16 de febrero de 2014]

Wolson, M. H. (2002) Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context, *Journal of Economic Issues*, 36(2), 393-400.