

Crisis financiera, reacción regulatoria y el futuro de la banca en España*

JOSÉ GARCÍA MONTALVO

Universidad Pompeu Fabra, Facultad de CC.EE., Avda. Ramón Trias Fargas, 25-27, 08005 Barcelona, España. E-mail: jose.garcia-montalvo@upf.edu

RESUMEN

El sistema financiero español ha vivido un proceso convulso durante los últimos años. El retraso en el reconocimiento de los problemas, y la adopción inicial de medidas erróneas para su corrección, ha derivado en un largo y traumático proceso de recapitalización del sistema. La nueva regulación para intentar eliminar los incentivos perversos en el sistema de financiación inmobiliaria y las consecuencias de la crisis financiera generan la necesidad de las entidades de adaptar su modelo de negocio a las nuevas condiciones competitivas y regulatorias.

Palabras clave: Crisis bancarias, regulación, supervisión.

Financial Crisis, Regulatory Reform and the Future of the Spanish Banking Industry

ABSTRACT

The Spanish financial system has lived through a tumultuous period. The delay of the Spanish authorities in recognizing the problems, and the mistakes of the original plan to address the issues, has derived in a long and traumatic process of recapitalization. The new regulation, targeted at eliminating the perverse incentives in the housing finance sector, and the consequences of the financial crisis generate incentives to transform the business model of financial companies in order to adapt to the new competitive and regulatory conditions.

Keywords: Banking Crisis, Regulation, Supervision.

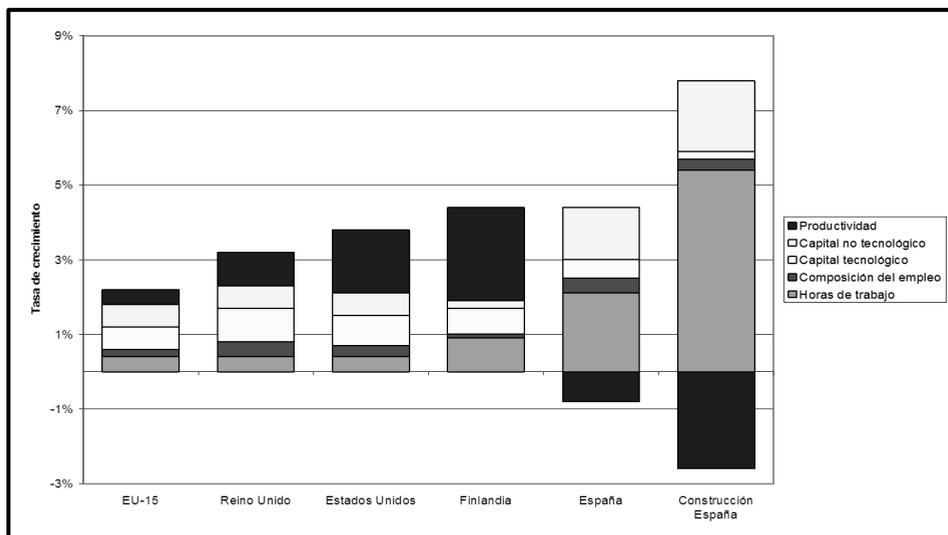
Clasificación JEL: G21, G24, G28

* El autor agradece la ayuda financiera del proyecto ECO2011-25272 del Ministerio de Ciencia e Innovación y de la Generalitat de Catalunya a través del programa ICREA-Academia

1. INTRODUCCIÓN: ESPECIALIZACIÓN PRODUCTIVA E INCENTIVOS PERVERSOS

Las consecuencias de la acumulación de desequilibrios económicos durante los años 2002-2007, fundamentalmente por la existencia de países con balanzas por cuenta corriente muy deficitarias y otros muy superavitarias, derivaron en una crisis financiera cuyos efectos todavía se sienten en la economía mundial. La existencia de una enorme cantidad de ahorro en algunas partes del mundo junto con políticas monetarias laxas generó burbujas en los precios de los activos, especialmente inmobiliarios, en los países con déficits de balanza por cuenta corriente. En el caso español el préstamo exterior se utilizó para financiar fundamentalmente el crecimiento desmesurado del sector de la construcción. Desgraciadamente la utilización de dicha financiación, y el endeudamiento consiguiente, para proporcionar recursos a un sector que tiene una productividad menguante, se trasladó a la economía en forma de una productividad decreciente. Por tanto, las inversiones realizadas con dicho endeudamiento no se dirigieron hacia actividades que pudieran garantizar un aumento de la productividad y, por tanto, la devolución ordenada y tranquila de dichos préstamos. Es erróneo, como se ha pretendido desde instancias gubernamentales y bancarias, acusar a la crisis económica internacional de los problemas que padece la economía española. La Figura 1 muestra cuál es el componente básico de los problemas económicos españoles, que tienen su causa en aspectos eminentemente internos.

Figura 1
Composición del crecimiento del PIB de mercado en varios países



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de EU-KLEM.

La Figura 1 muestra como el desastre económico español era un evento previsible. Los economistas rara vez nos ponemos de acuerdo pero si hay algún enunciado que genere unanimidad es que un país donde la productividad no crece es un país sin futuro. Este era el caso español durante los años de la “década prodigiosa.” Cualquier economista que hubiera visto la Figura 1 en 2005, y no trabajara en la Oficina Económica del Presidente, habría entendido que la economía española había vivido un espejismo. El crecimiento del PIB español fue superior a la UE, Estados Unidos y el Reino Unido como muestra la Figura 1. Solo Finlandia tiene una media de crecimiento comparable. No obstante lo más sorprendente es la diferencia en la composición de las fuentes del crecimiento. En primer lugar la productividad total de los factores tiene una aportación positiva en todos los países menos en España donde se sitúa en el -0.8%. En segundo lugar el peso de las horas de trabajo y el capital no tecnológico es desproporcionado con respecto a los otros países. Por tanto, el milagro económico español descansó en una productividad decreciente compensada por una gran cantidad de horas de trabajo y el recurso al capital no tecnológico. La comparación de Finlandia y España no deja lugar a dudas. El crecimiento en Finlandia tiene su origen en un gran incremento de la productividad y del capital tecnológico.

La última columna, referida a la descomposición del crecimiento del PIB en el sector de la construcción español, explica en gran parte la descomposición observada en los factores del crecimiento en España. El sector de la construcción presenta una versión extrema del patrón del conjunto de la economía española: rápido crecimiento de la producción con una productividad fuertemente decreciente. Solo un número enorme de horas de trabajo y la utilización intensiva de capital no tecnológico pueden explicar el rápido crecimiento del sector. Teniendo en cuenta que el sector de la construcción aportó el 25% del crecimiento de la economía española entre 2000 y 2007 no es de extrañar que la composición de crecimiento del PIB en España sea una versión menos extrema de los males que ejemplifica la distribución de los factores de crecimiento en el sector de la construcción.

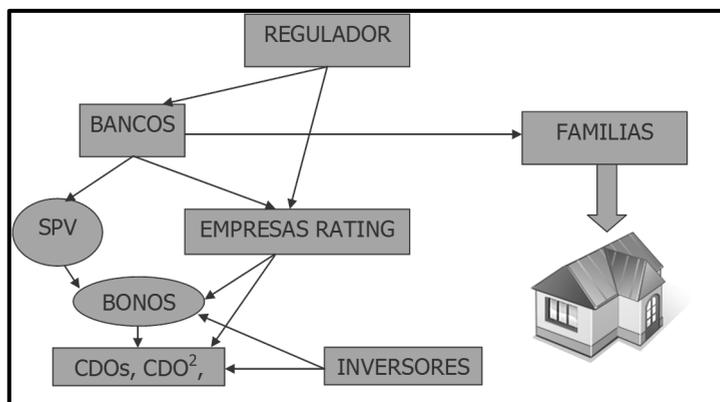
Teniendo en cuenta el objetivo de mantener el crecimiento de la economía entorno a la tasa de crecimiento potencial, y habiendo perdido el control de la política monetaria que durante esta época favorecía la expansión, no se entiende como los gestores de la política económica no tomaron medidas o bien para enfriar la economía (utilizando por ejemplo la política fiscal) o bien para aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía. El necesario cambio del modelo productivo solo se plantea cuando la crisis económica pone de manifiesto el espejismo de las cifras de crecimiento económico del pasado.

El sector financiero canalizó la financiación hacia el sector inmobiliario poniendo la semilla de los graves problemas que tendría posteriormente. El sis-

tema funcionó de forma diferente a la observada en Estados Unidos pero no por ello ausente de incentivos perversos que generaron una espiral que ha tenido grandes consecuencias con posterioridad. Lo más importante es resaltar el sistema de incentivos perversos de todos los participantes en la financiación de actividades inmobiliarias. El esquema es similar, con algunas especialidades que se comentarán con posterioridad, para el caso español. La Figura 2 refleja este entramado de incentivos perversos. Cuando propuse inicialmente este esquema para pensar sobre la crisis financiera¹ no existía evidencia empírica de la mayoría de los vínculos que aparecen en el esquema. Con el tiempo se ha ido completando y, en la actualidad, existe evidencia contundente de todas y cada una de las relaciones en el esquema.

Figura 2

Incentivos perversos en la financiación inmobiliaria: el caso de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia.

Empecemos por los compradores de vivienda y las familias. La compra es la opción más favorable incluso si en el largo plazo no se podrá hacer frente a los pagos de la hipoteca pues, en gran parte de Estados Unidos, la compra de una vivienda se podía considerar como un alquiler con opción de compra. Si los precios subían, y las expectativas en ese momento eran muy positivas sobre su evolución futura (Case y Shiller, 2003 y Case, Shiller y Thomson 2012) se producían ganancias de capital y la posibilidad de extraer parte de ese incremento en forma de “home equity”. Si los precios bajaban simplemente no se ejercía la opción de compra y se dejaba de pagar la hipoteca. Es el conocido vulgarmente como “jingle bell” por el sonido que hacen las llaves al dejarlas caer en un mostrador (o introducir las por debajo de una puerta). El hecho de que muchas compras implicarán una entrada muy pequeña (o incluso se pudiera gestionar

¹ Barcelona GSE Research Network Annual Meeting, 25 de octubre de 2008.

otro crédito, llamado “piggy bag” para poder pagar la entrada) intensifica el incentivo de los compradores a devolver la vivienda si se produce una caída de los precios (Mayer et al., 2009).

En el caso español es evidente que al tratarse de préstamos personales con garantía hipotecaria la devolución de la vivienda no cancela la deuda cuando la vivienda ha caído de precio. Sin embargo, en el árbol de decisión de los compradores españoles de vivienda la probabilidad asignada al evento de que los precios de la vivienda cayeran era 0 (García Montalvo 2006).

Los incentivos perversos en los bancos que concedían las hipotecas son bien conocidos. Los “bonus” de los ejecutivos bancarios dependían de los beneficios y, para generar un enorme caudal de beneficios en un ambiente de creciente competencia era precisa una política cada vez más agresiva de concesión de créditos. En este contexto la relajación de los estándares pasó desde la reducción de los niveles de calidad crediticia exigidos para conceder créditos hasta la aprobación de créditos sin documentación o con falta de informaciones importantes (como por ejemplo la renta del solicitante). Pero los esquemas de incentivos perversos se extendían desde la cúpula de los bancos hasta los últimos eslabones de la cadena de producción hipotecaria. En el final de la cadena están los “comerciales de hipotecas” (“mortgage brokers”).

El comercial llevará esta solicitud a un banco para que sea analizada y autorizada, o denegada, por un especialista en préstamos (“loan officer”). Es bien conocido que existían consignas en los bancos para autorizar la gran mayoría de los préstamos que se solicitaban y los propios “loan officers” tenían incentivos a generar el mayor número de créditos posibles (Agarwal y Ben-David, 2012). Los directivos que controlaban la admisión de riesgos no se oponían por varios motivos. Entre ellos está la esencia del procedimiento de “originar para distribuir”. En principio, la mayor parte de esos créditos que se concedían saldrían del balance de los bancos cuando fueran troceados y empaquetados en CDOs. Al transferir el riesgo se reduce el incentivo del originador para evaluar adecuadamente el riesgo de los tomadores de créditos (Keys et al., 2009, Keys et al., 2010). Por tanto los bancos tenían pocos incentivos para supervisar con rigor la concesión de créditos. Al final el riesgo lo corrían los inversores que compraban los bonos colateralizados.

Pero para poder vender con facilidad los bonos donde se han empaquetado las hipotecas es necesario que una agencia de calificación les ponga un buen rating. Y aquí tenemos el siguiente eslabón de la cadena de incentivos perversos. ¿Cómo es posible que las agencias de calificación cometieran errores tan graves en la valoración del riesgo de los CDOs? El problema fundamental fue, de nuevo, una cuestión de incentivos. Las agencias de calificación están más interesadas en poner ratings a productos estructurados puesto que las comisiones son mucho más elevadas, por su supuesta “complejidad”, que las cobradas

por bonos basados en productos simples. Por su parte los bancos solo pagan por la calificación si están de acuerdo con el rating. Caso contrario comienza el llamado “rating shopping” que consiste en buscar otra agencia de calificación hasta obtener la calificación deseada (García Montalvo 2009, Bolton y Freixas 2012).

Según el esquema de la Figura 2 todavía falta un agente por comentar: la actuación del gobierno y el regulador. Los objetivos del regulador, influidos por los objetivos de los políticos y del gobierno, tienen mucho que ver con los problemas posteriores de todo el sistema. Una de las proclamas electoralistas de Bush Jr. fue la promoción de la sociedad de los propietarios (“ownership society”)². Esta política tenía dos ventajas claras: proporcionaba grandes contribuciones electorales de los sectores interesados (no solo bancos sino también de instituciones del sector bancario en la sombra, brokers inmobiliarios, etc) y era muy popular entre el electorado³. Con este objetivo en mente las sociedades esponsorizadas públicamente Freddie Mac y Fannie Mae fueron conminadas a garantizar préstamos cada vez más arriesgados, entrando de lleno en el mercado subprime. Los escándalos contables de Freddie Mac en 2003 o la creciente utilización de derivados e instrumentos complejos por las dos agencias deberían haber supuesto una llamada de atención. Muy al contrario, cualquier crítica a las políticas dirigidas a aumentar la proporción de propietarios de vivienda fue obviada. Así sucedió con el famoso “memorandum Montgomery” de 2005, donde el comisionado de la Federal Housing Administration advertía de que los créditos subprime eran el “oro de los bobos”. Rajan (2010) añade una argumentación interesante: el gobierno norteamericano, ante el aumento de la desigualdad, favorece el aumento del crédito para que la población en los niveles de renta bajos pudieran acceder a niveles de consumo superiores y evitar posibles tensiones sociales. Esta extensión del crédito se puede ver con claridad incluso ya comenzada la crisis en la extensión de las garantías de Freddie Mac y Fannie Mae a créditos “jumbo” (hasta 730.000 dólares) cuando con anterioridad el límite eran 417.000 euros.

El resultado de estas acciones del regulador es la consecución del objetivo perseguido: la proporción de propietarios de vivienda subió hasta el 69,3%. El coste: la quiebra y salvamento de Freddie y Fannie, la acumulación de problemas financieros de las familias y el crecimiento exponencial de los desahucios, y el contagio de todo el sector financiero. El beneficio en el largo plazo: nin-

² Es cierto que este tipo de política ya fue iniciada por Clinton durante su último mandato.

³ Mian et al. (2010) analizan la economía política de la crisis hipotecaria originada por los impagos en Estados Unidos. Estos autores analizan el efecto de la ideología y los grupos de presión del sector sobre las votaciones de dos leyes fundamentales para hacer frente a los embargos de viviendas. La conclusión es que los políticos, a partir de su ideología, pueden oponerse a las intervenciones incluso durante crisis importantes.

guno. La tasa de propietarios de vivienda en el último trimestre de 2013 volvía al 65%, el mismo nivel que en el año 1995 en un viaje de ida y vuelta que no ha llevado a ningún sitio y ha desequilibrado las finanzas de millones de familias.

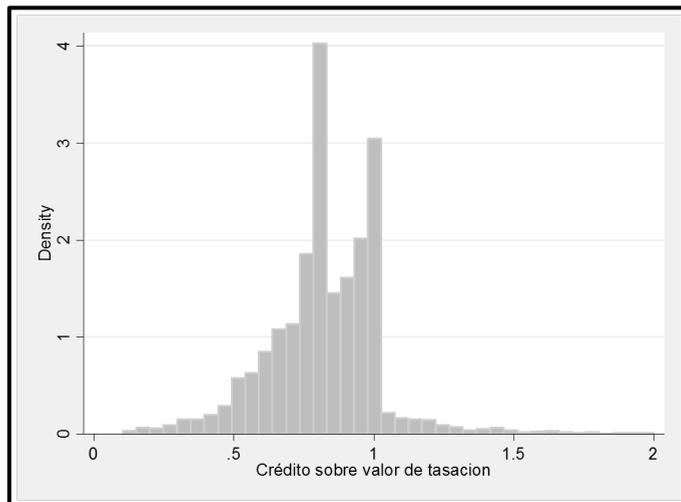
Finalmente la cuestión es el motivo que llevó a los inversores a comprar estos productos. El exceso de liquidez propiciado por los bajos tipos de interés y la necesidad de mantener el ahorro de los nuevos países emergentes provocó una demanda masiva de activos que proporcionaran algo más de rentabilidad que el tipo de interés a corto plazo. Sin duda la aparente buena calidad crediticia de la mayoría de estos productos estructurados aumentó su demanda. Recordemos que muchos gestores tienen restricciones en el tipo de activos que pueden mantener en fondos de inversiones o de pensiones. En las entidades reguladas los activos con una alta calificación tiene menos coste en términos de capital. Sin olvidar que reglas como la “2-20”⁴ de compensación de los gestores de “hedge funds” generan un gran incentivo a la toma excesiva de riesgo.

¿Y en España? El sistema de financiación inmobiliaria es bastante diferente puesto que se basa en el principio de original para mantener en lugar de originar para distribuir. Por tanto, en principio, no existe el incentivo a tener estándares laxos de concesión de hipotecas basados en la distribución del riesgo a inversores. No obstante hay ciertos paralelismos interesantes. Respecto a los incentivos de los ejecutivos bancarios la situación es similar a la ya descrita. Cuando los directores de sucursal reciben una compensación variable en función del volumen de hipotecas que venden y, además, se les concede amplia discrecionalidad para tomar la decisión (solo los créditos más voluminosos pasan por el comité de riesgos) entonces es lógico esperar una relajación de estándares y una concesión acelerada de créditos hipotecarios. Además con una enorme competencia en el sector financiero, que llevo a los diferenciales en préstamos hipotecarios más bajos de la zona euro, la única forma de incrementar los beneficios era generar un enorme volumen. Pero en el caso español existe un aspecto muy importante y, en cierta forma, paralelo al papel de las agencias de calificación. La calidad de un crédito hipotecario depende fundamentalmente de la ratio préstamo/valor. Además el Banco de España recomienda que no se supere el 80% en dicha ratio. De hecho superar este límite supone un coste adicional en términos de capital pues estas hipotecas tienen una ponderación en los activos ponderados por riesgo muy superior a las hipotecas por debajo de dicho límite. Las sociedades de tasación en España han jugado en cierta forma un papel parecido al de las agencias de calificación en Estados Unidos. El procedimiento es el siguiente. Un cliente acude a un banco para solicitar un crédito para comprar una vivienda. El banco envía a una empresa de tasación a valorar el inmueble. Si el cliente no puede pagar el 20% de la entrada la operación seguramente se perderá. Pero si el tasador aumenta el valor de la vivienda lo suficiente, enton-

⁴ El gestor cobra el 2% del capital depositado en el fondo más el 20% de los beneficios.

ces el cliente puede conseguir hasta el 100% (o más) del valor de la vivienda. Pero, ¿qué incentivo puede tener una empresa de tasación en entrar en este juego? Más del 50% de las tasaciones realizadas en España en un año concreto son hechas por empresas de tasación participadas mayoritariamente por bancos y cajas de ahorros. De nuevo, los incentivos de bancos, agencias de tasación y solicitantes de crédito están alineados pero en la dirección contraria al interés general y la estabilidad financiera en el largo plazo. Este proceso de sobretasación fue descrito inicialmente en García Montalvo (2006, 2007) aunque empíricamente no se pudo comprobar hasta años después (García Montalvo y Raya 2012). La Figura 3 muestra la distribución de la ratio crédito sobre valor de tasación para una muestra de cerca de 50.000 observaciones ligadas a compraventas de viviendas en España. La base de datos agrega información sobre precios de compraventa, volumen del crédito solicitado, valor de tasación de la vivienda, valor registral y otras características a partir de información de cuatro bases de datos diferentes. La distribución muestra muy claramente el pico regulatorio del 80% y otra proporción muy elevada alrededor del 100% para caer rápidamente en valores superiores.

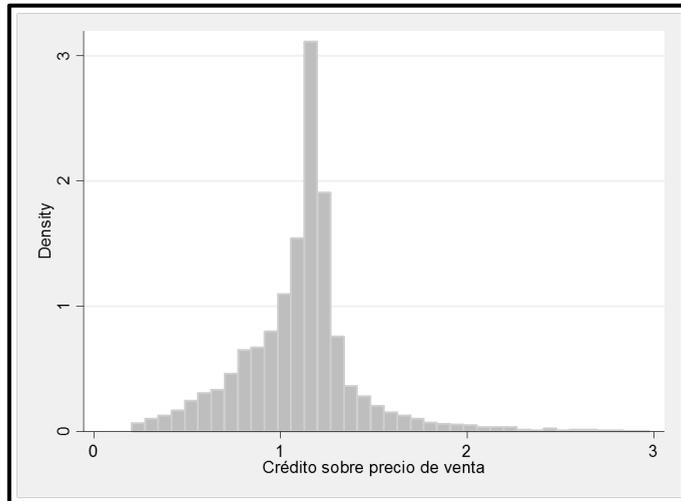
Figura 3
Ratio crédito sobre valor de tasación



Fuente: García Montalvo y Raya (2012).

Sin embargo la ratio crédito sobre valor de compraventa muestra una distribución muy diferente. La Figura 4 muestra la extensión e intensidad del proceso y como las valoraciones se ajustaba a las necesidades financieras de los compradores. La sobretasación media es cercana al 30%.

Figura 4
Ratio crédito sobre precio de compraventa



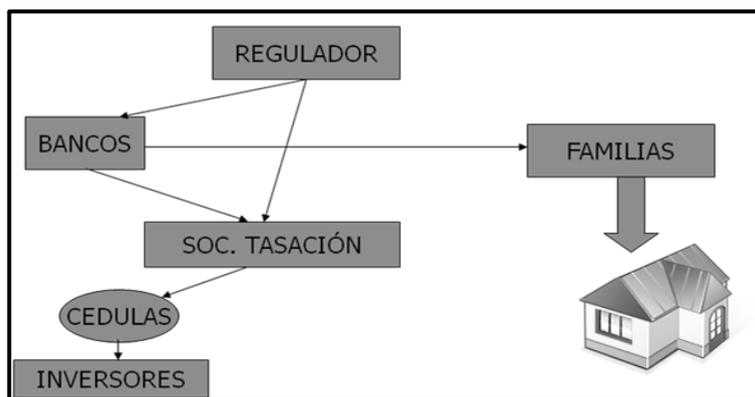
Fuente: García Montalvo y Raya (2012).

Además, la generalización de la sobrevaloración de las tasaciones tiene externalidades muy importantes. Incluso las empresas de tasación que intenten valorar correctamente una vivienda se enfrentarán, por los criterios habituales de la metodología de tasación, con problemas de inflación de precios dado que uno de los factores más importantes a la hora de fijar el valor de tasación de un inmueble es el valor de tasación de inmuebles vendidos recientemente en el mismo bloque/manzana/barrio. La subida artificial de los precios de tasación provoca una espiral inflacionista difícil de contener. Este proceso se ve incluso más amplificado al ser práctica habitual en el sector la utilización de precios de oferta en lugar de precios de compraventa en las seis señales que habitualmente se utilizan como referencia.

Ciertamente en el caso español la causa de la laxitud en los estándares de concesión de créditos hipotecarios no fue la posibilidad de sacar de balance un SPV donde, aparentemente, se transfería el riesgo de los créditos mediante un proceso de “pooling and tranching” bendecido por altas calificaciones de las agencias de rating. En el caso español las sociedades de tasación jugaron el mismo papel que las agencias de calificación en el sistema de Estados Unidos. El control accionarial de la mayoría de las sociedades de tasación por parte de entidades de crédito supuso que cuando un cliente hipotecario no podía hacer frente al pago de la entrada de una vivienda (pongamos el 20% como recomienda el Banco de España), la sociedad incrementará el valor de tasación para que la ratio préstamo-valor oficial pareciera mucho menor que la real. De esta forma se conseguía que estas hipotecas pudieran convertirse en cédulas cuya

demanda era muy elevada por parte de las entidades financieras de países con exceso de ahorro. La gran competencia existente entre las entidades españolas y la capacidad de colocar las cédulas a unos precios muy bajos (los bajos tipos de interés provocaron en los inversores un intenso proceso de búsqueda de yield) cristalizó en los tipos de interés hipotecarios más bajos de toda la zona Euro y unos diferenciales ínfimos (0,3-0,4) sobre un tipo central variable (Euribor) que requerían de un gran volumen de hipotecas para generar el nivel de beneficios requeridos por el mercado. En este contexto los incentivos tanto de los directivos de las entidades como de las sucursales generaron una lucha suicida por incrementar el volumen de créditos hipotecarios. Como es bien sabido el regulador, al igual que sucedió en otros países, no estuvo a la altura de su tarea y permitió tasas desorbitadas de crecimiento de hipotecas familiares y, lo que es peor, de crédito a promotores inmobiliarios.

Figura 5
Esquema de financiación inmobiliaria en el caso español



Fuente: Elaboración propia.

Las peculiaridades del sistema de financiación inmobiliario español generaron un proceso de implosión financiera y pinchazo de la burbuja inmobiliaria muy diferente al observado en el caso de Estados Unidos. En EE.UU. el proceso de caída del precio de los activos basados en hipotecas fue muy rápido por estar en gran parte en mercado y producirse una transmisión rápida. El precio de la vivienda cayó rápidamente mientras el ajuste de las cantidades producidas fue sustancial aunque no dramático. Por el contrario en el caso español la mecha era mucho más larga. Las hipotecas seguían en los balances de los bancos y los precios oficiales seguían controlados por las sociedades de tasación. En este contexto el sistema financiero español, suponiendo que la crisis pasaría rápido, apostó por la estrategia de “extender y pretender” evitando el reconocimiento de pérdidas, renegociando los créditos promotor y manteniendo los activos inmo-

biliarios en balance a valores fuera de mercado. El Banco de España, también bajo el mismo supuesto de crisis breve como ha reconocido el exgobernador Fernández Ordoñez, inició la reestructuración del sector financiero lentamente y con una estrategia acomodaticia. De hecho, y a pesar de que gran parte del problema se debió a la garantía implícita que tenían los bancos “demasiado grandes para dejarlos caer” las primeras actuaciones del regulador consistieron en alentar fusiones, incluso extrañas “fusiones frías”, entre entidades.

2. EL PROCESO DE RECAPITALIZACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL

El proceso de reestructuración bancaria y recapitalización aparece resumido en la Tabla 1.

Tabla 1
Hitos principales en el proceso de reestructuración del sector bancario español

Junio 2009	Creación del FROB
Mayo 2010	Endurecimiento de las provisiones de la circular 4/2004
Julio 2010	Reforma de la regulación de las Cajas de Ahorros
Febrero 2011	Incremento de los requerimientos de capital para instituciones crediticias
Julio 2011	Publicación de las pruebas de resistencia europeas
Febrero 2012	Aumento de las provisiones para activos inmobiliarios (Guindos I)
Mayo 2012	Aumento de provisiones para activos inmobiliarios no problemáticos (Guindos II)
Junio 2012	Publicación de los resultado del análisis top-down de las entidades españolas
Julio 2012	Memorandum of understanding
Agosto 2012	Mecanismo de reestructuración y liquidación de entidades financieras
Septiembre 2012	Resultados del test de stress de Oliver Wyman (bottom-up)
Diciembre 2012	Creación de la SAREB. Recapitalización y transferencia de activos a SAREB: entidades grupo 1. Aprobación recapitalización entidades del grupo 2
Febrero 2013	Transferencia a SAREB de los activos inmobiliarios de entidades del grupo 2
Marzo 2013	Recapitalización: entidades grupo 2
Mayo 2013	Circular sobre provisiones de créditos refinanciados/reestructurados (interpretativa de la circular 4/2004)
Marzo 2014	RDL sobre Medidas Urgentes de Refinanciación y Reestructuración de la Deuda Empresarial

Fuente: Elaboración propia.

El proceso de reestructuración puede dividirse en dos fases: la primera fase dura hasta finales de 2011 mientras la segunda fase comienza en febrero de 2012. Después de 4 años de dudas y parches de corto plazo en febrero de 2012 se aprueba el que ha sido conocido posteriormente como Decreto Guindos I. El objetivo de este decreto y su continuación (Guindos II) es forzar a los bancos a reconocer las pérdidas en adjudicados y provisionar adecuadamente el crédito promotor ante la imposibilidad de conseguir de otra manera que las propias instituciones lo hicieran siguiendo la normativa. Hasta finales de 2011 las entidades financieras habían provisionado casi 100.000 millones pero era bastante

claro que, a pesar de representar casi un 10% del PIB, existían claros signos de que no se estaba reconociendo morosidad, y créditos subestandar, en particular entre los relacionados con las refinanciaciones a empresas del sector inmobiliario. El informe de Oliver Wyman muestra que alguna entidad tenía refinanciados hasta el 79% de los créditos a promotores inmobiliarios.

Sin embargo, y como ha mostrado la información derivada de los nuevos requerimientos de transparencia sobre las refinanciaciones impuestas por el Banco de España, la cartera refinanciada no se reduce exclusivamente al crédito promotor. En septiembre de 2013 existía un volumen de 182.435 créditos refinanciados o reestructurados. Antes de la corrección el 40,3% se consideraba en categoría normal⁵. Tras la corrección están en situación normal solo el 26,6% y los préstamos refinanciados o reestructurados dudosos se incrementaron un 29% pasando a representar el 50,8% del total de dichos créditos. El crecimiento tiene su origen en el segmento de promoción inmobiliaria donde los préstamos en normal caen más del 50%. Las refinanciaciones en el sector de promoción inmobiliaria alcanzan el 45% frente al 10% en las hipotecas minoristas, el 12% del crédito corporativo y el 16% del crédito a PYMES. De hecho las reclasificaciones en créditos refinanciados hicieron que la tasa de morosidad alcanzará en febrero de 2014 el 13,6%.

Tabla 2
Reclasificación de la cartera de préstamos refinanciados y reestructurados

	Estructura inicial	Tras corrección a 30-IX-2013
Normal	73,557	48,193
Subestándar	37,218	40,888
Dudoso	71,660	92,224

Fuente: Banco de España. Miles de millones de euros.

El proceso de reestructuración del sector financiero y, muy especialmente, las provisiones forzadas por los decretos Guindos I y Guindos II han tenido consecuencias muy significativas en términos de recapitalización de las entidades. A comienzos de 2014 el sector había provisionado, desde el comienzo de la crisis, 260.000 millones de euros y había aumentado el capital en 100.000 millones. La Tabla 3 muestra las fuentes de la recapitalización.

Como indica la Tabla 1 durante el año 2012 se realizaron dos informes sobre las necesidades de capital del sistema financiero español: el llamado “top-down” y el denominado “bottom-up”. El Informe “bottom-up” realizado por Oliver Wyman, a partir de ahora OW, señalaba que en el escenario más estresado existe unas necesidades de capital de 55.900 millones de euros en los gru-

⁵ Recuadro 2.1 de Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2013.

pos que tendrían en esa circunstancia necesidades de capital que no podrían cubrir con mecanismos de absorción de pérdidas (provisiones corrientes, esquemas de protección de activos, capacidad futura de generar beneficios y exceso de capital sobre el mínimo requerimiento). La Tabla 3 muestra que BFA-Bankia, Catalunya Banc y NovaCaixa Galicia eran las entidades con mayores necesidades de capital en el escenario adverso. Entre las tres suman el 76% de las necesidades de recapitalización del sistema. Dos entidades del grupo 3 (Popular-Pastor e Ibercaja) que también tienen necesidades de capital pero estas fueron cubiertas por una ampliación de capital en el primer caso y la venta de activos en el segundo caso.

Tabla 3
Recapitalización del sector financiero

	NEC. CAP.	Valor econ.	FROB I	FROB II	FGD	EPA	MEDE	TOTAL	SAREB	B. SHARING	Devolución
BFA-Bankia	24,743	-14,628	4,465	0			17,960	22,425	22,317	6,593	
Catalunya Banc	10,825	-6,674	1,250	1,718			9,084	12,052	6,708	1,553	
NCG	7,176	-3,091	1,162	2,465			5,425	9,052	5,097	2,027	
Banco de Valencia	3,462	-6,341	0	1,000		FROB	4,500	5,500	1,962	426	
Banco Gallego		-150								1,025	
GRUPO 1	46,206	-30,884	6,877	5,183			36,969	49,029	37,109	10,599	
SAREB							2,500				
Liberbank-CMM	1,198	1,113	0	0	1,650	FGD	124	1,774	2,917	714	
Caja3	779	370	0	0			407	407	2,212	36	
BMN	2,208	569	915	0			730	1,645	5,819	182	
CEISS	2,063	-288	525	0			604	1,129	3,137	1,196	
GRUPO 2	6,248	1,764					1,865	4,955	14,085	2,128	
Banco Popular	3,223										
Ibercaja	225										
GRUPO 3	3,448										
Otros (fusionados)											
UNIMM-BBVA			380	568	953	FGD		953			
BBK-Cajasur			0	0		FROB		0			
CAM-Bsabadell			0	2,800	5,249	FGD		5,249			
Civica-CaixaBank			977	0				977			989
TOTAL	55,902		9,674	8,551	7,852		41,334	61,163	51,194	12,727	

Fuente: Elaboración propia.

A comienzos del 2013 el FROB presentó una valoración económica de las entidades del grupo 1 y 2. Los resultados de dicha valoración indican que todas las entidades del grupo 1 y CEISS (en el grupo 2) tienen un valor negativo (Tabla 3, columna 2). En el caso de BFA-Bankia dicho valor asciende a -14.628 euros. El proceso de recapitalización del sistema financiero español comenzó con las inyecciones de liquidez, en forma de participaciones preferentes, del llamado programa FROB I (Tabla 3, columna 3). Con posterioridad se produjo la inyección de capital (FROB II) en las entidades necesitadas y la transforma-

ción de las preferentes en capital⁶ (Tabla 3, columna 4). Las operaciones de fusiones o adquisiciones supusieron en algunos casos la estipulación de una serie de garantías por posibles pérdidas futuras (EPA o esquema de protección de activos) en las carteras inmobiliarias de las entidades compradas o absorbidas que han sido concedidas con fondos del FROB o del FGD. El montó de los financiado por el FGD asciende a 7.852 millones de euros.

La tercera recapitalización se produce a partir de las necesidades de capital estimadas en el informe de OW. Para conseguir estos fondos, o reducir las necesidades de capital, las entidades utilizan diversas estrategias: la venta de activos y participaciones, la transferencia de activos a SAREB (Tabla 3, columna 9), el recurso al mercado de capitales (Popular-Pastor) y la conversión, con quitas, de preferentes en capital (Tabla 3, columna 10). Obviamente las entidades más necesitadas de capital no pueden cubrir con estos procedimientos los requerimientos en el escenario adverso de OW y, por tanto, fue necesaria una inyección adicional de fondos públicos provenientes del MEDE (Tabla 3, columna 7). El monto total de dichos fondos asciende a 41,3 miles de millones de euros de los que 2.500 son para financiar la participación del FROB en la SAREB. En total el sector financiero ha requerido de 61.163 millones de euros de fondos públicos. Solo una pequeña parte de los mismos se pueden considerar contablemente como perdidos por haberse producido ventas de bancos que no han recuperado para el FROB la cantidad inyectada aunque en el futuro otra gran parte acabará también como pérdidas de fondos públicos. Finalmente la última columna muestra que Caixabank es la primera entidad que ha devuelto al FROB, con intereses de 12 millones de euros, la inyección que éste hizo en Banca Cívica, adquirida por el grupo Caixabank.

El sector se encuentra a mediados de 2014 a la espera de los resultados del Assets Quality Review (AQR) del Banco Central Europeo y un nuevo estrés test que determinará si existen necesidades de capital adicionales del sector bancario de la Eurozona.

3. EL FUTURO DEL NEGOCIO FINANCIERO EN ESPAÑA

Vistos los factores que determinaron los problemas del sistema financiero español y el proceso que ha seguido la reestructuración del mismo merece la pena centrarse en el futuro del negocio bancario en España. Este futuro vendrá condicionado por dos aspectos que están, al menos parcialmente, fuera del control de las entidades financieras, y dos factores que en gran medida dependerán

⁶ La columna 3 presenta el valor inicial de las preferentes antes de su transformación en capital en la segunda ronda de recapitalización. En la actualidad el montó de acciones preferentes no transformadas en capital asciende a 1.502 millones mientras que el capital inyectado por el FROB (directamente o como transformación de acciones preferentes en capital) suma 12.975 millones.

de sus decisiones. Los factores externos más importantes son la evolución macroeconómica de España y los cambios regulatorios. Entre los factores internos están la competencia en el sector y las nuevas estrategias de negocio.

Hasta el momento muchos de los problemas en el sector bancario se han centrado en la mala comercialización de las preferentes y el problema de los desahucios. Pero mientras en el primer caso las estadísticas eran bien conocidas, en el segundo caso existía una clara insuficiencia de datos para valorar la extensión del problema. La información facilitada por el Banco de España y el Colegio de Registradores entre abril y mayo de 2013 permite acotar, al menos parcialmente, el problema. Según el Banco de España durante 2012 la banca adquirió 32.490 viviendas habituales (39.167 en total) de las que 14.110 fueron obtenidas como dación en pago (1.716 en total) y 4.215 se obtuvieron por otros medios de entrega voluntaria (5.146 en total). Las adjudicaciones judiciales de vivienda habitual ascendieron a 14.165 (18.195 en total). De estas 11.760 (15.227 en total) estaban vacías y 2.405 ocupadas (2.968 en total). En 355 casos tuvo que intervenir la policía (464 en total). La Tabla 4 muestra la comparación de los datos que ofrece el Banco de España con los datos del Colegio de Registradores. Existe una evidente coincidencia de los mismos a pesar de que la fuente es muy diferente. Es interesante constatar que las daciones de vivienda habitual suponen entre el 43% y el 47% del total de adjudicaciones de dicho tipo de vivienda.

Tabla 4
Adjudicaciones bancarias de viviendas

	Banco de España	Registradores
Total adjudicaciones	39.167	38.976
Adjudicaciones viv. Habitual	32.490	30.011
Daciones viv. habitual	14.110	14.229

Fuente: Banco de España y Colegio de Registradores.

Asimismo el Ministerio de Economía presentó en mayo de 2013 una evaluación del Código de Buenas Prácticas para la protección de deudores hipotecarios en riesgo de exclusión social que se puso en marcha el 9 de marzo de 2012 al que se adhirieron 98 entidades. En total se presentaron 4.385 solicitudes. En 3.222 casos ya se ha realizado la tramitación. De estas 2.190 han sido denegadas y solo 894 han llegado a un pacto con la entidad. En 594 casos se aceptó la reestructuración; en 298 se aceptó la dación en pago; Además 238 desistieron sin llegar al final del proceso.

Sin embargo, como se discute en el siguiente apartado, el futuro del sector está más amenazado por la morosidad de las hipotecas minoristas ante el mantenimiento de altas tasas de desempleo que por las adjudicaciones actuales.

3.1. Los determinantes macroeconómicos

Un elemento fundamental de la equivocada estrategia adoptada en el inicio de la reestructuración financiera en España fue la vana esperanza de que la economía se recuperaría rápidamente a pesar de que los estudios académicos muestran que las crisis económicas acompañadas de crisis financieras y bancarias suelen durar una media de 10 años. Pasados cinco años desde el inicio de la crisis, con una tasa de desempleo del 26% y unas perspectivas económicas que mejoran pero que todavía son bastante negativas, no sería razonable seguir viviendo en la ficción de una salida rápida de la crisis económica y, mucho menos, de un acelerado cambio de tendencia en el mercado laboral. Con estas perspectivas los problemas del sector inmobiliario y, en particular, de las refinanciaciones de promotores hipotecarios, seguirán aumentando. Pero el problema se ha ido desplazando rápidamente hacia las PYMES y las hipotecas minoristas. En este sentido el informe de OW es muy optimista incluso en el escenario estresado. Por ejemplo el informe OW concluye que la pérdida esperada de BFA-Bankia en minorista hipotecario en el escenario central sería del 1,8% mientras que en el escenario estresado aumentaría hasta el 4,3%. Estas magnitudes eran, claramente, poco creíbles. La realidad es que a finales de 2013 la tasa de Bankia en créditos dudosos para compra de vivienda con garantía hipotecaria se elevaba al 8,8%. La tasa de morosidad de hipotecas para adquisición de vivienda subió del 4,5% de finales de 2012 al 6,5% a final de 2013 alcanzando los 24.539 millones de euros. El argumento tradicional es que la tasa de morosidad del minorista hipotecario es siempre muy baja pues la hipoteca “es lo último que se deja de pagar” según la creencia popular. Pero el determinante fundamental de la morosidad hipotecaria de las familias es la tasa de desempleo. El informe OW calcula que los principales variables macroeconómicas que influyen en la pérdida de las hipotecas minoristas, con sus pesos, son el PIB, el precio de la vivienda, el Euribor y, fundamentalmente, la tasa de desempleo. La Tabla 5 presenta las previsiones macroeconómicas utilizadas por OW para calcular el escenario central y estresado así como los resultados finales de 2012 y las previsiones de 2013 de FUNCAS.

La Tabla 5 muestra con claridad que los resultados macroeconómicos de 2012 se aproximaron mucho más al escenario estresado que al central. Es más, en muchas variables los datos a principios de 2013 ya superaban el peor escenario de OW. Por ejemplo el desempleo a final del primer trimestre se situaba en el 27,1%, significativamente por encima del valor del 26,8 que OW espera como media de todo el año 2013. Ya a finales de 2012 el desempleo superaba (alcanzando el 26,2%) el valor previsto por OW para 2012. En términos de PIB la caída es menos pronunciada que la prevista en el escenario estresado pero más profunda que la utilizada para calcular el escenario central. La caída del precio de la vivienda fue también muy superior al escenario central y cercana al

peor escenario. Por último el crédito se está contrayendo más rápido que las previsiones de OW. En concreto en febrero de 2013 el crédito a las empresas estaba cayendo al 7,1% y el conjunto al 5,8%.

Tabla 5
Previsiones del cuadro macroeconómico

	OW central		OW estresado		Real	Prev.
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
PIB	-1.7	-0.3	-4.1	-2.1	-1.4	-1.6
Desempleo	23.8	23.5	25.0	26.8	26.2	26.6
Precio de la vivienda	-5.6	-2.8	-19.9	-4.5	-13.8	-7.9
Euribor 12 meses	1.6	1.5	2.6	2.5	1.1	0.6
Crédito familias	-3.8	-3.1	-6.8	-6.8	-5.2	-5.8
Crédito empresas	-5.3	-4.3	-6.4	-5.3		

Fuente: OW, Funcas, e INE.

La realidad es que está sucediendo algo similar a lo que pasó con los promotores. Recordemos que su tasa de morosidad se contuvo durante bastante tiempo a base de refinanciaciones. El informe de OW indica que a finales de 2011 el 50% del crédito promotor estaba refinanciado. En alguna institución las refinanciaciones llegaban nada menos que al 79%. En el caso de las familias el proceso ya está en plena expansión. Según datos recientes las refinanciaciones de hipotecas de particulares que no están en mora podrían representar alrededor del 30% de las refinanciaciones.

Además los cálculos de OW señalan que el elemento más importante para determinar la probabilidad de impago y la pérdida en caso de impago de hipotecas minoristas es la ratio préstamo-valor. La argumentación del informe de OW es que en España las ratios préstamo-valor de tasación eran inferiores (62%) a otros países como Estados Unidos (80%) o Irlanda (100%). Por ese motivo sus estimaciones de pérdida esperada son menores. Sin embargo lo que sucede en el caso español es que la sobretasación es muy superior a la observada en otros países, como por ejemplo Estados Unidos. Esto quiere decir que las ratios préstamo-valor son ficticiamente bajas en los datos oficiales. ¿Qué pasaría si estas ratios fueran similares a las de Estados Unidos o Irlanda como sucede si tomamos la ratio préstamo-precio de compra en España? Pues según el informe de OW la pérdida esperada estaría entre el 7,4% y el 8,9% en lugar del 5,5% que saldría con los datos oficiales. Teniendo en cuenta la elevada exposición del crédito bancario a las hipotecas de las familias (un 42%) esta diferencia tendría un impacto muy significativo.

Pero además del efecto sobre el sistema bancario está la situación de las familias que se enfrentan a este problema. Si queremos adelantarnos a esta dinámica, y pensamos que los bancos no pondrán tanto interés como el sector

público en refinanciaciones exitosas, quizás sería conveniente empezar a pensar en un banco malo para las familias. Esta no es una propuesta nueva. Durante la Gran Recesión en Estados Unidos se puso en funcionamiento un banco público que fue denominado HOLC (Home Owners Loan Corporation) y cuyo objetivo era reestructurar los créditos hipotecarios de la familia bajando los tipos de interés, extendiendo la duración y haciendo quitas para favorecer que las familias pudieran seguir pagando los créditos hipotecarios. En ese momento la tasa de desempleo en Estados Unidos era del 25%. Entre 1933 y 1936 HOLC compró alrededor de un millón de créditos hipotecarios de familias. Cerró en 1951 con beneficios para el sector público y después de haber ayudado a miles de familias a hacer frente a sus hipotecas.

En el caso español la combinación del banco malo de las familias y la SAREB podría tener un potencial incluso superior. Algunas familias, a pesar de hacer reestructuraciones o quitas en HOLC, no pudieron pagar sus hipotecas. En el caso español la SAREB podría ofrecerles un alquiler social de alguna de sus viviendas. Dados los bajos precios de transferencia incluso un alquiler modesto genera una rentabilidad razonable. Al tener ambas entidades participación pública su nivel de coordinación podría ser grande. Deberíamos empezar a pensar en una solución para el próximo tsunami financiero. Y, sobre todo, debemos asumir la realidad y evitar tropezar dos veces con la misma piedra.

3.2. La agenda regulatoria y los cambios legislativos

La configuración de una nueva regulación bancaria europea tiene una influencia muy importante en el futuro del sistema financiero europeo y el modelo de negocio futuro de los bancos. El proyecto la de denominada Unión Bancaria descansa en cuatro componentes: el llamado SRB (single rule book) configurado por la directiva CDR IV y la regulación CRR, el supervisor único o SSM (“Single Supervisory Mechanism”), la directiva europea de recuperación y resolución de entidades financieras y la posibilidad de establecer un fondo común de garantía de depósitos con un “back-stop” suficiente.

El primer componente de la unión bancaria es el llamado “single rule book” (SRB)⁷. Este es uno de los componentes básicos de una unión bancaria realmente integral. Esta regulación⁸ se ve plasmada en una directiva (CDR IV) y una regulación (CRR o “capital requirement regulation”)⁹. Esta formulación per-

⁷ La expresión proviene de la reunión del Consejo Europeo de junio de 2009 donde se acordó la creación de un “European Single rule book applicable to all financial institutions in the Single Market”.

⁸ Con anterioridad otras directivas supusieron la transposición de Basilea II y Basilea II.5 pero la nueva regulación deja menos flexibilidad a los países.

⁹ La aplicación se producirá a partir de enero de 2014 dado que la directiva apareció finalmente en el Boletín Oficial de la UE antes de julio de 2013.

mite que no sea necesaria la transposición a las leyes nacionales pues la regulación CRR es de aplicación directa. El “single rule book” intenta garantizar una aplicación homogénea de Basilea III a los países de la UE, aunque permite que se puedan aplicar requisitos nacionales más estrictos en algunos países en determinadas carteras (por ejemplo inmobiliario) o por el perfil de riesgo de algunos bancos. Los elementos más importantes de la nueva normativa tal como fue aprobada por la Comisión Europea son los siguientes:

- a. Énfasis en la calidad del capital y aumento del capital requerido. Este aspecto supone centrar una parte significativa de los requerimientos en el capital Tier 1 y permitir deducciones directamente de esta partida. Además implica la desaparición del capital considerado como Tier 3.
- b. La deducción del capital de los intereses minoritarios en aquellos grupos con participaciones en otras entidades financieras y aseguradoras. Afecta fundamentalmente a bancos que tienen muchas participaciones empresariales.
- c. Tratamiento favorable a las PYMES por la aplicación de un coeficiente reductor sobre el peso ponderado, y a las instituciones del sector público. En particular los requisitos de capital para el riesgo de crédito de PYMES se multiplicará por 0,7619.
- d. Incremento de la correlación en el cálculo del importe ponderado de la exposiciones frente a empresas.
- e. Aumento de los requerimientos de capital por riesgo de crédito de contraparte.
- f. Incremento de los requerimientos de capital para operaciones con derivados (y contrapartidas centrales), en posiciones de titulización y en exposiciones de alto riesgo en capital, hedge funds, etc. Estos requerimientos afectan más intensamente a la banca de inversión.
- g. Reducción del límite para carteras de negociación de pequeño volumen.
- h. Incremento de los requerimientos de capital por el método IRB para la exposición a bancos sistémicos.
- i. El supervisor comparará los modelos internos IRB utilizados por los bancos para el cálculo de exposiciones ponderadas por riesgo y de los requisitos de capital. De esta forma se intenta evitar la gran dispersión en la distribución de APRs sobre activo total que se observa entre diferentes bancos.
- j. Introducción de una ratio de apalancamiento como back-stop del requerimiento de capital basado en activos ponderados por riesgo (APRs).
- k. Se introducen dos métricas para la medida de la liquidez: NSFR (net stable funding ratio) y LCR (liquidity coverage ratio).

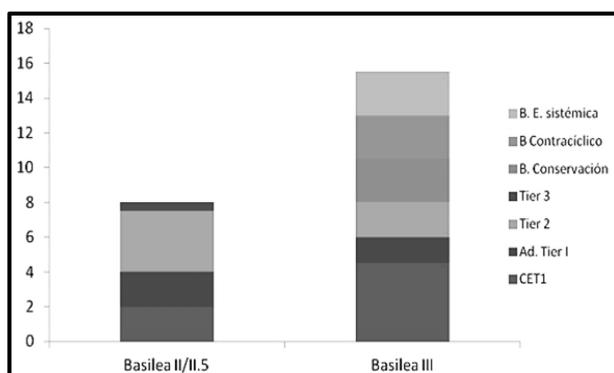
l. Se introducen nuevos colchones de capital: conservación, contracíclico y sistémico.

m. Armonización de la información sobre ratios regulatorios (COREP).

Una de las principales consecuencias de la aplicación de la nueva regulación europea sobre requerimientos de capital es el incremento de la ratio de capital y la aparición de nuevos colchones de capital. La Figura 6 contiene la distribución de los diferentes colchones de capital en Basilea III.

Figura 6

Distribución de los requerimientos de capital: Basilea II frente a Basilea III



Fuente: Elaboración propia.

El capital total en Basilea III sigue al mismo nivel que en Basilea II (8%) pero se exige que la calidad del capital sea más alta. De esta forma la ratio de capital ordinario CET 1 (Common Equity Tier 1 capital) se coloca en el 4,5% y el capital Tier 1 adicional asciende a 1,5% lo que eleva el capital Tier 1 al 6% frente al 4% de Basilea II/II.5. Añadiendo el Tier 2 se alcanza el 8%.

A estos componentes fundamentales se unen otros colchones de capital:

- Colchón de conservación del capital consiste en capital ordinario de nivel 1 y representa un 2,5% de los APRs. Tiene como objetivo absorber pérdidas en periodos de estrés que duren varios años. Aplica en todo momento y se debe cumplir en conjunción con el CET1.
- El colchón de capital anticíclico consiste en capital ordinario de nivel 1 y tiene por objeto proteger al sistema bancario de un shock al sistema relacionado con la evolución de los ciclos económicos. Debe asegurar que en los buenos tiempos los bancos acumulan suficiente capital para hacer

frente a los problemas de los malos tiempos. Cada autoridad nacional fijará el colchón anticíclico que oscilara entre 0 y 2,5%¹⁰.

- c. Se definen dos tipos de colchones sistémicos: el de entidades que son sistémicas (entre el 1% y el 3,5%) y sobre riesgos sistémicos a largo plazo (entre el 1% y el 5%). Cuando a una entidad se le exijan los dos colchones aplicará el más elevado.

Además de los nuevos colchones de capital se plantean tres nuevas ratios regulatorias:

- a. Requisito de cobertura de liquidez (LCR, liquidity coverage ratio). Tiene por objeto que las entidades cuenten con suficientes activos líquidos, y suficientemente diversificados, como para satisfacer las necesidades que pueda provocar una crisis de liquidez a corto plazo.
- b. Requisito de financiación estable (NEFR net stable funding ratio) complementario al LCR y que tiene por objeto que las entidades financieras cuenten con una estructura de financiación estable a más largo plazo.
- c. Ratio de apalancamiento (LR leverage ratio) cuyo objetivo es limitar el exceso de apalancamiento evitando el exceso de arbitraje regulatorio en los APRs.

La CRDIV/CRR entró en vigor el 1 de enero de 2014 aunque el periodo de transición se extenderá hasta 2019. El Mecanismo Único de Supervisión es el segundo pilar de la Unión Bancaria. Se aprobó en resolución del 12 de septiembre de 2013 por el Parlamento Europeo pero no comenzó a funcionar hasta que el BCE haya finalizado el Assets Quality Review, aunque no podrá ser con posterioridad al 14 de noviembre de 2014. Las ventajas de contar con un único supervisor son evidentes. En particular existen externalidades que un supervisor común podría tener en cuenta. De esta forma se podría evitar que las autoridades nacionales intenten mantener la liquidez dentro de sus fronteras e incentiven a los bancos a comprar deuda pública aumentando el sesgo en la cartera de los bancos hacia la deuda soberana de sus países. Además la existencia de bancos que operan en múltiple países de la Unión Europea puede convertirlos en demasiado grandes para la intervención/supervisión nacional.

El BCE será el encargado de realizar dicha supervisión. Previamente a tomar la responsabilidad supervisora, el BCE realizará un análisis de la calidad de los activos de los bancos que supervisará, seguido por una prueba de resistencia de la EBA. La elección es bastante lógica. El BCE es el prestamista de último recurso y, en principio, tiene un estatus independiente. La interferencia política puede perjudicar el establecimiento de una supervisión efectiva del sector bancario pero la supranacionalidad del BCE favorece su independencia frente a

¹⁰ El artículo 127 de la CRDIV reconoce la posibilidad de que una autoridad nacional pueda fijar un colchón anticíclico superior al 2,5%.

posibles presiones nacionales. La fusión de las labores de gestión de la política monetaria y supervisión también tiene ventajas. Las políticas macro y micro prudencial tienen un efecto evidente en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y, en la dirección contraria, la política monetaria tiene efectos sobre la toma de riesgo y los precios de los activos que son el objetivo de la política macroprudencial. Además el BCE tendrá ganancias en su aplicación de las políticas al mejorar sus niveles de información por su labor como banco central y supervisor.

Pero también existen riesgos dependiendo de cómo se organicen finalmente las dos labores del BCE. En principio puede haber conflictos de intereses: el “deep pocket” del BCE podría generar azar moral si el mecanismo de resolución no es suficientemente específico en los procedimientos. Se podría producir también un exceso de utilización de la política monetaria para resolver problemas bancarios. Para evitar estos problemas se deberían separar los objetivos y los instrumentos de las dos funciones. Asimismo, los gobiernos podrían tener interés en presionar al BCE pues las quiebras bancarias tienen efectos electorales claros al afectar a muchos votantes. Esto podría comprometer la independencia del BCE en la política monetaria y la supervisión.

El 20 de junio de 2013 el Eurogrupo aprobó el instrumento de recapitalización directa de los bancos, conocido como Mecanismo Único de Resolución (mecanismo de resolución de bancos en la zona Euro), que empezará a funcionar una vez que el BCE se transforme en el supervisor único de los bancos de la zona euro. El objetivo específico del instrumento es eliminar el riesgo de contagio del sector financiero por parte de la deuda soberana mediante la recapitalización directa de los bancos.

Otro de los pilares de la Unión Bancaria lo forman la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (Bank Recovery and Resolution Directive BRRD) mecanismo de gestión de crisis bancarias en la UE. La BRRD determina los futuros rescates bancarios. El acuerdo alcanzado el 27 de junio de 2013 en el ECOFIN establece una prelación de instrumentos en el bail-in. En primer lugar el capital y los híbridos (preferentes, deuda subordinadas, etc.); la deuda junior; la deuda senior y depósitos por encima de 100.000 euros de grandes empresas. Los depósitos por debajo de 100.000 euros estarán completamente cubiertos. El problema fundamental para cerrar el acuerdo fue la posibilidad de que los depósitos de más de 100.000 euros de pymes y particulares pudieran ser cubiertos o no y, relacionado con lo anterior, la discrecionalidad que pudieran tener los gobiernos nacionales de limitar el bail-in de algunos grupos. En principio cuanto menor flexibilidad mayor es la quita de los acreedores de los bancos y menor el dinero público necesario para la recapitalización. Alemania se mostraba contraria a que existiera flexibilidad nacional y, junto con Holanda, quería que esta normativa entrara en vigor en 2015 y no en 2018 como está

previsto. Por el contrario Francia o Suecia querrían más flexibilidad en la aplicación del bail-in.

Otro factor determinante en el modelo de negocio de la banca europea es la llamada reforma estructural. Este es otro aspecto regulatorio potencialmente muy importante pero que aún no está bien caracterizado. Esta reforma estructural tiene como objetivo general la separación de algunas actividades de banco de inversión (por ejemplo en mercados de activos financieros) y de banca comercial. Por tanto este tipo de restricción regulatoria afecta fundamentalmente a la banca universal y, especialmente, a la banca universal global. La justificación de este objetivo es variada aunque la idea básica es reducir la diversificación de actividades en los servicios de inversión e intentar eliminar el subsidio implícito por la doctrina del “demasiado grande para caer”. No hay ninguna restricción al tamaño aunque la separación de algunas actividades, o el efecto del ratio de apalancamiento del CRDIV/CRR crean incentivos a la reducción de tamaño.

Para justificar la reforma estructural se suele argumentar que los beneficios económicos de que los bancos tengan todo un amplio abanico de servicios financieros no compensa los costes. Los beneficios se basan en los potenciales efectos de las economías de diversificación (“scope”) y escala. Sin embargo, y tras cientos de artículos académicos sobre estos temas, la evidencia de economías a escala es reducida y la diversificación de productos parece producir efectos negativos en lugar de positivos. Esto significaría que las restricciones impuestas por una reforma estructural no implicarían alejar a la banca del óptimo. Sin embargo, en teoría, la integración de banca de inversión y comercial tendría costes significativos. En principio los subsidios pensados para actividades de banca comercial (como la garantía de depósitos o el acceso a las facilidades de crédito de los bancos centrales) puede trasladarse a las actividades de banco de inversión generando una valoración incorrecta del coste del riesgo. La separación previene que potenciales pérdidas en la división de banca de inversión puedan ser absorbidas por las actividades de banca comercial. La reducción del tamaño que acompañaría por lo general a la separación de actividades evitaría lo que muchos autores han denominado “captura regulatoria”.

Los cambios observados en el modelo de negocio de la banca en los años previos a la crisis, con una tendencia a la banca universal global, fueron consecuencia más de los cambios regulatorios que del intento de aprovechar economías de escala o alcance. Existe evidencia empírica sobre la expansión internacional de bancos cuyos países de origen imponen mayor supervisión o requerimientos de capital.

Existen básicamente tres propuestas internacionales (Volcker, Vickers y Lii-

kanen)¹¹ que comparten la preocupación original de la legislación Glass-Steagall aprobada en la Gran Depresión sobre el exceso de acumulación de riesgo que supone que entidades de depósito puedan realizar una intensa actividad de negociación por cuenta propia. La aproximación a ambos lados del Atlántico no tiene los mismos principios básicos, ni instrumentos, aunque se comparta la preocupación general. El objetivo es evitar el riesgo de entidades “demasiado grandes para quebrar” a través de la separación de actividades, parcial o completa. Esta es la aproximación en Estados Unidos y en el Reino Unido. En Europa el informe Liikanen (2012) es menos categórico y propone una mayor participación de la disciplina de mercado a través de un “bail-in” básicamente privado sin recurso a los fondos públicos en la resolución de los bancos. El acuerdo sobre la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria recoge en gran medida esta visión¹².

Sin embargo las tres propuestas internacionales tienen también diferencias significativas en cuanto a la forma en la que se estructuraría la separación de actividades. La regla Volcker es la más restrictiva pues prohíbe que existan las actividades de negociación prohibidas en las subsidiarias dentro del mismo grupo. Tienen que ser instituciones diferentes. El informe Liikanen permite a una subsidiaria aislada el realizar las actividades limitadas o prohibidas. Pero para evitar el contagio requiere que las subsidiarias cumplan por sí mismas los requisitos de capital y liquidez. La Comisión Vickers supone restricciones en términos de las actividades intragrupo y entre entidades financieras (“ring fencing”). De hecho se imponen restricciones a la posibilidad que la parte comercial bajo el “ring fence” pueda comerciar con otras empresas del sector financiero.

La reforma estructural es complementaria a muchos aspectos de los nuevos requerimientos de la regulación DRCIV/CRR. En principio la regulación CRR toma como dados los modelos de negocio para imponer requerimientos de capital y liquidez que reduzcan la asunción de riesgo, o mejoren su valoración, por parte de los bancos. Esta regulación espera una reacción por parte de los bancos en forma de cambio de su modelo de negocio. La reforma estructural impone cambios directos en el modelo de negocio al producir la separación de actividades. Evidentemente la reforma estructural podría comportar un incremento del shadow banking¹³, siempre que la regulación no acometa adecuadamente su control. También tendrá como consecuencia diferencias en los

¹¹ Las propuestas de reforma francesas y alemanas son fundamentalmente adaptaciones de la propuesta del informe Liikanen.

¹² El 29 de enero de 2014 la Comisión Europea adoptó una propuesta sobre la reforma estructural.

¹³ Para evitar este movimiento la propuesta del Informe Liikanen favorece la creación de subsidiarias en lugar de la separación total.

requerimientos de capital y liquidez de entidades dentro de un grupo consolidado lo que puede dificultar la supervisión y la aplicación de la regulación.

Junto a los distintos componentes que caracterizan lo que se ha denominado genéricamente como Unión Bancaria y a la reforma estructural, existen otras normas regulatorias de las actividades financieras que son importantes en el contexto de la UE. El MiFID II (1 de enero de 2014) pretende proteger mejor a los clientes bancarios y dar más transparencia a los productos financieros. El EMIR (European Market Infrastructure Regulation) entró en funcionamiento el 15 de marzo de 2013 y tiene como objetivo regular derivados OTC, contrapartidas centralizadas y depósitos de activos negociados. Impone la negociación centralizada de algunas clases de derivados OTC así como la aplicación de técnicas de mitigación del riesgo para derivados OTC no negociados de forma centralizada. También supone la obligación de transparencia a los depósitos de activos (“trade repositories”).

Otro aspecto importante de la nueva regulación es la nueva regulación sobre agencia de rating (CRA II). El 20 de junio de 2013 entró en vigor la nueva regulación sobre agencia de calificación crediticia (Regulación 462/2013 y Directiva 2013/14/EU). Esta nueva regulación pretende reducir la importancia de los ratings de las agencias y aumentar la relevancia de los ratings internos. También se propone publicar los ratings en la European Rating Platform e incrementar la responsabilidad de las agencias de calificación por los ratings que emiten.

Todos estos cambios regulatorios aumentan el coste de capital y requieren una gestión activa de los APRs para reducir las necesidades de capital o utilizarlo de forma más eficiente con el límite que impondrá el coeficiente de apalancamiento. Esta regulación tendrá un efecto significativo sobre el mix de productos de la banca así como sobre las retribuciones de los directivos y sus incentivos.

3.3. Evolución de la competencia en el sector bancario español

En los primeros compases de la crisis financiera española el Banco de España promovió activamente una política de fusiones, frías y calientes, entre cajas de ahorros que ha reducido el número de competidores en el mercado de forma significativa. Algunos analistas insisten en señalar que la reducción de la competencia y la creación de una situación fundamentalmente oligopolística supone una merma en el bienestar de la economía a partir de una aplicación simplista de los resultados de la competencia en otros mercados. Es bien conocido que el sector financiero tiene particularidades que le diferencian de otros sectores de la economía. Por este motivo principios económicos que generan mejoras de bienestar en otros sectores pueden producir resultados diferentes en el sector financiero. La literatura suele señalar un evidente “trade off” entre competencia y estabilidad en el sector financiero. Los motivos son muy diver-

sos: la competencia entre entidades financieras reduce el valor de una franquicia y aumenta los incentivos a aumentar la asunción de riesgos; la competencia también reduce los incentivos a la evaluación detallada de los solicitantes de crédito o, en otros casos, incentiva el análisis sectorial frente al análisis individualizado; la competencia también reduce los estándares de concesión de crédito en fases expansivas¹⁴. Por tanto es más que probable que la relación entre el nivel de competencia y el bienestar no sea lineal en el sector bancario. De hecho gran parte de los problemas de la crisis del sector financiero español se encuentran en el bajo nivel de los spreads sobre el tipo de referencia, fundamentalmente en créditos hipotecarios, causado por fuerte competencia en el sector. España tuvo durante muchos años los tipos de interés hipotecarios más bajos de la Eurozona sin que existiera correspondencia en muchas ocasiones entre la eficiencia de los bancos y el spread. Este fenómeno, junto con unos incentivos a los gestores, que eran excesivamente potentes para empresas financieras, provocó una búsqueda de negocio en volumen para poder generar el nivel de beneficios deseado. Incluso los incentivos de los directores de oficina se fijaban en función del volumen de crédito generado y no de su calidad. Este proceso derivó en una reducción de los estándares de concesión de créditos hipotecarios que, con posterioridad, se ha transformado en una tasa de morosidad que ha crecido con rapidez.

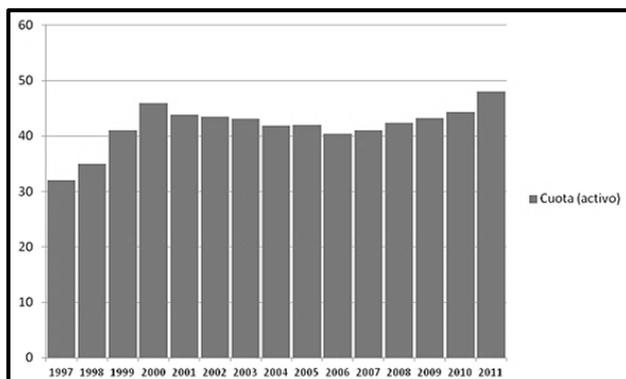
La Figura 7 muestra la evolución de la concentración del sector bancario medida por un indicador simple como la proporción del activo de las cinco mayores entidades. Obviamente este indicador no recoge con claridad muchas de las fusiones que se han producido en los últimos años y que han afectado a entidades de tamaño mediano o pequeño. No obstante se observa un incremento significativo a partir de 2008 consecuencia del crecimiento orgánico de las entidades más grandes. Otro indicador de la concentración de un sector es el índice Herfindahl-Hirschman. Se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de las empresas de un sector multiplicado por 10.000. Su valor se mueve entre 0 (competencia perfecta) y 10.000 (monopolio). El sector bancario español comenzó en 2000 con un índice de 1450 para bajar hasta 1300 en 2008. Desde entonces el índice ha subido significativamente hasta superar los 1500 puntos aunque, la diferencia respecto al punto inicial no es muy significativa a pesar de todas las fusiones que se han producido. En cualquier caso la reducción del número de entidades en el sector podría generar una situación más estable en el medio y largo plazo siempre que el regulador desarrolle su labor con competencia. Además, esta situación oligopolística no producirá necesariamente una reducción de la competencia que suponga un empeoramiento de las condiciones

¹⁴ Es cierto que también existen algunas teorías que indicarían que la competencia en el sector bancario tiene los mismos efectos que en cualquier otro sector pero también es cierto que no existe evidencia empírica contundente sobre este resultado.

crediticias más allá de lo que sería necesario para la estabilidad del sector financiero y los intereses de los clientes.

Figura 7

Cuota de mercado: activo de las cinco entidades más grandes



Fuente: Elaboración propia.

No obstante parece razonable esperar, dadas las tendencias actuales en el sector, que en el futuro el nivel de concentración siga aumentando y pueda entrar en un terreno donde las ventajas para la estabilidad financiera puedan verse más que contrapesadas por los efectos negativos sobre el crédito y los tipos de interés del aumento del poder de mercado de algunas entidades. Las previsiones de los bancos más grandes del sistema apuntan a que, en unos pocos años, los tres grupos bancarios más grandes lleguen a una cuota de mercado del 70%. De hecho en 2012 los tres mayores bancos del sistema agrupaban el 48% del mercado. Este proceso de concentración se sustenta en dos dinámicas: en primer lugar el “flight to quality” de los depósitos de las entidades nacionalizadas a los grandes bancos que son vistos por los clientes como más seguros. Evidentemente, el hecho de que las entidades nacionalizadas tengan como futuro una hipotética venta o la liquidación en un plazo prefijado, alimenta la fuga de depósitos a las entidades más grandes¹⁵. Asimismo, la discusión sobre las condiciones del fondo de garantía de la zona Euro y de los mecanismos de resolución de entidades financieras puede afectar en el futuro al ritmo de concentración del sector. En segundo lugar las grandes entidades pueden seguir creciendo de forma inorgánica con la adquisición de todo, o parte, de los bancos nacionalizados. En cualquiera de las dos formas es previsible un aumento en la

¹⁵ El proceso se acelera ante los errores de gestión de las crisis bancarias de otros países de la zona Euro como Chipre y los rumores sobre el contenido de la futura regulación europea sobre la disolución de entidades financieras.

concentración del negocio bancario posiblemente más allá de los límites que justificarían argumentos basados en la estabilidad financiera.

3.4. Cambio en las estrategias de negocio

Los cambios en el modelo de negocio bancario causados por las nuevas regulaciones y las condiciones macroeconómicas serán muy importantes. La mayoría de los sistemas financieros del mundo se están planteando una vuelta a la banca minorista tradicional bien por convicción, bien por requerimientos de los reguladores (el caso de los bancos españoles nacionalizados), bien por la presión regulatoria. Los mayores requerimientos de capital y la penalización en términos de riesgo ponderado de algunas actividades que habían sido capaces de generar ingresos significativos en el pasado (participación en empresas cotizadas y no cotizadas, etc.) provoca un proceso de gestión activa de APRs que supone la reducción de dichas actividades. A esto hay que sumar el efecto de los planes de negocio aprobados por la UE para las entidades nacionalizadas que impiden la competencia de dichas entidades en determinados segmentos del mercado y reducen su ámbito de negocio a un área geográfica acotada.

El efecto de la nueva regulación puede generar efectos contradictorios sobre la distribución del balance de las entidades financieras y alargar la transición a un nuevo modelo de gestión de activos y pasivos. Por ejemplo, el aumento del colchón de capital impuesto por la CRR/CRDIV implica que la deuda es más segura por existir un mayor colchón de capital y, por tanto, su spread debería bajar. Sin embargo la nueva directiva europea sobre resolución bancaria, y el principio del “bail-in”, genera el efecto contrario al menos en la parte de deuda no garantizada por citar una de las múltiples implicaciones que tendrá la regulación relacionada con la Unión Bancaria sobre la distribución del balance de las entidades financieras (IMF 2013).

Asimismo, el efecto de una situación macroeconómica que implica unos tipos de interés muy bajos que podrían perdurar bastante tiempo y el aumento de las provisiones ha generado un descenso de la rentabilidad del sistema financiero europeo que preocupa a los reguladores. EBA (2013) apunta que “la sostenibilidad de algunos modelos de negocio de los bancos de la UE sigue dando motivos de preocupación mientras continúe sin estar claro de dónde procederán los motores de la rentabilidad en el futuro”. Comentarios idénticos son aplicables a los bancos españoles. Es necesario que transformen sus modelos de negocio buscando nuevas fuentes de ingresos y mejorando la eficiencia en la prestación de servicios financieros.

La banca por Internet ya es un canal de negocio bien establecido como alternativa a las sucursales físicas. Pero el acceso multicanal a los bancos no es suficiente en un mundo interconectado y “dataficado”. Mientras que las grandes cadenas comerciales han utilizado la minería de datos para diseñar ofertas muy

perfiladas y relevantes con las que fidelizar a sus clientes, los bancos se encuentran todavía a años luz. Esto es paradójico, si consideramos que los bancos disponen de una situación privilegiada para comprender las necesidades de los clientes, pues conocen sus ingresos y sus patrones de consumo, sus perfiles de ahorro, sus niveles de apalancamiento, etc. El uso de la minería de datos y las grandes bases de datos permite analizar miles de millones de segmentos de información para ofrecer a los clientes servicios y experiencias adaptados a sus necesidades. Los bancos tienen acceso a ingentes volúmenes de datos, lo que les permite ofrecer productos y servicios personalizados con los que cubrir necesidades financieras, y no simplemente alcanzar objetivos comerciales fijados a priori por la dirección. Además, este enfoque favorece la venta cruzada de productos financieros.

La banca personalizada democratiza los servicios financieros, al ofrecer a clientes de bajo patrimonio servicios de asesoramiento mediante técnicas de minería de datos (gestión de datos, estadísticas y algoritmos) en sustitución de los asesores humanos. La utilización de todos los conocimientos sobre el historial de inversión, gastos, operaciones, etc. de los clientes puede ser de enorme ayuda para ofrecerles productos que les resulten útiles para gestionar sus finanzas. Al mismo tiempo, estos procedimientos pueden evitar errores en la comercialización de productos no adecuados a algunos clientes, y que en el pasado han causado un importante daño reputacional a bancos y entidades financieras. En esencia, se trata de pasar de un modelo centrado en la banca a otro donde el enfoque se centre en el cliente. Una buena estrategia de banca personalizada también puede ayudar a mejorar la relación entre entidades y clientes en una época de desconfianza hacia los bancos.

La utilización de estos procedimientos se encuentra aún en una fase primitiva y bastante poco sofisticada en muchos bancos: algunos ofrecen pequeños préstamos preconcedidos automáticamente en base a algunos indicadores, o envían tarjetas de crédito no solicitadas a determinados clientes. Existe un mundo de posibilidades nuevas en la banca personalizada. Otro motivo por el que explotar el enorme caudal de información generado por las entidades financieras es crucial para sus modelos de negocio es la potencial competencia procedente de las grandes empresas de datos como prestadores de servicios financieros. Utilizar datos consistentes y más granulares puede permitir una eficiente fijación de precios para los productos ante la creciente competencia de entidades no bancarias.

Evidentemente, para algunas líneas de negocio (gestión de patrimonios, etc.) y algunos clientes, el asesor financiero tradicional seguirá siendo imprescindible. Pero para la mayoría -tradicionalmente, clientes de bajo margen para la entidad- es posible adoptar nuevas líneas de negocio mediante el diseño de ofertas y servicios a medida que aborden sus necesidades, prioridades y perfiles

de riesgo reales. Esta estrategia también contrarrestaría la menor demanda de productos y servicios bancarios derivados del débil crecimiento económico y cuestiones reputacionales.

La minería de datos puede ser asimismo una ayuda fundamental para mejorar los modelos internos de *scoring* de los clientes. El renovado énfasis en la evaluación de la gestión y el control del riesgo implica que una mejora significativa de las metodologías de evaluación del riesgo puede brindar un elevado retorno en términos de mayor negocio y de reducción de la morosidad en el futuro. Considerando lo exiguo de los márgenes actuales, cualquier ganancia en los procedimientos de evaluación del riesgo puede reportar una ventaja competitiva.

En un periodo de tipos de interés bajos, la presión sobre el margen de intermediación de los bancos es alta, pero los clientes están dispuestos a asumir algún riesgo en busca de rentabilidad. Por tanto, la gestión de activos tiene buenas oportunidades para generar ingresos por comisiones. También es importante trasladar a los clientes la idea de que los servicios financieros cuestan dinero, por lo que algunas comisiones no pueden ser eliminadas de forma rutinaria.

Por último, pero no por ello menos importante, los bancos españoles deberían seguir aumentando su eficiencia como vía para mejorar su rentabilidad. Esta es una estrategia general que las entidades financieras están siguiendo en todos los países. En el caso de España, la intensa contracción de balances de las entidades del grupo 1, y de algunas del grupo 2, junto con la adquisición de bancos insolventes por entidades financieras que gozan de una situación saneada, ha propiciado una importante reducción del empleo dentro del sector financiero.

En definitiva, las presiones para mantener o mejorar la rentabilidad apuntan a que los bancos españoles deberán concentrarse en mejorar su eficiencia, aumentar sus ingresos por comisiones y abandonar líneas de negocio que no formen parte de su objeto central. La financiación deberá diversificarse, con una alta proporción de depósitos, pero con un *mix* razonable entre deuda garantizada y no garantizada, evitando gravar en un grado excesivo los activos. La sustitución de la financiación del BCE por financiación mayorista podría traducirse en un aumento temporal y efímero de la proporción de dichos fondos. Dado que captar capital seguirá siendo una tarea ardua, la optimización del consumo de capital y la retención de beneficios debería aportar un colchón suficientemente amplio para absorber futuras pérdidas y mantener bajo el diferencial de la deuda no garantizada. Los nuevos instrumentos de capital, como los CoCos, también deberían ser considerados dentro del *mix* de instrumentos de capital. Y, sobre todo, la evaluación y la gestión del riesgo deberían manejarse con sumo cuidado y diligencia.

4. CONCLUSIONES

La rápida reacción de las autoridades de Estados Unidos ante la crisis financiera fue crucial para la recuperación de la economía norteamericana. En muchos casos las inyecciones de capital se están recuperando con beneficios. En España decidimos obviar la realidad y lanzarnos a una absurda orgía de fusiones de entidades financieras con el aparente objetivo de que no costara recursos públicos y con el supuesto contrafactual de que la crisis acabaría en poco tiempo. La realidad es que al final el coste de recursos públicos será muy significativo y, lo peor de todo, después de siete años todavía no se puede decir que el sector financiero español pueda cantar victoria. Las decisiones adoptadas durante 2012 y 2013 fueron muy importantes aunque llegaron muy tarde. Para prevenir los problemas futuros quizás deberíamos empezar a pensar en el siguiente problema al que se enfrenta el sector financiero: la morosidad de las familias con créditos hipotecarios.

La banca sigue tratando de definir como cambiar su modelo de negocio ante las sustanciales modificaciones regulatorias que se han producido en los últimos años, y que seguirán produciéndose en el futuro con la entrada en vigor de los diferentes paquetes regulatorios de la Unión Bancaria. La transición hacia la aplicación completa de la nueva normativa de Basilea III (CRR/CRDIV), la forma definitiva que tome la reforma estructural o la definición precisa de algunas ratios regulatorias para su aplicación finalizada la fase de transición (como la ratio de apalancamiento) marcaran de forma determinante el modelo de negocio de los bancos y su capacidad de aumentar el ROE por encima del coste del capital.

En el corto plazo la principal preocupación de la banca europea es el Asset Quality Review del Banco Central Europeo y la prueba de resistencia que le seguirá. En particular, en el caso español preocupan los escenarios macroeconómicos desfavorables que se manejan y que pueden ser muy extremos. Las primeras noticias parecen indicar que el escenario incluiría una tercera recesión en España con una caída del 1,2% del PIB en 2014 y un 1,7% en 2015 con tasas de desempleo superiores al 27%. Otra preocupación de la banca española es la nueva valoración de los activos inmobiliarios que requerirá el AQR y sus consecuencias. Por tanto existen multitud de incertidumbres sobre el sector financiero tanto a corto plazo como a medio y largo plazo en un momento de gran actividad reguladora que todavía no puede darse por finalizado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGARWAL, S. and I. BEN-DAVID (2012), "Do loan officers' incentives lead to lax lending standards?," Mimeo.
- BANCO DE ESPAÑA, Informe de Estabilidad Financiera, Noviembre.
- BOLTON, P. y FREIXAS, X. (2012), "The rating game," *Journal of Finance*.
- CASE, K. and R. SHILLER (2003), "Is there a bubble in the housing market?," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 299-362.
- CASE, K., SHILLER, R. y A. THOMPSON (2012), "What have they been thinking? Home buyer behavior in hot and cold markets," *Brookings Papers on Economic Activity*
- EBA (2013), *Risk Assessment of the European Banking System*.
- KEYS, BENJAMIN J., TANMOY MUKHERJEE, AMIT SERU, and VIKRANT VIG (2009), "Financial Regulation and Securitization: Evidence from Subprime Mortgage Loans." *Journal of Monetary Economics*, 56(5):700-720, July.
- KEYS, BENJAMIN J., TANMOY MUKHERJEE, AMIT SERU, and VIKRANT VIG (2010), "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans," *Quarterly Journal of Economics*, 125(1):307-362, February.
- GARCÍA MONTALVO, J. and J. RAYA (2012), "Imaginary prices: the role of appraisals in the formation of the Spanish housing bubble," *Spanish Economic and Financial Outlook*.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2009), "Comment on John Quigley: wrong incentives in the mortgage industry and a solution", *Economists' Voice*.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2007), "Las estadísticas españolas del precio de la vivienda: ¿cuál es la inflación de la vivienda en España?" *Revista Índice*, 10-11, INE.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2006), "Deconstruyendo la burbuja inmobiliaria," *Papeles de Economía Española*, 109, 44-75.
- IMF (2013), "Change in banking funding patterns and financial stability risks," Financial Stability Report.
- MAYER C., K. PENCE y S. M. SHERLUND (2009), The Rise in Mortgage Defaults, *Journal of Economic Perspectives*
- MIAN, ATIF and AMIR SUFI (2009), "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis." *Quarterly Journal of Economics*, 122(4):1449-1496, November.
- MIAN, ATIF and AMIR SUFI AND FRANCISCO TREBBI (2010), "The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis," *American Economic Review*, Vol. 100, Number 5, December 2010.
- RAJAN, R. (2010), *Fault lines*.