



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**UN ESTUDIO EXPLICATIVO DE LA
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE
LA CARTERA DE RENTA FIJA EN LAS
INSTITUCIONES FINANCIERAS
ESPAÑOLAS**

Autor: David de Bedoya Azorín-Albiñana
Director: María Eugenia Fabra Florit

Madrid
Abril de 2014

David de
Bedoya
Azorín-Albiñana

**UN ESTUDIO EXPLICATIVO DE LA EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE
LA CARTERA DE RENTA FIJA EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS
ESPAÑOLAS**



*A Bernardo Monfort Edo. Gracias por todo,
por enseñarme lo que sé, por enseñarme a ser como soy.*

Resumen

En el presente estudio he acometido la tarea de analizar la evolución de la deuda comercializada por las instituciones financieras españolas y el impacto de dicha evolución en su liquidez.

El propósito de la investigación es averiguar si los bancos españoles han adaptado sus decisiones de inversión a los momentos cíclicos, en términos de arbitraje de plazos, tipos y riesgos de las concesiones crediticias. El estudio, por tanto, contempla toda la concesión de deuda en la que los bancos han participado así como la evolución del apalancamiento del banco. Se acompaña, asimismo, el análisis de los ratios de liquidez, el riesgo de crédito y el crédito vivo desglosado de los principales operadores en España a fin de alcanzar las conclusiones.

Una vez analizados los datos, he llegado a la conclusión de que la teoría del ciclo económico basada en el descalce de plazos bancarios y los problemas de liquidez se demuestra para el caso español y encaja en éste. El modelo teórico expuesto queda corroborado por el análisis.

Palabras clave: *Ciclo Económico, Liquidez, Flujo de Caja, Letras, Tipos de Interés.*

Abstract

In the present paper I have studied the evolution of the investment in debt by the Spanish banks and the impact of these investments in their liquidity.

The target of the investigation is to know whether the Spanish banks have adapted their investment decisions to the cyclical moment, in terms of maturity, interest rates and risks. Furthermore, the paper analyzes all the debt commercialized by these entities and the leverage used by Spanish banks.

Once analyzed the data, I reached the conclusion that the Austrian business cycle theory based on maturity mismatching and the liquidity problems explains current liquidity problems of the Spanish banks.

Keywords: *Business cycle, liquidity, cash flow, bills, interest rate.*

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	9
2. MARCO CONCEPTUAL	13
2.1 MERCADO MONETARIO Y MERCADO DE CAPITALES	13
2.1.1 LAS LETRAS DE CAMBIO COMERCIALES COMO VÍA DE LIQUIDEZ E INSTRUMENTOS SIMILARES	14
2.1.2 LA HUIDA DE LA BANCA COMERCIAL AL MERCADO DE CAPITALES	17
2.2 LA REGLA DE ORO DE LA BANCA DE OTTO HÜBNER	19
2.3 COMPORTAMIENTO DE LOS AGENTES BANCARIOS A LO LARGO DEL CICLO ECONÓMICO	20
2.3.1 LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO	21
2.3.2 LOS AGENTES BANCARIOS COMO AGENTES ALTAMENTE CÍCLICOS	26
2.3.3 LAS DECISIONES ESTRATÉGICAS DE LOS BANCOS EN CADA FASE DEL CICLO	28
2.4 EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA DE 2001 A LA ACTUALIDAD	30
2.5 LA FASE ACTUAL	37
3. METODOLOGÍA	41
3.1 ENFOQUE GENERAL DE LA INVESTIGACIÓN Y METODOLOGÍA	41
3.2 VARIABLES EMPLEADAS Y FORMA DE MEDICIÓN	44
3.3 UNIVERSO Y MUESTRA	45
3.4 ANÁLISIS DE LOS DATOS	45
4. RESULTADOS	47
5. CONCLUSIONES	52
6. BIBLIOGRAFÍA	54
ANEXO : TABLA BIBLIOGRÁFICA	57

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

I.	Figura 1: Fases del ciclo económico.....	21
II.	Figura 2: Estructura temporal de tipos de interés.....	22
III.	Figura 3: ETTI inversa.....	23
IV.	Figura 4: Volumen de operaciones de deuda con garantía real.....	28
V.	Figura 5: Volumen de operaciones de recapitalización en la UE.....	29
VI.	Figura 6: Tipo de BCE y Tipo hipotecario medio 2000-2008.....	30
VII.	Figura 7: Evolución precio de cierre de las acciones de los bancos.....	31
VIII.	Figura 8: Resultado neto del ejercicio de los principales bancos.....	32
IX.	Figura 9: Pérdidas estimadas por tipo de activo (MM€).....	34
X.	Figura 10: Volúmenes de deuda por tipo de producto en la UE.....	36
XI.	Figura 11: Tipo de interés medio ponderado mensual letras del tesoro a un año.....	38
XII.	Figura 12: Evolución del flujo de caja no operativo en la muestra.....	48
XIII.	Figura 13: Evolución del flujo de caja libre en la muestra.....	49
XIV.	Figura 14: Comparación operativa de la muestra con evolución del PIB.....	50

ÍNDICE DE TABLAS

I.	Tabla 1: Evolución de las principales magnitudes de la economía española.....	32
II.	Tabla 2: Principales magnitudes de liquidez de las unidades de la muestra.....	47
III.	Tabla 3: Estructura y relación de depósitos y préstamos.....	50

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.
BCE	Banco Central Europeo.
CAPEX	Acrónimo de "Capital Expenditures", esto es, inversiones en capital fijo que realiza una compañía.
EBIT	Acrónimo de "Earnings before interest and taxes". Es decir, beneficios antes de intereses e impuestos. Conocido en España como Resultado Operativo o como BAI.
EBITDA	Acrónimo de "Earnings before interest, taxes, amortisation and depreciation". Es decir, beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
ETTI	Estructura Temporal de los Tipos de Interés.
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.
LTRO	Acrónimo de "Long-Term refinancing operation". Operación llevada a cabo por el BCE para asegurar la liquidez en la UE.
M€	Millones de Euros.
MM€	Miles de Millones de Euros (Millardos).
PIB	Producto Interior Bruto.
QE	Acrónimo de "Quantitative Easing". Política llevada a cabo por la Reserva Federal Americana.
QE2	Segunda fase de la operación QE.
QE3	Tercera fase de la operación QE.
RCF	Acrónimo de "Revolving credit facility". Financiación de circulante a corto plazo auto renovable.
ROCE	Acrónimo de "Return on Capital Expenditures". Es un ratio de rentabilidad que mide el retorno sobre el consumo de capital.
TACC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto.
TIR	Tasa interna de retorno.
TLA	Acrónimo de "Term Loan A". Primer tramo de financiación de una estructura sindicada de deuda.
UE	Unión Europea.
WACC	Acrónimo de "Weight Average Cost of Capital". Es decir, coste medio ponderado del capital.

1. Introducción

El propósito general de la investigación desarrollada en el presente trabajo es el estudio de las decisiones de inversión en deuda (pública y privada) de los bancos españoles cotizados. Además, también se estudia la correlación que existe entre estos activos de la cartera de renta fija y la evolución del ciclo económico español. A través de las siguientes páginas, trataré de explicar cómo los distintos momentos del ciclo económico han afectado a las decisiones estratégicas de inversión que han tomado los bancos españoles en renta fija. Comprobaré que, a su vez, la selección de los distintos productos que componen la cartera de los bancos ha afectado a la liquidez de los mismos.

Desde la década de 1990 España ha transitado por diversos momentos de la estructura clásica del ciclo económico (Rallo, 2012:31). En cada uno de estos momentos, han coexistido una serie de incentivos que han afectado a los agentes y a su toma de decisiones. Incentivos que han configurado sus decisiones de ahorro y consumo, de inversión en distintos bienes de capital. Incentivos determinantes en cada fase del ciclo, fundamentalmente a través de las expectativas presentes en los modelos de oferta y demanda dinámicas (Sotelo et al, 2003:170).

Los bancos, también afectados por estas expectativas y los incentivos que el ciclo iba generando, han actuado en consecuencia. El marco teórico básico sobre la actuación de los bancos durante el ciclo económico ya fue tratado por Huerta de Soto (1998 [2009]) y, más recientemente, por Bagus (2013). Empero, el análisis concreto de una estrategia de inversión – como es la inversión a largo plazo en renta fija por parte de los bancos – y su unión con la teoría del ciclo económico no ha sido tratado en detalle. Los distintos análisis que han podido hacerse en tal dirección comprenden recomendaciones sobre cómo actuar ante una situación exógena del mercado, dando recomendaciones a los gestores de inversión (Rosembaum, 2009:170). No tanto en si hay una correlación existente entre esas situaciones exógenas de mercado y la actuación de los bancos al respecto.

En concreto en España, hay una creciente necesidad por conocer en profundidad los incentivos que configuran la actuación de los agentes bancarios. Los momentos por los que atraviesa el país a consecuencia de la crisis económica y la situación de las

entidades financieras hace de vital importancia comprender adecuadamente qué ha llevado a los bancos a tomar sus decisiones. De esta manera, se podrá incidir en aquellos factores desestabilizadores del sistema, aquellos que vuelven el sistema financiero más frágil, para removerlos y obtener como resultado un sistema financiero (anti)frágil (Taleb: 2012).

Por ello, el objetivo que me marco es sencillo: comprobar si la situación de (anti)fragilidad generada por el ciclo económico y trasladada a los bancos (Taleb: 2012) ha condicionado sus decisiones estratégicas. El marco teórico que utilizo, además de las bases ya mencionadas, será el marco económico de la teoría del ciclo económico de Antal E. Fekete (1984) y de Juan Ramón Rallo (2011a). Esta teoría está basada en la liquidez de los agentes. Así, trato de demostrar que las decisiones de inversión en activos de renta fija a largo plazo realizadas por los bancos han producido gran menoscabo en la liquidez del sistema financiero en conjunto y de los bancos seleccionados en particular.

Para algunos autores (Fekete: 2005a), la presión bajista de los tipos de interés en la etapa de la degradación de la liquidez ha provocado una acumulación excesiva de instrumentos poco líquidos ante el movimiento, precisamente, del tipo de interés de referencia (como podrían ser los activos de renta fija inmobiliaria). Esta sobre acumulación de activos, como es sabido y defienden multitud de autores (Fekete:1984; Rallo: 2012; Stockman: 2013), habría provocado una burbuja productiva, lastrando la solvencia de los agentes económicos, depreciando los activos de los balances de los bancos y forzándolos a éstos a reajustarse en aras de evitar el concurso de acreedores de las entidades (Huerta de Soto: 2009).

El problema valorativo ante la fluctuación de tipos de interés hace que la asignación de recursos y capacidades en la industria financiera se haga mucho más difícil en entornos volátiles (Damodaran: 2009), lo que hace que la industria financiera dirija sus inversiones en el largo plazo hacia aquellos activos que considera menos arriesgados. A lo largo de las siguientes páginas explico cómo esto se tradujo en un fuerte incremento de rotación en las carteras de renta fija hacia una cartera de renta fija homogénea a lo largo de la industria y conformada en su mayoría por un tipo de activos de renta fija.

El valor que se aportará, por tanto, es comprender las decisiones empresariales que se adoptan en la industria y cómo las mismas se pueden ver o no afectadas por circunstancias macroeconómicas. Partiendo de la base mencionada, se podrá entender

qué impulsa a los gestores a componer las carteras de una determinada serie de activos. Información de gran valor tanto para el inversor, para el gestor, para las autoridades públicas y para la academia, en aras de una mejor comprensión de la industria financiera y las decisiones que toma.

A tal fin, comenzaré exponiendo el papel de los bancos como agentes económicos y su papel de intermediarios tanto en el mercado monetario como en el mercado de capitales. Me centraré en las distintas vías de aumentar la liquidez con las que los bancos han contado a lo largo de la historia en ambos mercados. Liquidez siempre entendida desde un punto de vista de situación financiera de caja y evolución de la misma. Necesaria para atender los pagos de las obligaciones operativas.

En adelante, continuaré la explicación con la teoría del ciclo económico. En la misma utilizaré como soporte la teoría la fragilidad de N. N. Taleb (2012), la teoría de las expectativas racionales de A. Ravier (2011) y de los modelos clásicos de oferta y demanda agregada de J. Sotelo et al (2003) y de P. Krugman (1999).

Es suma, analizaré: (i) el mercado monetario como fuente de liquidez para las entidades financieras, (ii) el comportamiento de las entidades financieras a lo largo del ciclo económico (para lo que explicaré la teoría del ciclo económico), (iii) el ciclo económico español, y (iv) la etapa actual en la que se encuentra la economía y los bancos españoles.

Una vez construida la base teórica, he seleccionado los bancos más representativos de la economía española durante los últimos veinte años. He procedido a estudiar, a través de su contabilidad, las correlaciones que existen entre la composición de su cartera de renta fija y las variables macroeconómicas cíclicas. En concreto, la correlación temporal entre las fluctuaciones macroeconómicas y los movimientos financieros. Con el interés puesto en la evolución de los flujos de caja a distintos niveles operativos. Obtenidos los datos, validé las teorías del marco conceptual y obtuve una correlación clara entre el perfil de riesgo a lo largo del ciclo de las inversiones, por un lado, y el tipo de activo, por otro.

Los bancos seleccionados son Banco Santander, BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell y Bankinter. Los cinco bancos españoles cotizados en el año 2001 y que siguen cotizando en la actualidad. Representan en la actualidad más del 60% de los activos bajo custodia y gestión en España, más del 60% de la capitalización bursátil de los bancos y por encima del 50% de las oficinas y los clientes en España; según Inverco.

La información se obtiene a través de la memoria anual de estas entidades, información pública de organismos del Estado (como la Comisión Nacional del Mercado de Valores) así como de entidades privadas (como la consultora Oliver Wyman). Se analiza la variación histórica de las principales magnitudes financieras relacionadas con la posición de caja de la muestra para alcanzar las conclusiones.

Por ello, en las conclusiones se utilizó el argumento metodológico y estadístico para la parte del análisis de la realidad, de una manera más descriptiva contrastando el marco conceptual. Sin embargo, por otro lado, contrastado el marco conceptual utilizo sus raíces filosóficas y la inferencia que pueda extraer de los datos para explicar qué incentivos coexisten en el sistema económico que expliquen las decisiones tomadas por los agentes.

Personalmente, el tema me causa gran interés debido, por un lado, a mi dedicación profesional en el sector financiero y, por otro, a la especial debilidad que siento hacia la teoría del ciclo económico. Teoría siempre incompleta y en constante actualización, de gran relevancia para todo interesado en la ciencia económica.

En conclusión, a lo largo del trabajo podrá el lector comprobar cómo se interrelacionan las distintas variables mencionadas. Podrá también el lector comprobar cómo son precisamente esas variables las que condicionan la actuación de la banca comercial. Y cómo es la fluctuación, en concreto, de los tipos de interés en el corto plazo y en el largo plazo – así como el arbitraje de riesgo y rentabilidad entre el corto plazo y el largo plazo – el que acaba por configurar la cartera del sistema financiero en su conjunto (Fekete: 1984) denostando poco a poco la liquidez global (Rallo: 2012) y generando una situación de (anti)fragilidad (Taleb: 2012).

2. Marco conceptual

2.1 Mercado monetario y mercado de capitales

Sin entrar en el estudio detallado de los distintos tipos de banca que he anticipado en la introducción¹, y habiendo adelantado ya que el objeto de trabajo será en exclusiva la banca comercial, debo explicar sucintamente en qué consiste su negocio. Cómo lo ha estudiado la ciencia económica y cómo es el mercado en el que se desenvuelve – el mercado monetario –. Así, podré después no sólo explicar cómo es el marco teórico del comportamiento típico de la banca comercial en los distintos momentos del ciclo (habiendo comprendido previamente los incentivos que empujan a estos agentes a comportarse de citada manera) si no contrastar hasta qué punto la actuación de estos agentes económicos en España se ha adecuado a este marco teórico.

Es fundamental comenzar exponiendo qué es el mercado monetario y cómo se diferencia del mercado de capitales. En primer lugar, porque no suele estudiarse con profundidad la diferencia entre la formación de los precios en uno y otro mercado. Y, en segundo lugar, porque conocer las decisiones de arbitraje de tipos y riesgos a lo largo del tiempo no es posible sin entender la diferencia entre tipo de interés y tipo de descuento.

El mercado monetario no es más que aquel conjunto de mercados financieros donde se intercambian activos que comparten las siguientes características: vencimientos cortos, bajo riesgo y elevada liquidez². Los bancos, que financian sus necesidades de liquidez en estos mercados, dependen de los mismos.

¹ Sin lugar a dudas, y habida cuenta que nuestra base teórica va a centrarse en la teoría del ciclo económico – la cual no se puede entender sin este tipo de empresas – resulta del todo interesante al menos pergeñar sucintamente las diferencias más notables entre la banca comercial y la banca de inversión. Ya se ha encargado de estudiar la doctrina (Rallo: 2011a) la diferenciación económica fruto de la especialización de la banca de inversión y la banca comercial. Así, la banca comercial ancla su operativa en el mercado monetario – cuya operativa consiste en la clásica de este agente económico a nivel comercial, esto es, coordinación de ahorro e inversión – mientras que la banca de inversión circunscribe su actuación al mercado de capitales. Como se puede observar fácilmente, las interrelaciones que pueden surgir entre ambos tipos de entidades son infinitas, puesto que el volumen de inversiones y ahorros captados por los agentes difieren (tanto en cantidad como en su elemento cualitativo).

² En este trabajo traigo a colación el mercado monetario por ser fuente de gran liquidez. Mercado donde la liquidez se ha visto reducida en más de un 50% en la zona euro según el Banco de Pagos Internacionales (BPI) desde 2009 a la actualidad.

Juan Ramón Rallo (2011a: 220) expone que en los mercados monetarios y los mercados de capitales surgen complementos monetarios del dinero (necesidades de liquidez y de atesoramiento diversas en función de las preferencias temporales de los agentes). Apunta el autor que “los intercambios intertemporales, que se implementan en los mercados de capitales, sustituyen al dinero como depósito de valor”, esto es, se pasa a cubrir la necesidad de atesoramiento de una manera distinta, traspasando valor a rentas futuras a través de los distintos instrumentos que ofrece el mercado de capitales.

En el mercado monetario, en vez de articularse distintas vías de atesoramiento para los agentes económicos, se articulan: (i) distintos medios de cambio para los agentes individuales y corporativos, y (ii) distintos medios de cambio para la industria financiera entre sí.

Por un lado, los agentes individuales y corporativos ofrecen bienes a corto plazo altamente líquidos en el mercado monetario a cambio de bienes presentes. Esta función clásica se asemeja a lo que sucede en la actualidad en la mayoría de la financiación de las empresas. Créditos a corto plazo, líneas de crédito, que mantienen el circulante operativo de la compañía en cuestión. Empero, este instrumento crediticio (conocido por el acrónimo de RCF, respondiendo a las siglas anglosajonas de *revolving credit facility*) ni es puramente una financiación a corto plazo (ya que se suele estructurar en sindicados de deuda garantizando la operativa a corto durante varios ejercicios fiscales) ni es un descuento anticipado.

2.1.1 Las letras de cambio comerciales como vía de liquidez e instrumentos similares

Según recogen multitud de autores (Fekete: 2005b) los efectos comerciales de descuento han dejado de usarse de manera mayoritaria en Europa durante el último siglo. Mediante esta institución, se procedía al descuento de letras reales a muy corto plazo a un precio fijado en porcentaje (el tipo de descuento). Esto es, se anticipaba – mediante el uso de la matemática financiera – el valor de esos bienes altamente líquidos futuros garantizados en la letra real y dicho anticipo lo proveían los bancos comerciales en el marco del mercado monetario.

Esto no sólo proveía de una enorme vía de liquidez a los agentes (que podían descontar pagos futuros seguros y ciertos para contar con sus necesidades de financiación) si no que permitía a los propios agentes bancarios contar con un activo en su balance de gran garantía y que podría descontar (en caso de necesidad) en otro banco comercial.

Hoy en día, con sus salvedades, sólo aparece una figura similar a la del descuento de letras reales en el contexto económico: la financiación de compañías a corto bajo la estricta observancia de cláusulas de vencimiento anticipado.

Este tipo de contratos, que no ha sido objeto de estudio por la doctrina económica aunque cuenta con un amplio estudio en la ciencia jurídica (donde sobresale sin lugar a dudas en España Pau Pedrón: 1997 y Vives Ruiz: 2009), son contratos de financiación con cláusulas mixtas de garantía. Una empresa que tiene necesidades de financiación y acude a los agentes bancarios. Estos, en su operativa habitual, requerirían a cambio de la misma un precio (el tipo de interés) y la transacción de deuda se articularía en el marco del mercado de capitales, y tendría el plazo pactado por las partes.

Sin embargo, este tipo de contratos de los que hablo difieren en gran medida con los contratos de garantía mixtos de deuda que incluyen cláusulas de vencimiento anticipado (conocidas en el mercado con el nombre de *covenants*). En estos contratos, el acreedor (el banco) se asegura el cumplimiento de los pagos del deudor mediante una serie de garantías adicionales de todo tipo. A fin de poder comprender la operativa mencionada, se incluye la Nota 24 de las Cuentas Anuales Consolidadas de 2012 de Panda Security S.L., donde se detalla una de las últimas operaciones de este tipo realizadas en España. Esta entidad española – especializada en el desarrollo de soluciones integrales de seguridad informática en la nube – realizó un complejo proceso de refinanciación y reestructuración en abril de 2012.

En el seno del mismo, se articularon una serie de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones entre las que figuran: (i) garantía real de prenda del 100% de las participaciones sociales en caso de incumplimiento, (ii) promesa de hipoteca sobre bienes muebles de naturaleza mobiliaria que recaería sobre la marca “Panda Security” en caso de incumplimiento, (iii) aval del Gobierno del País Vasco por importe de 9 millones de euros, y (iv) garantía solidaria otorgada por las sociedades dependientes de la matriz del grupo. Asimismo, en caso de incumplimiento de las condiciones de financiación, la matriz pierde el beneficio del plazo de la financiación sindicada y el acreedor obtiene el derecho de ejecutar de manera anticipada las garantías otorgadas.

Las condiciones (*covenants*) a las que se obligó Panda Securities S.L. son las siguientes:

- 1) “EBITDA” mínimo de 3 millones para 2012;
- 2) Ratio de “Deuda financiera neta” sobre “EBITDA” máximo de 12 para 2012; y
- 3) “CAPEX” máximo de 2,599 millones para 2012.

Se observa que las cláusulas tratan de asegurar la liquidez de la sociedad endeudada. Y más teniendo en cuenta que la sociedad en cuestión contaba con un EBITDA de 28,6 millones de euros negativos en 2011 y una deuda financiera neta en 2010 de 5 veces EBITDA y que se había disparado por encima de las 13 veces EBITDA tras los resultados negativos de 2011.

Lo que el acreedor logra estableciendo estas cláusulas es una finalidad doble. En primer lugar, logra una garantía extraordinaria sobre su inversión (que queda garantizado por los activos más valiosos de la entidad en cuestión) además de la garantía que otorga la prenda de participaciones y la cláusula de vencimiento anticipado. En segundo lugar, logra asegurarse unos resultados operativos lejanos de la quiebra empresarial que, de incumplirse, no vuelven ilíquido su derecho de crédito que puede seguir circulando en el mercado.

Probablemente se haya observado la notable diferencia entre esta operativa del mercado de capitales y la operativa del descuento de letras reales que se instrumenta en el mercado monetario. No en vano, la entidad deudora no está procediendo a descontar un activo líquido a muy corto plazo y de mínima incertidumbre al banco, si no que está procediendo a financiarse con cargo a unos resultados operativos concretos, que el banco acepta como líquidos y seguros para proceder a la financiación.

Sin embargo, sí comparte con la operativa de descuento de letras reales algunos aspectos muy interesantes, pero que se complementan sin lugar a dudas con la teoría de la inversión en valor (*value investing*, por su nombre en inglés, estudiada por Graham y Dodd por vez primera en *Securities Analysis* en 1934). El banco trata de localizar valor soterrado en empresas con problemas. Una vez identificado dicho valor utilizando las herramientas del *value investing* y de la operativa de la industria de las fusiones y adquisiciones de la banca de inversión (Damodaran: 2009), proceden a conceder financiación a la empresa en cuestión. Esta financiación, que cuenta con el reconocimiento endógeno al mercado que ha señalado el banco al acudir a la ronda de

financiación, pasa a ser altamente líquida en el mercado. Así, el banco que ha concedido la financiación puede acudir al descuento de su derecho de crédito en otras instituciones.

2.1.2 La huida de la banca comercial al mercado de capitales

Como vemos, los bancos han ido acudiendo a los mercados capitales con mayor frecuencia durante las últimas décadas. Dice Rallo (2008) que bancos como Hypo Real State, Goldman Sachs o Merrill Lynch, entre otros, en el año 2007 comercializaban sus productos en búsqueda de liquidez de forma mayoritaria en los mercados de capitales. Postura similar a la que mantiene Stockman (2013) explicando la comercialización de hipotecas a través de las *mortgage backed Securities* (barbarismo, activos asegurados mediante hipoteca) entre 2003 y 2008.

Por ello comenzaba esta exposición señalando que ciertos instrumentos similares (los contratos de deuda con garantías mixtas) a las letras de cambio habían aparecido en la actualidad en la economía mundial. Sin embargo, si bien logran ser líquidos como las letras desde el punto de vista del banco (que puede descontar las mismas sin gran problema en otros agentes bancarios) hay una enorme distancia que las separa de las mismas. En primer lugar, señalar el elemento cualitativo. El hecho de que las operaciones de estas características funcionen en el mercado bajo el estricto seguimiento de los cánones de Graham y Dodd (1934) no implica que no puedan estar sesgadas de manera optimista en función del ciclo económico como señala Rallo (2011a) en referencia a las inversiones en activos inmobiliarios (traído aquí de manera análoga) lo que las diferencia en calidad de las letras reales.

Y es que, las letras reales que funcionaban en el mercado monetario tenían una estructura bastante homogénea que las financiaciones con garantías mixtas bajo el cumplimiento de estrictos *covenants* no pueden alcanzar (ya que lo mismo se financian empresas tecnológicas que energéticas o inmobiliarias con esta operativa). Además, mientras que las letras reales garantizaban un futuro bastante cierto de flujo monetario para el deudor que traspasa al acreedor (o que directamente ejecuta el acreedor), las cláusulas de vencimiento anticipado sólo muestran estimaciones futuras de flujos monetarios que no tienen por qué corresponderse con la realidad empresarial en

cuestión. Aquí es donde se observa con claridad la diferencia cualitativa entre uno y otro instrumento.

Por otro lado, ya he comentado que este tipo de financiación se instrumentaliza en el mercado de capitales y no en el monetario (diferencia ulterior) y he señalado que aumenta la liquidez relativa (esto es, comparada con una operación de financiación de deuda clásica sin estas garantías y sin estos *covenants*) del agente bancario. Empero, no cumple con la finalidad más relevante de las letras reales y por las cuales estas nacieron como expone Fekete (2005b): “crédito auto liquidable que surge de la propensión a consumir y que financia el capital circulante en las fases finales de producción de la mercancía”. Si bien se pueden articular estas líneas de crédito con garantías mixtas para financiar el circulante (y lo explicaba al principio aludiendo a las RCF), ni es un crédito enteramente auto liquidable (si bien se financiará del EBITDA de la compañía depende de la obtención del mismo y no de un flujo asegurado por el derecho de crédito) ni mucho menos aumenta la liquidez del productor, si no del banco.

Esto es, si las letras reales estaban orientadas en principio al productor y le aumentaban la liquidez y, de paso, aseguraban también la liquidez del agente bancario, ahora la liquidez del productor no se asegura (pues sólo cuando atesora valor y tras un largo y complejo proceso de refinanciación puede el productor proveerse de esta fuente de financiación) y se asegura sólo en términos comparables y de mercado la liquidez del agente bancario (con las salvedades cualitativas ya comentadas). Lo que resulta crucial entender, y que enlaza con el punto del trabajo, es que esta vía de liquidez se sitúa también en el mercado de capitales que es más propenso a articular inversiones hacia el largo plazo.

Por ello, los bancos comerciales no cuentan con esta facilidad de proveer verdaderos medios de cambio altamente líquidos en el mercado monetario y utilizan los medios de cambio que ellos mismos generan (como estos derechos de crédito comentados) en el mercado de capitales, es decir, se salen del mercado monetario en el que clásicamente estaban especializados para ubicarse en el mercado de capitales y ubicar allí sus medios de cambio, que no sólo resultan de una calidad inferior si no que, en el mercado, no se encuentran tantos derechos de crédito con las garantías comentadas y sí otros medios de cambio cuya similitud con las letras reales es nula (derechos de crédito al consumo, derechos de crédito garantizados con garantía real de hipoteca, etc.).

El problema de esta “huida” paulatina de los medios de pago de la banca comercial hacia el mercado de capitales es que se quiebra la relación entre tipos de interés y tipos de descuento en función de la prima de liquidez, que ahora se ubica únicamente en el mercado de capitales.

2.2 La regla de oro de la banca de Otto Hübner

Otto Hübner, citado por Rallo (2011a: 253) enuncia lo que se conoce como la regla de oro de la banca: “La fecha en la que vencen los pasivos de la banca no debe preceder a la fecha en la que deben realizarse sus activos”.

Esta regla de oro, traída al marco conceptual, supondría que la banca comercial se debe limitar en exclusiva al descuento de créditos de máxima garantía que permita la realización de dichos activos con celeridad en caso de tener que afrontar un cumplimiento de sus pasivos.

La principal vía de liquidez que exponía en el apartado anterior y que ahora se vuelve imprescindible es la compensación de créditos, esto es, intercambiar con otro agente bancario flujos crediticios asegurando la liquidez (y, de paso, ajustando los valores de los mismos). El problema en la liquidez del sistema bancario se produce cuando se observa el recorrido de estos flujos en los mercados de capitales. Rallo (2011a: 255) lo expone en la siguiente cita (énfasis propio):

“Algo parecido puede decirse con respecto al crédito que extienden los brokers y dealers a sus clientes a partir de los call loans que reciben. En este caso, el inversor que recibe el crédito del broker lo emplea para adquirir un activo financiero, lo que le permite a su propietario recuperar el capital que inmovilizó en un primer momento; a su vez, el prestatario se compromete a amortizar su deuda con el broker a partir de su renta futura. Sin embargo, es posible que el prestatario adquiera los activos a crédito, no para mantenerlos hasta su vencimiento, sino para revenderlos en el futuro a otro ahorrador, que será el que se subrogará en su posición y le permitirá amortizar anticipadamente su deuda con el broker.

El problema está, obviamente, en que **el valor futuro al que se podrán liquidar los activos financieros es incierto** –y tanto más incierto cuanto más prolongado

sea ese horizonte temporal– de modo que **sólo debería financiarse con call loans el crédito destinado a adquirir aquellos activos financieros que esperan enajenarse a muy corto plazo** y que cuentan con una gran estabilidad en los precios; esto es, los brokers sólo deberían extender crédito a partir de sus call loans para aquellos agentes que deseen actuar como market makers, apropiándose del spread entre el precio pedido y el precio ofrecido.”

Como vemos, Rallo se encarga de tratar de articular una vía de liquidez similar a las letras reales en el mercado de capitales, si bien reconoce que no es la situación habitual del mercado.

Esto es, mientras que los agentes bancarios no permiten (salvo a duras penas) el aumento de liquidez del sistema económico a nivel comercial y los derechos de crédito que hacen circular como medios de pago complementarios tienen poca liquidez (salvo la salvedad apuntada), canalizado este flujo en el mercado de capitales tampoco aumenta la liquidez del sistema si no que lo acaba contagiando por completo.

En conclusión, se observa cómo la ausencia de instrumentos contractuales de liquidez de uso generalizado y, sobre todo, la ausencia de un bien presente con valor de medio de pago y capacidad de atesoramiento como pudiera ser el oro (no ha lugar a la exposición de la defensa de esta postura en el presente trabajo, aunque para profundizar en el tema se recomienda la lectura de *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, de Jesús Huerta de Soto, la lectura de *Borrowing short and lending long: illiquidity and credit collapse*, de Antal E. Fekete, y *Retorno al Patrón Oro*, de Juan Manuel López-Zafra) lastran la liquidez de ambos mercados donde se desenvuelven los agentes bancarios y acaban sedimentando las bases para los incentivos perversos que condicionan las decisiones de financiación del sistema de crédito.

2.3 Comportamiento de los agentes bancarios a lo largo del ciclo económico

En el mercado, y bajo circunstancias normales, los tipos de interés a corto plazo son menores a los tipos de interés a largo plazo y, correlativamente, el riesgo de inversiones a corto plazo es menor que el riesgo anejo a las inversiones a largo plazo (Fekete:1984; Rallo: 2011a). Ello provoca que existan incentivos de obtener financiación a largo plazo

pagadera a un menor tipo de interés y canalizarla hacia inversiones a largo plazo. Esto, que las empresas en general suelen intentar realizar tirando de líneas de crédito a corto para financiar su estructura productiva (las ya citadas RCF) no es sostenible a nivel sistémico por las mismas puesto que casar los flujos monetarios en el corto y en el largo se hace altamente difícil garantizando la solvencia de la entidad.

Empero, los intermediarios financieros realizan este tipo de operación hasta convertirla en su núcleo esencial del negocio. Este arbitraje de plazos y tipos se transforma en importantes ganancias para aquellos agentes que salen exitosos del proceso al canalizar bien sus inversiones y casar bien los plazos y los precios. El problema es que, de existir inventivos que desvirtúan o desajustan los sistemas de información con los que cuentan los intermediarios financieros, casar los plazos y tipos al inicio de la operativa puede resultar una mera ilusión falaz que no se corresponde con los aspectos cualitativos de la operativa. Es entonces cuando surgen los problemas derivados del ciclo económico que expone Huerta de Soto (2009) y Rallo (2011a).

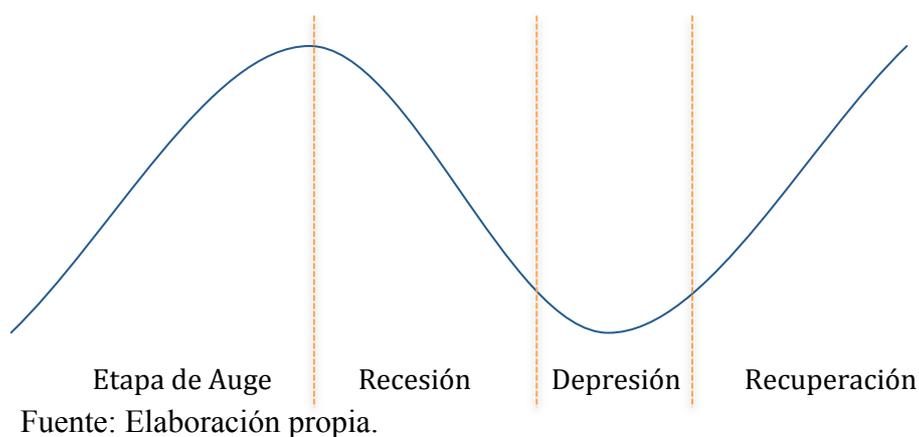
2.3.1 La teoría del ciclo económico

Sin ánimo de resultar exhaustivo, es importante señalar las notas características del ciclo económico – basándonos en la revisión de la teoría austríaca del ciclo económico que realiza Rallo (2011a) – para poder analizar al albur de la misma las estrategias que han ejecutado los intermediarios en el entorno español.

Es importante señalar que el incumplimiento de la regla de oro de los agentes bancarios no tiene por qué finalizar en una situación cíclica como ya apuntaba Hayek (1937, citado por Rallo: 2011a) si todos los agentes bancarios tienen una previsión suficiente del futuro para coordinar sus planes entre sí.

Entrando ya en la teoría del ciclo, se puede dividir el ciclo económico en las siguientes fases ilustradas en la figura 1:

Figura 1 - Fases del ciclo económico

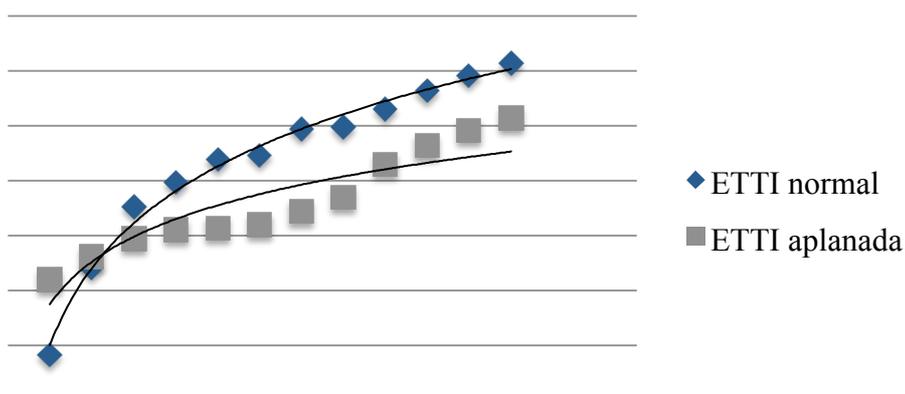


Yo voy a seguir a Rallo (2011a) para renombrar las fases clásicas del ciclo económico en las siguientes: (i) el auge o fase de degradación de la liquidez, (ii) la crisis o fase de la lucha por la liquidez, (iii) la depresión o fase de la liquidación, y (iv) la recuperación o fase de la recapitalización.

Durante la etapa de degradación de la liquidez los agentes comienzan a errar en sus decisiones de inversión. Desde el punto de vista de los intermediarios financieros, estas decisiones de inversión erradas que pueden verse incentivadas por el arbitraje de tipos (lo que convertiría el fenómeno del ciclo económico en un fenómeno endógeno a la economía de mercado) resultan altamente incentivadas ante una situación de depresión de tipos que incentive la inversión muy por encima del ahorro pre-existente. Este desfase entre ahorro e inversión ha sido estudiado con controversia por la doctrina económica. Algo que, según algunos autores (Huerta de Soto: 2009) se produce debido al desajuste provocado por el sistema de reserva bancaria fraccionaria que induce a los intermediarios financieros a romper el binomio ahorro-inversión, pero que para la doctrina más acertada (Rallo: 2011a, Ricón: 2013 y Ricón: 2014) responde más bien al proceso ya indicado de “descalce” de plazos y riesgos. El problema es que, como señalan estos autores, este proceso se sobre-incentiva con varios elementos exógenos a la economía de mercado clásica (como puede ser la posición de garante de último recurso de los Bancos Centrales, los rescates bancarios que realizan los Estados Modernos a entidades en problemas y la desaparición de las letras reales y el patrón oro).

Una vez se inicia este proceso de canalización masiva de inversiones a largo financiadas con deuda a corto se va aplanando poco a poco la curva de tipos de interés (también conocida como estructura de tipos de interés de la economía, ver figura 2). De esta manera, la creciente demanda a largo plazo presiona al alza los precios de estos activos (rebajando por tanto los tipos) mientras que aumentan los tipos a corto. Esta situación comienza a volverse insostenible a medida que la inflación comentada en el largo plazo se va trasladando a las materias primas productivas produciendo un repunte de los costes de producción de los agentes, como señala Cantillon ([1775] 1996). Este repunte vuelve insostenible la operativa de los agentes que se han ido endeudando y surgen los primeros incumplimientos y las primeras señales para los intermediarios financieros de que su liquidez se va a ver fuertemente dañada.

Figura 2 - Estructura Temporal Tipos de Interés



Fuente: Elaboración propia.

Llegados a este punto comienza lo que se conoce como la lucha por la liquidez y que comúnmente se conoce como inicio de la recesión económica. Esto es, una vez ha inundado este crédito las áreas productivas de la economía provisto gracias al endeudamiento masivo en el corto plazo, los intermediarios financieros se encuentran con gran cantidad de deuda a corto plazo.

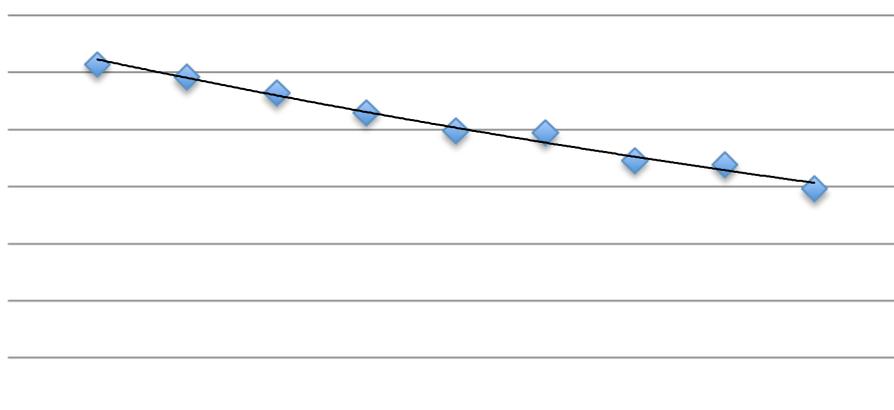
Esta situación tiende a reajustarse en el momento en que los precios de los bienes de consumo más alejados de las fases de venta (esto es, materias primas) ven sus precios repuntar. En ese momento, los agentes económicos que ven un grave riesgo de

incumplir sus obligaciones a corto plazo, comienzan a liquidar en masa aquellos activos que consideran de peor calidad. Como apunta Rallo (2011a: 309), tal circunstancia deriva directamente de la presión bajista de los tipos de interés:

“Esta contradicción es sólo la manifestación dentro del sistema de precios de un falseamiento previo. El tipo de interés es el precio de los bienes presentes en términos de bienes futuros. Si se lo reduce en el mercado crediticio como consecuencia de la monetización de activos a largo plazo permite a los agentes demandar una mayor cantidad de bienes presentes a cambio de proporcionar cantidades menores y más tardíamente de bienes futuros que aquellas que lo que los consumidores realmente demandan (no están dispuestos a esperar tanto tiempo para ver incrementada tan poco la provisión de bienes de consumo).”

Por tanto, sólo quedará que los agentes se disputen la liquidez en el corto plazo restante en el sistema para mantener sus estructuras y no verse abocados al incumplimiento crediticio. Es por ello que esta creciente demanda de financiación a corto plazo disparará sobremanera los tipos de interés a cortos vencimientos, muy por encima del nivel al que se encuentren los tipos a largo. Esto, conocido como inversión de la curva de estructura temporal de tipos de interés (ver figura 3), implicaría en el caso de estudio que los agentes bancarios se desprenden masivamente de activos a largo y acuden prestos a financiación a corto con la que poder mantener sus anquilosadas estructuras.

Figura 3 - ETTI inversa



Fuente: Elaboración propia.

Estas continuas refinanciaciones llegan al colapso cuando no se encuentran suficientes intermediarios que presten estas líneas de crédito que necesitan los agentes. En este caso, no sólo se deprimirá el mercado de deuda y se cerrará la financiación de la economía si no que se procederá a la liquidación masiva de toda clase de activos. Bien sea por procesos concursales bien sea por procesos de reestructuración y ajuste en todo el tejido productivo (individuos y compañías). Esto es lo que se conoce como la depresión o fase de liquidación, que implica no sólo una importante caída de los precios de la deuda fruto de su pérdida de calidad si no un contagio deflacionario a todas las áreas del sistema.

Finalmente, continuando con esta exposición extremadamente breve de la teoría del ciclo económico, llega la fase de recuperación o recapitalización en la que a través de múltiples vías los agentes vuelven a tener una estructura equilibrada de capital y cuentan con un arbitraje de tipos, plazos y riesgos prudente y sostenible en el tiempo. Esta fase de recapitalización es la antesala de la fase de la degradación de la liquidez que se produce una vez comiencen a deprimirse los tipos de interés del corto plazo.

Estos movimientos cíclicos que comento desde las perspectiva de los incentivos fue ya analizado por Keynes (1996) y por Krugman (1999) si bien la visión de ambos no parte desde un análisis de la estructura de capital de los agentes económicos. Sucintamente cabe mencionar que mientras Krugman observa el problema en el mercado de bienes de consumo en una caída de la demanda interna que acaba contagiando las fases de producción y provocando una crisis deflacionaria (Krugman: 1999) que debe ser resuelta a través de estímulos de política fiscal para evitar situaciones de trampa de liquidez (Krugman et al: 1998), Keynes sí que trata de pergeñar el origen de esa caída de demanda interna construyendo su teoría de las expectativas irracionales (sus famosos *animal spirits*) de los agentes económicos en los mercados de capitales aunque no logra encontrar más que pánico psicológico en la actuación de los mismos (1996).

Tal vez alejado de las teorías expuestas con anterioridad y de gran relevancia en la actualidad se encuentra Minsky (1992) quien sí que lleva el análisis keynesiano un paso más atrás para adentrarse en el sistema financiero como hacía la teoría expuesta por Rallo (2011a). Así, para Minsky, la inestabilidad del sistema financiero que es intrínseca al mismo acaba produciendo irregularidades a lo largo del ciclo económico.

Minsky entiende que sólo existe coordinación plena en el sistema económico (y, por tanto, no existe esquema cíclico) si todos los deudores del sistema económico son lo que Minsky conoce como *deudores con cobertura* (Minsky realiza una clasificación de los deudores entre deudores con cobertura – solventes y líquidos – deudores especulativos – solventes e ilíquidos – y deudor Ponzi – insolvente e ilíquido –). Pero observa que, durante el ciclo económico, los deudores van abandonando la situación de liquidez inicial y transformándose paulatinamente en deudores más especulativos hasta acabar siendo, una cantidad notable de los mismos, deudores Ponzi.

Minsky, que sobre las bases de la teoría de los *animal spirits* de Keynes desarrolla la descoordinación de los agentes hasta su transformación en deudores más ilíquidos, desarrolla la teoría de la euforia de los mercados financieros de Ralph N. Elliot (1939) y la teoría de Irving Fisher (1933). Sin embargo, confía en un elemento exógeno a la economía de mercado el proceso de recapitalización sin observar los problemas que pueden derivarse del mismo y que sí señala Rallo (2011b).

Sea como fuere, parece que la ciencia económica se ha ido encargando poco a poco de señalar a los agentes bancarios como núcleo central de la descoordinación que se produce en el ciclo y luego, afectados por las distorsiones que se viven durante el ciclo económico, toman sus decisiones en función de las necesidades urgentes de liquidez (primero) y de las necesidades de capitalización (después) imprescindibles para que empiece la recuperación económica. Por tanto, puedo concluir que la doctrina económica ha señalado este objeto de estudio como fundamental para entender tanto la teoría del ciclo como las decisiones estratégicas de la banca (y, en concreto, de la banca comercial) en sus distintas fases.

2.3.2 Los agentes bancarios como agentes altamente cíclicos

Aunque de las explicaciones realizadas hasta ahora parezca extraerse con clarividencia la conclusión de que la banca es eminentemente cíclica (es decir, su negocio operativo depende en gran medida del momento del ciclo económico) debo apuntar algunos de los motivos más relevantes por los cuales llego a tal conclusión.

En primer lugar, por el clásico negocio de la banca comercial se observa fácilmente la fuerte dependencia de los niveles de renta y los ratios de consumo y ahorro de los agentes que el negocio conlleva. Así, figuras clásicas como la propensión a consumir y la propensión a ahorrar de las personas físicas pueden influir en gran medida el resultado operativo de los intermediarios financieros. Así como los hábitos de endeudamiento para el consumo conforman los mismos.

No deja de ser relevante señalar que, los intermediarios financieros, obtienen mayores retornos de las operaciones de financiación a empresas e individuos que de las operaciones de capitalización de ahorros de los individuos. Esto es así por diversos motivos:

- En primer lugar, porque las operaciones de capitalización de ahorros de individuos y empresas suele tener menor plazo, lo que conlleva un menor tipo de interés. Desde el punto de vista del banco, esto es un flujo monetario menor que entra en su balance (ya que para el cliente no resulta atractivo remunerar altamente al banco cuando el retorno obtenido y el plazo requerido no es suficientemente alto).
- En segundo lugar, porque las operaciones de capitalización de ahorros suelen externalizarse a través de entidades externas a los bancos que se encargan de estas gestiones, entidades con las que hay que compartir la comisión devengada.
- En tercer lugar, porque la financiación a terceros entrañan riesgos mucho mayores que la capitalización de ahorros, riesgos que el banco quiere ver remunerados.
- En cuarto lugar, porque desde el punto de vista subjetivo la persona física o jurídica que acude a solicitar financiación del banco se encuentra en una posición de negociación débil y resulta precio-aceptante (*ergo* aceptará un precio mayor).
- En quinto y último lugar, porque en una operación el banco no arriesga la estructura de liquidez de todo su balance mientras que en la otra sí que pone en jaque su solvencia.

Como se observa, el hecho de que en las fases de crecimiento del ciclo económico estudiado existan incentivos para el consumo y el endeudamiento hace crecer los flujos percibidos por los bancos mientras que las fases de depresión no sólo el flujo es menor por la falta de endeudamiento y por las situaciones de crisis empresariales que desembocan en incumplimientos contractuales, si no que también es menor porque el inicio de la recapitalización que anticipa la recuperación económica se articula a través

de productos financieros de capitalización de ahorros que suponen un menor flujo de caja para los bancos.

2.3.3 Las decisiones estratégicas de los bancos en cada fase del ciclo

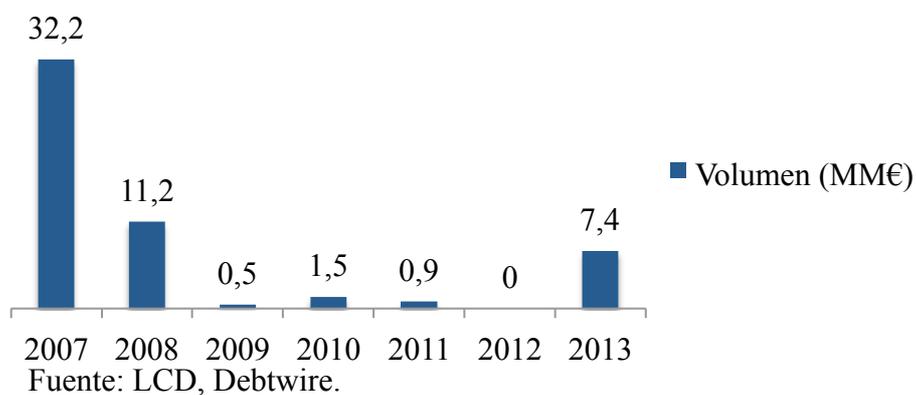
A modo de corolario de lo expuesto, y constituyendo piedra angular de este proyecto, la teoría del ciclo económico nos dice que:

- En la etapa de auge o degradación de la liquidez los bancos comerciales van aumentando su financiación a corto plazo para financiar proyectos a largo plazo cada vez más alejados de las fases próximas del consumo, cada vez a mayor plazo y cada vez de una manera más abultada.
- En la etapa de crisis o lucha por la liquidez los bancos tratan de sostener su esquema financiero demandando con presteza mayor financiación a corto, que les permita reordenar su estructura interna. Para lo cual comenzarán las primeras liquidaciones de inversiones a largo plazo.
- En la etapa de liquidación se va a producir la gran rotación de la cartera de inversión a largo plazo de los bancos hacia activos de mayor calidad y que permitan su capitalización.
- En la etapa de recuperación o recapitalización los activos del largo no sólo vuelven a tener mayor liquidez si no que han ayudado a la recapitalización plena del intermediario financiero.

Estas cuatro fases deberán ser constatadas con la realidad de lo que han venido realizando los bancos en España durante los últimos años. Para ello, del análisis estratégico de los principales bancos españoles (Banco Santander, BBVA, Banco Popular, entre otros) debería obtener que durante los años de auge el peso relativo de inversiones financieras a largo plazo en activos alejados de las fases más próximas al consumo fue creciendo (algo que se puede observar con facilidad en la economía en general y que se desprende de la figura 4, donde se observa el volumen de operaciones de deuda a largo plazo garantizadas con activos fijos en la Unión Europea). Que una vez se aplanan la estructura temporal de los tipos de interés y se dispara el tipo de interés de la deuda a corto plazo los bancos comienzan a necesitar financiar con urgencia sus

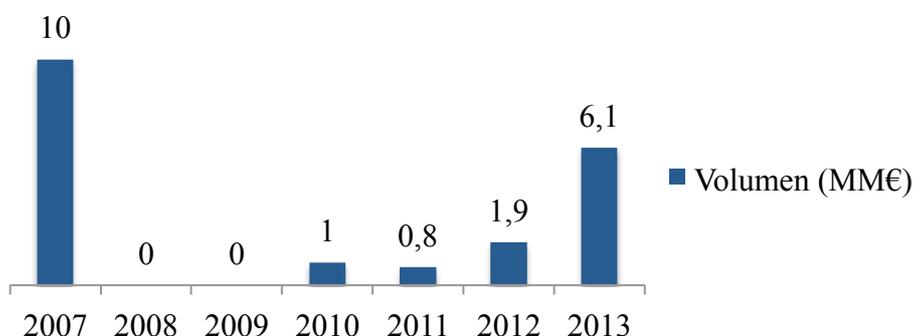
necesidades a corto (con un aumento de las necesidades cubiertas por el interbancario o por la emisión de deuda de tipo RCF).

Figura 4 - Volumen de operaciones de deuda en la UE con garantía real



Una vez llegados a esta fase debería poder constatar que comienza cierta liquidación de malos activos seguida de la capitalización de muchas de las entidades. De nuevo, esto se observa con claridad para la gran mayoría de los agentes económicos (como se ve en la figura 5, donde se recoge el volumen de recapitalización anual en la Unión Europea durante los últimos años), pero tendré que cotejar si tal situación se extiende también a la banca española. Finalmente, trataré de determinar (ante las últimas operaciones estratégicas realizadas por los bancos) en qué fase del ciclo nos encontramos en España y qué tipo de operaciones predominarían esperar en la misma (si nos encontramos ante la recuperación, la recapitalización debería estar avanzada y la estructura de capital terminando de ordenarse).

Figura 5 - Volumen de operaciones de recapitalización en la UE

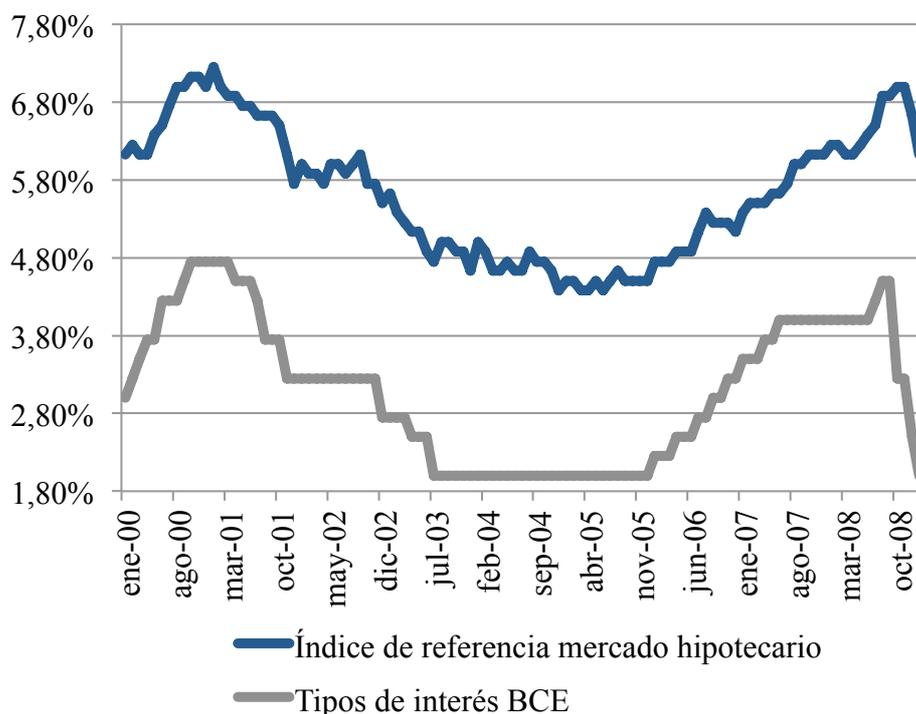


Fuente: LCD.

2.4 El ciclo económico en España de 2001 a la actualidad

La doctrina económica que ha estudiado en base a la teoría austríaca del ciclo económico señala que el presente ciclo que vivimos en España comenzó en el año 2001 (Rallo: 2012). Los tipos de interés los situaron los Bancos Centrales en el 2% (el Banco Central Europeo, durante cerca de 42 meses) y del 1% (la Reserva Federal, durante cerca de 14 meses). Esto provocó un rápido movimiento de los tipos de las inversiones a largo plazo a la baja. Así, en España el tipo hipotecario medio se redujo del 6,5% en 2001 al 3% entre 2003 y 2005 (como se puede observar con facilidad en la figura 6).

Figura 6 - Tipo BCE y Tipo hipotecario medio 2000 - 2008



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad.

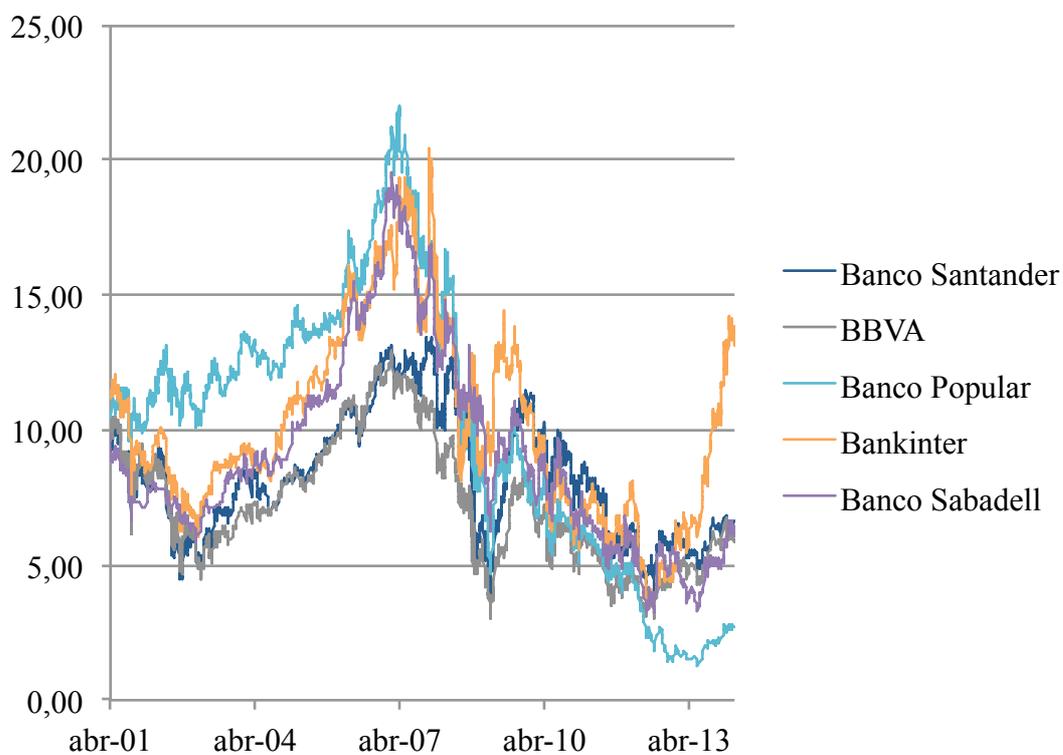
Los bancos lograron una fuente de liquidez a corto plazo de bajo coste y ayudaron a que dichas fuentes se canalizaran hacia el largo plazo (como son los productos hipotecarios). Al incrementar la demanda de los mismos el precio se disparó, deprimiendo el tipo de interés.

Esto provocó un incremento casi sin precedentes de la fragilidad del sistema financiero español. En palabras de Taleb (2012), la fragilidad de un sistema puede detectarse con facilidad ante golpes al sistema. Si el daño que sufre el sistema en su conjunto ante un gran golpe es abultado, se podrá concluir con bastante seguridad que el sistema era frágil. Puesto que de haber sido (anti)frágil las consecuencias sería distintas, como expone Taleb (2012: 331): *Los impactos – las crisis – son más beneficiosos (o menos perniciosos) para lo antifrágil cuanto mayor es su intensidad (hasta cierto punto).*

Como se observa, sirva de parámetro, en las cotizaciones de los grandes bancos españoles (recogida su evolución histórica en la figura 7) el gran impacto que supuso para estas entidades el cierre del mercado interbancario y el colapso de la deuda en el corto plazo, como apunta Stockman (2013), supuso una colosal caída de los precios de

las acciones de las entidades lo que nos constata *a posteriori* la fragilidad del sistema que ya había inducido, *a priori*, que había sido provocada por la iliquidez del mismo.

Figura 7 - Evolución de precio de cierre de las acciones de los bancos en España (€/acción)



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME-X).

Una vez llega la crisis económica a España a partir del cuarto trimestre de 2007 (Rallo: 2008) los agentes comienzan la llamada lucha por la liquidez, lo que se refleja rápidamente en las principales variables de la economía española y que tendrá su impacto en la banca comercial tal y como describo supra.

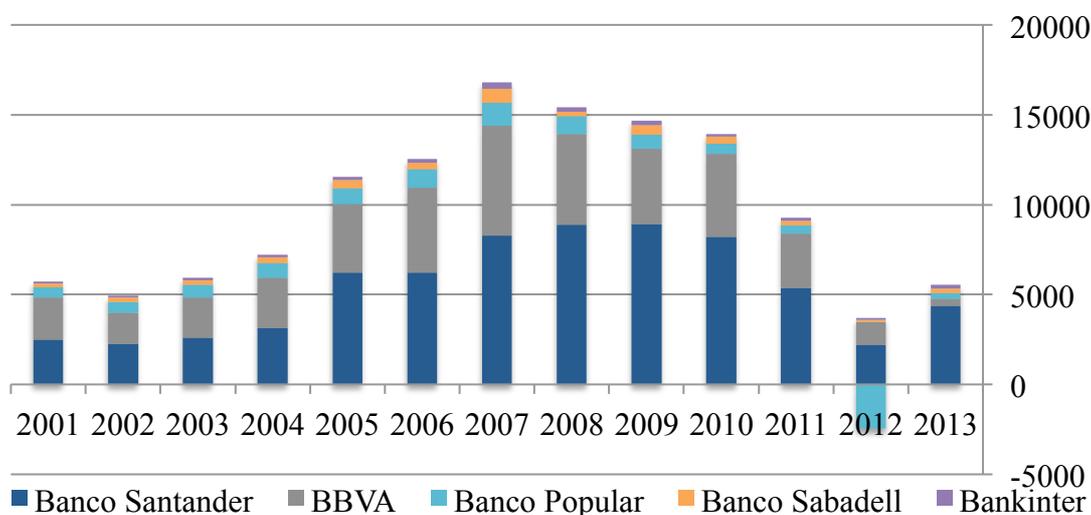
Tabla 1 – Evolución de las principales magnitudes de la economía española

Periodo, Datos en MM€	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TACC 2000-2007	TACC 2008-2013
PIB, precios corrientes	630	680	729	783	841	909	986	1.053	1.088	1.047	1.046	1.046	1.029	1.023	7,6%	-1,2%
Gasto en consumo final, precios corrientes	484	518	550	587	637	689	743	798	834	816	830	835	818	812	7,4%	-0,6%
Formación Bruta de Capital, precios corrientes	166	179	194	215	238	269	305	326	317	250	239	222	203	187	10,2%	-10%
Exportación de bienes y servicios, precios corrientes	183	194	199	206	218	233	259	283	288	251	286	323	336	349	6,4%	3,9%
Importación de bienes y servicios, precios corrientes	203	211	215	225	252	281	322	354	351	270	309	334	328	324	8,3%	-1,6%

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Base 2008.

La caída del nivel de empleo (de una tasa de paro registrado del 7% en 2006 a la tasa superior al 25% de 2014) junto con el aumento de los impagos a la banca comercial fue lastrando poco a poco los beneficios de los bancos como se observa a continuación en la figura 8.

Figura 8 - Resultado Neto del Ejercicio de los principales bancos (MM€)



Fuente: Cuentas Anuales de las Compañías.

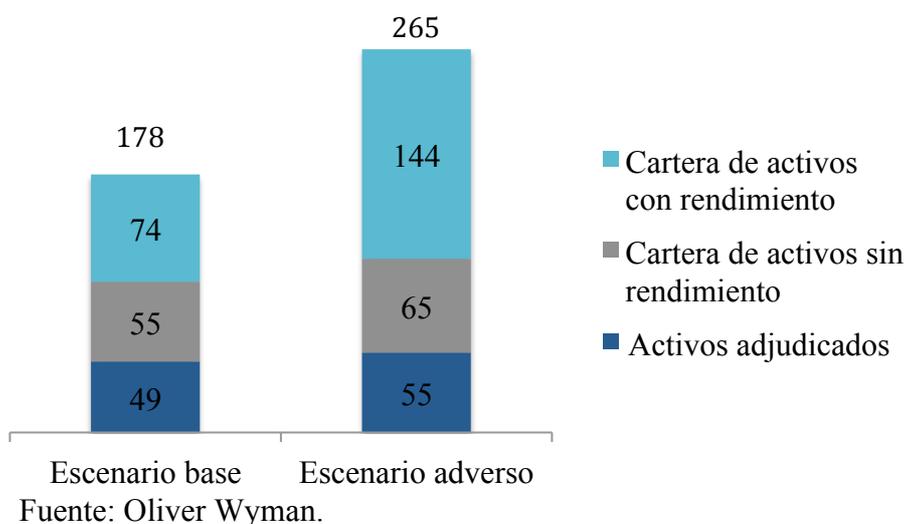
De hecho, en 2007 la situación era ya del todo insostenible y sólo quedaba para la economía española y la banca ajustar sus principales estructuras al entorno del mercado en el que se desenvolvía. Recojo la cita de Rallo (2012: 33 y 34) donde tal situación se detalla:

“Si el flujo de crédito se interrumpía o se desaceleraba en algún momento, todo el tenderete [sic.] se venía abajo: parte del tejido productivo español, que a su vez era uno de los principales deudores de la banca, desaparecía; las garantías de los préstamos se depreciaban; la morosidad se disparaba y cesaba la refinanciación interbancaria de la mucha deuda a corto plazo de las entidades financieras. Este fue justo el proceso que aconteció a partir de 2007, especialmente con el estallido de la crisis internacional que aceleró la sequía de fuentes de financiación en casi todo el mundo: el crédito no pudo seguir creciendo a las tasas anteriores, la actividad burbujística en el ladrillo se resintió, el paro y el cierre de empresas desataron los impagos, los precios de la vivienda comenzaron a caer, la solvencia de los bancos se resintió y la desconfianza se extendió por todo el sistema, extinguiendo la predisposición de los inversores privados (sobre todo, otros muchos bancos europeos) a seguir refinanciando los vencimientos de deuda de la banca española.

Desde entonces, el colapso del sistema financiero español sólo se ha evitado gracias a que los distintos gobiernos españoles han ido inyectando capital adicional a la banca (mediante créditos subordinados o nacionalizaciones del FROB) y a que el Banco Central Europeo ha ido proporcionando amplias líneas de crédito para refinanciar todos los vencimientos de deuda. Sin embargo, estas más que discutibles actuaciones no han resuelto los problemas de fondo de nuestros bancos, sino que sólo han retrasado su ulterior estallido: a finales de 2011 nuestra banca seguía extremadamente apalancada (sus pasivos eran nueve veces superiores a sus fondos propios) y los activos con los que contaba para amortizar tamañas deudas acumulaban unas enormes pérdidas ocultas. En la práctica, el sistema financiero español se hallaba descapitalizado.”

Estas conclusiones teóricas de descapitalización fueron en septiembre de 2012 llevadas a la práctica y estimadas por la consultora Oliver Wyman en su informe *Asset quality review and bottom-up stress test exercise*. La consultora cifraba las pérdidas potenciales de la banca española por entonces en 178 mil millones de euros en el escenario base y un máximo de 265 mil millones de euros en el escenario adverso (figura 9) lo que suponía el punto álgido de la crisis vivida por los bancos en España.

Figura 9 - Pérdidas estimadas por tipo de activo (MM€)



Llegados a este punto a la banca no le quedó más remedio que comenzar a recapitalizar parte de sus deudas y a llevar a cabo una profunda reestructuración de su estructura de capital. Algo que para las entidades nacionalizadas no supuso gran problema al contar con financiación por parte de la Unión Europea y del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el que pudieron cubrir sus descubiertos. Empero, otras entidades que no contaron con estos beneplácitos tuvieron que realizar una serie de decisiones estratégicas vitales para asegurar su solvencia. Voy a comentar con brevedad las decisiones estratégicas que Banco Popular, por un lado, y Bankia, por otro, han ejecutado desde entonces para asegurar los ratios de capitalización y solvencia requeridos por el marco regulatorio (Basilea III, MiFID, entre otros) puesto que suponen dos ejemplos antagónicos del proceso de capitalización bancaria vivido hasta la fecha.

Como antecedentes, es necesario señalar que en diciembre de 2010 se funda el Banco Financiero y de Ahorros (BFA) tras la fusión de Caja Madrid, Bancaja, La Caja de Canarias, Caja Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja. BFA segrega los negocios de las antiguas entidades, separando el negocio bancario comercial en una nueva entidad de la que es propietario en un 100%: Bankia. En abril de 2011, BFA absorbe todos los “activos tóxicos” de Bankia, postulándose como el “banco malo” interno tras la fusión de las cajas. En mayo de 2012, BFA reformula las cuentas del ejercicio anterior. La cuantía de las pérdidas fuerza la entrada del FROB. En mayo de 2012 el FROB compra el 45,6% del capital de Bankia por una consideración total de 4.456 millones de euros. Esta operación se realiza a través de la conversión de bonos convertibles de BFA. Entre mayo de 2012 y enero de 2013 el FROB inyecta 17.959 millones de euros adicionales en la entidad, provenientes de fondos europeos.

Una vez la entidad obtiene toda esta importante fuente de recursos comienza a reestructurarse internamente. A parte de llevar a cabo una serie de importantísimos ajustes de su estructura productiva (como la explotación de sinergias de costes aún no obtenidas tras la fusión de BFA) procede a la venta de diversas participadas y unidades de negocio para hacer frente a la importante capitalización que requería. El importe de las transacciones relevantes que desde 2013 ha realizado BFA-Bankia supera los 1.500 millones de euros (con las ventas de City National Bank of Florida, Inversis, Bankia Hábitat, Bankia Bolsa y la Cartera de seguros de vida y no vida, entre otras) lo que unido a los más de 1.300 millones obtenidos por BFA con la venta del 7,5% de las acciones de Bankia a finales de febrero de 2014 supone la recuperación de más del 15% de la inyección de liquidez en Bankia. Como he señalado al principio, los ajustes en la estructura de capital no eran de tamaño relevancia como los que ahora pasaré a comentar del Banco Popular debido a que Bankia reajustó por completo su estructura de capital con la nacionalización por parte del FROB.

La situación del Banco Popular era, por otro lado, distinta. El Banco Popular (de menor tamaño tanto por patrimonio gestionado como por capitalización bursátil o número de clientes que Bankia) tuvo que ampliar capital hasta en tres ocasiones en el mismo periodo objeto de análisis. Desde 2012, el Banco Popular ha llevado a cabo diversas rondas de recapitalización: una ampliación de capital de 2.500 millones de euros en 2012; una ulterior ampliación de capital por valor de 250 millones en 2013 y una última a principios de 2014 por importe cercano a los 10 millones de euros. Con estas

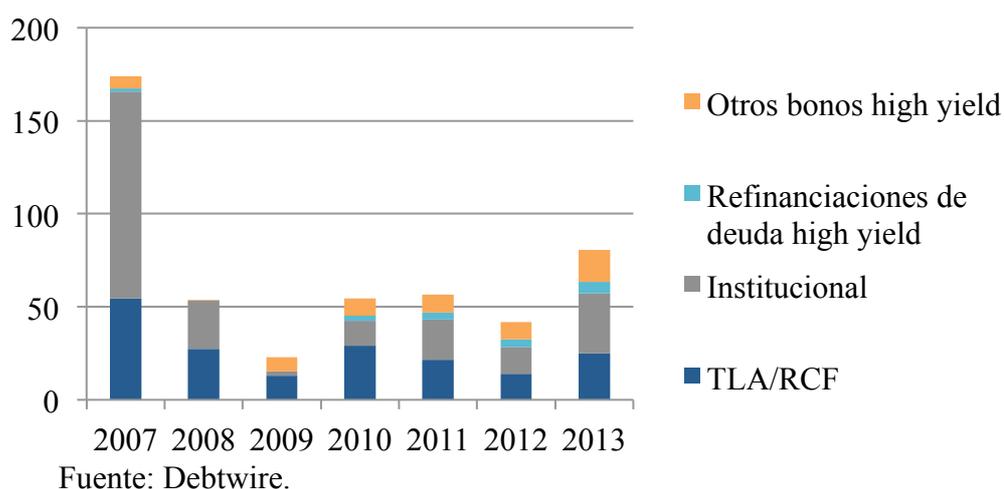
sucesivas ampliaciones, así como con los resultados operativos y el aumento de reservas fruto de la congelación del dividendo desde el ejercicio fiscal de 2012, el Banco Popular lograba cubrir de manera holgada los más de 3.200 millones de pérdidas latentes que su balance arrojaba a futuro según el informe ya citado de la consultora Oliver Wyman.

La operativa es diversa pero la finalidad en ambos casos (tanto titularidad pública como titularidad privada) es común: volver a una estructura de capital equilibrada como la que existiría de no haber sido por los desajustes provocados por el ciclo económico antes expuestos.

2.5 La fase actual

El problema no estriba sólo en determinar en qué fase del ciclo económico nos encontramos a día de hoy, si no en comprender que pese a que el ciclo económico para los agentes a nivel general nos pueda servir para sustraer una serie de consecuencias tales no aplican de manera generalizada a los bancos como pasará a comentar.

Figura 10 - Volúmenes de deuda por tipo de producto en la UE (MM€)



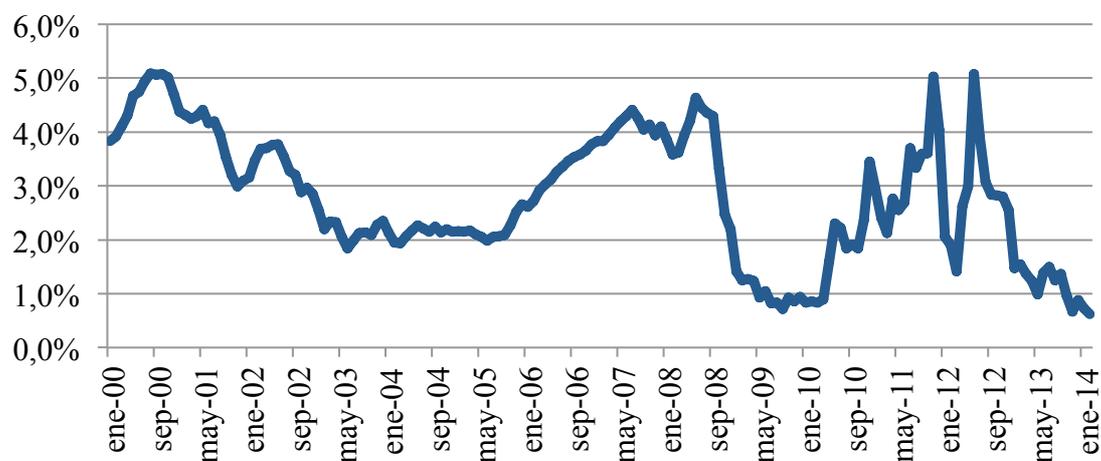
Como se puede observar en la figura 10, los volúmenes existentes a día de hoy de distintos tipos de emisiones de deuda en el mercado no nos ayudan en demasía a concluir en qué fase del ciclo nos encontramos. Al observar la evolución histórica de las recapitalizaciones a nivel europeo en la figura 5 sí que es posible observar un notable

crecimiento de las mismas en la línea de la tendencia señalada anteriormente y ejemplificada a través de Bankia y Banco Popular. Empero, conviene señalar algunos aspectos preocupantes sobre los riesgos todavía existentes en el sistema financiero español derivado de la propia configuración del sistema.

En primer lugar, como se observa en la figura 10, las adquisiciones financiadas con deuda en los mercados europeos han logrado canalizar cada vez más crédito típicamente del largo plazo frente al predominio del crédito a corto plazo (RCF/TLA) que existía en 2007. Habida cuenta que son los propios intermediarios financieros la contraparte en estos contratos de deuda es posible ir vislumbrando que la canalización del ahorro al largo plazo está comenzando, si bien distan mucho las cifras actuales en volumen a las cotas de un mercado de recuperación.

En segundo lugar, porque los incentivos que fraguaron el presente ciclo económico siguen coexistiendo con los agentes en la actualidad. Esto es así porque la presión bajista de los tipos de interés experimentada tras los distintos programas de flexibilización cuantitativa que ha implementado la Reserva Federal (QE, QE2, *Twist Operation* y QE3) así como el programa LTRO y la “ventana de liquidez” habilitados por el Banco Central Europeo vuelven a incentivar sobremanera el descalce de plazos, riesgos y tipos. No en vano, la financiación a corto plazo ha vuelto a abarataarse en España como se observa en la figura 11 lo que constituye un poderoso incentivo para los intermediarios financieros de endeudarse a corto para financiar la economía a largo plazo.

**Figura 11 - Tipo de interés medio ponderado mensual
letras del tesoro a 1 año**



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad.

En tercer lugar, porque las condiciones de capitalización tras la etapa de liquidez no han sido las óptimas de mercado. Sí, se han visto visto notables esfuerzos en la industria como se va a pasar en el punto siguiente a analizar. Sin embargo, también se han observado una huida hacia instrumentos financieros a largo plazo que la regulación bancaria (Basilea III) considera dentro del capital Tier I de los bancos, sobre todo, instrumentos de deuda pública (que ha crecido entre un 15% y un 40% su peso en los balances de los bancos). Estos instrumentos distan mucho de ser una máxima garantía equiparable a los recursos propios del accionista (comenzando porque los primeros son promesas de pago futuras y los segundos bienes presentes previamente desembolsados de manera íntegra).

En cuarto y último lugar, porque se ha corrido el riesgo de sentar precedente en España con la actuación del FROB. Así pues, la nacionalización de las entidades financieras por parte del FROB durante los últimos cinco años ha podido generar un importante riesgo moral en las entidades que han quedado en el mercado. El riesgo moral (conocido en inglés como *moral hazard*) ya fue estudiado por Adam Smith (1976) y nos viene a indicar que un agente está dispuesto a asumir mayores riesgos cuando los costes futuros de dichos riesgos no van a tener que ser asumidos por el propio agente. Esto es, traído al caso de la banca española, el *moral hazard* que ha podido sedimentarse en el sistema financiero español consiste en que, en el futuro, los bancos asuman mayores riesgos que los que corresponderían a su operativa habitual en unos márgenes de prudencia dados ya

que “saben” que los costes del exceso de riesgos no recaerán sobre sus espaldas, si no sobre las del contribuyente. Ahora bien, hay que apuntar que el modelo de rescate *bail-in* aprobado en 2013 por la Unión Europea tras el rescate a Chipre y que es el modelo propuesto por Rallo (2012) puede ayudar a disipar citado riesgo moral.

Sentadas las bases teóricas sobre las que voy a construir la metodología y apuntadas las líneas maestras de la doctrina más autorizada y de mayor peso en la ciencia económica y financiera actual voy a proceder a explicar las actuaciones estratégicas de la banca española durante el último ciclo económico y contrastar las mismas con la teoría expuesta dentro del marco del análisis explicativo del presente trabajo.

3. Metodología

3.1 Enfoque general de la investigación y metodología

El objetivo de la investigación que aquí hemos llevado a cabo era claro: explicar por qué los bancos comerciales toman las decisiones estratégicas en distintas fases del ciclo. Una vez hemos acudido a la ciencia económica que ha estudiado el tema en mayor profundidad y hemos introducido la situación económica española y cómo se entrelaza el sistema bancario español con la situación que vive el país, queda por ver:

- Si los bancos españoles se adecúan al modelo teórico expuesto; y
- En caso afirmativo, qué podemos concluir sobre el modelo expuesto para la banca comercial al albur de los datos.

En esta ocasión nos topamos ante un importante problema: las fuentes de información. Bien es cierto que el Banco de España publica de manera mensual sus informes agregados sobre flujos de inversión a distintos sectores de la actividad económica, pero ni publica datos temporales (¿cuánto van a durar estas inversiones?) ni datos financieros (¿qué TIR esperan obtener?, ¿cuál es la ROCE del proyecto?, ¿a qué WACC se ha financiado?) ni, tan siquiera, el detalle de qué parte del flujo agregado proviene de cada entidad bancaria. Es que ni tan siquiera publica detalles de tipo de deuda (¿*high-yield*?, ¿estructura sindicada?, ¿pólizas de crédito?).

En suma, los datos que ofrece el conjunto de las Administraciones Públicas en España son escasos y, desde luego, del todo inútiles para llegar a las conclusiones que hemos planteado y poder testar el marco teórico enunciado. De hecho, el mismo comentario se puede realizar de organismos internacionales (como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, los datos de Eurostat, etc.) puesto que se nutren, en primer lugar, de los datos que provee la Administración española y, en segundo lugar, porque los estudios que realiza específicos sobre sectores ofrece datos similares a los del Banco de España, con los problemas ya planteados.

En función de las necesidades requeridas, es posible acudir a proveedores de datos específicos y especializados en sectores o en tipo de productos. Así, es frecuente el uso de LCD o Debtwire en la industria financiera para obtener datos de estructuras de financiación, refinanciaciones, recapitalizaciones, emisiones de nueva deuda, entre otros. El problema es que aunque esto pudiera habernos servido para llevar a cabo la

investigación (analizando las distintas estructuras de deuda utilizadas para financiar el crecimiento de la formación bruta de capital fijo en España entre los años 2000 y 2007) seguiríamos con dos problemas fundamentales: no sabríamos el volumen de flujo que proviene de cada banco (salvo que fuésemos transacción a transacción, teniendo en cuenta que en la gran parte de las mismas no se publica qué institución financiara la financia) pero, sobre todo, no nos permitiría cubrir este segmento de mercado en profundidad, la banca comercial, al ser servidores especializados en transacciones.

Llegados a este punto y tras cotejar los estudios sectoriales publicados por las Administraciones Públicas y por las entidades especializadas en datos por producto, nos restaban los estudios sectoriales que ofrecen las instituciones privadas.

Por un lado, tenemos los estudios de banca comercial que elabora Pricewaterhouse Coopers y que se toman como referencia en el sector financiero. Estos estudios son, desde el punto de vista metodológico, eminentemente cualitativo. Basta echar un vistazo al último publicado (*Retail banking 2020. Evolution or Revolution?*). En el mismo, Pricewaterhouse Coopers utiliza la técnica de entrevistas personales en profundidad con los principales directivos de los bancos comerciales para alcanzar las conclusiones que obtiene. Metodología que no utiliza solamente esta consultora, ya que Boston Consulting Group, McKinsey, Deloitte, Booz & Co. o KPMG realizan también este tipo de metodología de obtención de datos para alcanzar sus conclusiones.

Este fue el motivo por el cual nos decidimos a rechazar estas fuentes. Al fin y al cabo, el objetivo es alcanzar un resultado cuantitativo y contrastable cuantitativamente, medible y valorable siguiendo las técnicas de valoración usadas en el mercado. Los estudios que realizan las consultoras de manera habitual tienen por objetivo ilustrar de manera gráfica sobre la situación actual y futura de un sector a través de las opiniones de los directivos y los especialistas en el mismo aunque rara vez tienen por objetivo valorar la situación pasada y las consecuencias actuales.

Por ello, hemos de observar con atención la metodología que sigue el estudio cuantitativo sectorial que realizó Oliver Wyman a petición del Gobierno de España al respecto de la situación financiera de las entidades bancarias en España. Los resultados a los que Oliver Wyman llega son muy similares a los que aquí buscamos, si bien aquel estudio estaba centrado en las pérdidas potenciales que podrían sufrir las carteras de distintos tipos de activos que atesoraban en sus balances los bancos españoles mientras que este estudio analiza por qué estas carteras se componen de un tipo u otro tipo de

activos y por qué varía el horizonte temporal de las mismas en función a la fase del ciclo.

Empero, parece sencillo deducir que si obteniendo resultados similares Oliver Wyman utilizando una metodología y unas fuentes podré, acudiendo a las mismas fuentes y compartiendo metodología, alcanzar mis conclusiones.

Ahora bien, Oliver Wyman cuenta con una serie de datos que no podemos replicar. Son datos obtenidos trabajando directamente con los bancos implicados, conociendo su contabilidad interna, su estructura interna de costes, su plan estratégico a futuro, revisando sus contratos comerciales, revisando las garantías otorgadas, revisando los contratos de financiación a terceros, etc. Una cantidad ingente de información que no es pública y a la que sólo podríamos acceder trabajando para esos mismos bancos y siempre que fuera necesaria para fines laborales.

Por ello, hay que acudir a la información que los bancos hacen pública sobre su situación interna (que es mucha, habida cuenta de las obligaciones mercantiles y fiscales que han de cumplimentar) y basarnos en la misma para obtener nuestra base de datos en aras de contrastar la teoría expuesta.

Así, hemos acudido a las Cuentas Anuales de los bancos objeto de estudio, así como a los distintos Hechos Relevantes publicados por los bancos que pudieran resultar de interés para el análisis. Estos datos (que son públicos ya que están depositados en el Registro Mercantil de la provincia donde esté situado el domicilio social de la entidad y a los que cualquier persona puede acceder pagando una pequeña tasa, así como los datos que ofrece de manera gratuita la Comisión Nacional del Mercado de Valores para las entidades cotizadas) han de ser obtenidos de una lectura en profundidad de las Memoria Anual Corporativa de cada año del horizonte temporal expuesto, en concreto, de las Notas que explican las Inversiones Financieras a Largo Plazo reflejadas en Balance así como las Notas que explican los Instrumentos de Patrimonio. Ello por no hablar de las posibles participadas.

3.2 Variables empleadas y forma de medición

Para realizar la selección de las entidades financieras más representativas en España durante los últimos veinte años se han tenido en cuenta los siguientes criterios: entidades que sigan operativas a cierre de ejercicio de 2013 y entidades cotizadas a cierre de ejercicio de 2013. Dentro de la industria financiera sólo se tomarán aquellas empresas que ejerzan lo que se conoce como “banca comercial”: esto es, la captación de ahorro e inversión minorista o a nivel familiar. Dejando fuera de nuestra selección las entidades aseguradoras, la banca privada y la banca de inversión. Obviamente, contamos con empresas que ejercen lo que en la industria se conoce como “banca global”, esto es, que ejercen el negocio conjunto de banca privada, banca de inversión y banca comercial. Tales entidades formarán parte del estudio.

El motivo de la elección de estas variables es sencillo. A la hora de analizar lo que ha pasado desde el inicio del ciclo económico tendremos que contar con empresas que existieran al inicio de dicho ciclo. Si datamos el inicio, siguiendo a Rallo (2012) a finales de la década de 1990 necesitaremos empresas que ya estuvieran operando en esa época y que, al menos, se hayan mantenido operativas hasta hoy para ver cómo han ido actuando durante todos estos años y si dentro de éstas hay un patrón similar de conducta. Por otro lado, elegimos empresas que sean cotizadas debido a dos motivos principales: acceso de la información y liquidez de sus operaciones. Si contamos con empresas cotizadas la información está publicada, sus memorias corporativas y sus informes financieros cuatrimestrales, semestrales y anuales durante todo el periodo objeto de análisis. Además, como comentábamos, son entidades con valores muy líquidos y que, a priori, van a operar también con dichos valores lo que les hace actuar con mayor celeridad si sobreviene una recesión económica.

Es importante destacar, asimismo, que sólo vamos a tener en cuenta la banca comercial. Aunque no contemos con grandes entidades en España dedicadas en exclusiva al negocio de la banca de inversión o a la banca privada, es importante señalar por qué descartamos este tipo de negocios. El problema es que este tipo de entidades, por su negocio operativo, se encuentran mucho más alejadas de la influencia cíclica de la economía como ya demostró Rosebaum (2009), por lo que el análisis binomial banca y economía se dificultaría. Aunque sí es cierto que el negocio de las inversiones bursátiles y las finanzas corporativas se ve afectado por el ciclo como comenta Huerta

de Soto (2009) la dependencia existente entre el ciclo económico y este tipo de instituciones es más indirecta (Minsky: 1992).

Por ello, consideramos más acertado aproximarnos al propósito de la investigación a través del negocio de la banca comercial y sólo, como ya hemos comentado, de aquellas entidades nacionales cotizadas que ya estaban operativas durante las dos últimas décadas y siguen operando a día de hoy.

3.3 Universo y muestra

El Universo del estudio, por tanto, está compuesto por todas las entidades de banca comercial españolas (esto es, con domicilio social en España) que hayan estado operativas desde el año 2000 hasta el momento actual.

La muestra está compuesta por las entidades que cotizan en bolsa a día de hoy y cotizaban también en el año 2000. Este grupo de entidades es el siguiente:

- Banco Santander
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- Banco Popular
- Banco Sabadell
- Bankinter

Una muestra que considero representativa tanto por volumen de capitalización conjunto sobre la capitalización del sector actual, como por activos bajo gestión conjuntos de las entidades, como por activos bajo depósito así como por número de clientes, oficinas, empleados y beneficios sobre el total del sector. Además, cumple el objetivo de la información financiera detallada del apartado anterior.

3.4 Análisis de los datos

La información necesaria para la elaboración del estudio y la obtención de los resultados se encuentra en las Cuentas Anuales de las mencionadas entidades. En concreto, las entidades que forman parte del sistema financiero tienen la obligación de

presentar, junto con sus cuentas anuales consolidadas, el detalle de la gestión de los riesgos internos y externos por parte de la entidad.

Así, las entidades deben detallar el crédito concedido tanto a corto como a largo plazo, deben detallar el desglose del crédito y valorar el riesgo de crédito anejo a sus inversiones en su partida. Por tanto, he tomado el detalle de crédito a corto y a largo concedido por cada entidad (en primer lugar, necesario para comprobar el desajuste entre los vencimientos de sus deudores) y, en segundo lugar, he tomado el desglose con el nivel de detalle que da cada banco en sus cuentas. De esta manera, he podido comprobar a qué tipo de entidades financian los bancos, de qué sectores y qué peso tiene en su cartera de inversiones, así como la variación de las mismas.

Por último, he tomado la valoración del riesgo de crédito como parámetro de medición tanto del momento cíclico como de la liquidez de los bancos. Entiéndase por liquidez la capacidad de afrontar sus pagos en el corto plazo. De esta manera, un riesgo de crédito mayor sobre el crédito total concedido y a recibir supone un flujo de caja menor a recibir por parte de la entidad y, por tanto, un deterioro de la caja de la entidad que la puede llevar a una situación de iliquidez.

El análisis que he realizado ha sido llevado a cabo mediante la evolución histórica de estos parámetros en comparativa con: (i) la evolución de las cotizaciones de las entidades (figura 7); (ii) la evolución de los beneficios de las entidades (figura 8, impacto en EBITDA, EBIT y Flujo de Caja Libre por la caída de flujo recibido así como las provisiones dotadas); y (iii) la evolución histórica de la situación macroeconómica española (tabla 1). Todo ello acompañado del análisis de los resultados obtenidos a fin de dilucidar si el marco teórico expuesto explica o no las decisiones estratégicas comentadas o no y si explica, a su vez, la situación de iliquidez de los bancos. Todo ello obtenido de las Cuentas Anuales de las entidades mencionadas.

4. Resultados

Los resultados del análisis se observan en la tabla 2. En la misma, se pueden encontrar de las entidades que componen la muestra escogida las principales magnitudes objeto del estudio aquí desarrollado.

Como se observa, he incluido el margen de intereses para observar la caída del negocio operativo de las entidades financieras. El EBITDA (por la misma razón, contemplando así el impacto de los costes operativos sobre los ingresos) y diversas magnitudes del Estado de Flujos de Efectivo. He escogido el flujo de actividades de inversión como saldo agregado puesto que nos permite ver el movimiento total de salida o entrada de caja en actividades de financiación. Por otro lado, se incluye el servicio de deuda para analizar qué flujo de caja (año a año) se utiliza para amortizar la deuda contraída. Finalmente, se realiza un análisis de la estructura de activos a largo plazo frente a pasivos a corto plazo y pasivos totales, como medida de liquidez estructural y no de caja. El resultado es el siguiente:

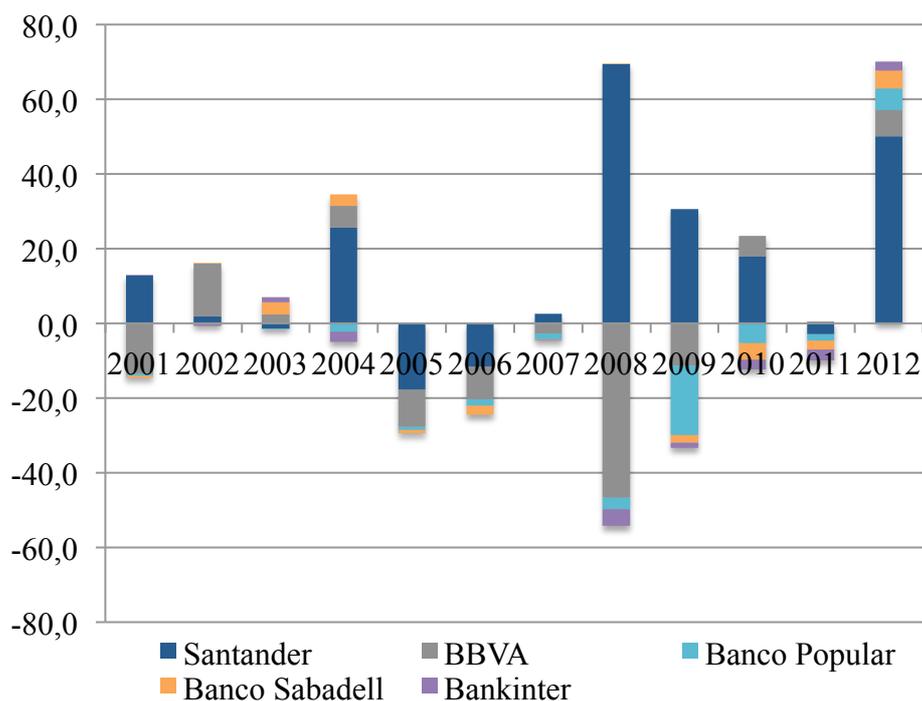
Tabla 2 – Principales magnitudes de liquidez de las entidades de la muestra

MM€													
	Concepto	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banco Santander	Flujo de Caja de Actividades de Inversión	2,9	10,6	(14,8)	(37,3)	(136,6)	(50,8)	(65,7)	69,0	38,7	(18,1)	(27,6)	11,5
	Servicio de deuda	9,9	(8,8)	13,5	62,9	118,8	39,2	68,3	0,4	(8,1)	36,0	24,8	38,5
	Flujo de Caja Libre	-	-	-	-	22,8	5,9	12,0	(54,9)	(47,2)	15,2	21,8	(28,7)
	Préstamos hipotecarios	-	-	-	-	255,0	302,4	322,3	351,6	411,8	430,1	448,7	451,3
	Depósitos a la vista	21,3	21,7	25,1	25,7	82,4	91,2	90,7	97,8	139,5	151,5	158,6	147,7
	Depósitos a largo plazo	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
BBVA	Flujo de Caja de Actividades de Inversión	(11,3)	16,0	2,2	4,1	(59,8)	(26,6)	(82,7)	(44,5)	(11,3)	(1,6)	(14,4)	(19,0)
	Servicio de deuda	(2,0)	(1,8)	0,2	1,7	49,9	17,9	79,9	(2,3)	(0,1)	7,1	15,0	26,0
	Flujo de Caja Libre	3,3	1,7	4,1	2,8	9,7	8,5	11,7	38,4	12,3	(4,0)	17,3	6,6
	Préstamos hipotecarios	-	-	-	-	36,6	41,5	55,2	47,7	55,8	564,4	561,3	540,2
	Depósitos a la vista	57,2	41,5	40,7	43,3	39,4	44,4	48,3	59,5	63,2	58,3	74,0	82,7
	Depósitos a largo plazo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Banco Popular	Flujo de Caja de Actividades de Inversión	(0,4)	0,1	(0,3)	(2,0)	(14,4)	(13,7)	(15,2)	(2,2)	(19,4)	(5,5)	(2,2)	3,7
	Servicio de deuda	(0,2)	(0,3)	0,3	(0,3)	13,6	12,1	13,7	(0,7)	0,9	0,3	0,5	2,1
	Flujo de Caja Libre	-	-	-	-	0,8	2,1	1,8	2,0	20,1	2,0	1,5	(4,3)
	Préstamos hipotecarios	-	-	-	-	36,2	42,0	46,9	48,3	47,7	47,7	47,2	52,3
	Depósitos a la vista	7,8	8,1	9,6	11,0	12,5	14,3	15,4	14,0	14,6	14,3	13,5	14,7
	Depósitos a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Banco Sabadell	Flujo de Caja de Actividades de Inversión	(0,8)	(0,6)	(0,2)	(0,5)	(6,0)	(19,4)	(5,3)	0,9	(2,3)	(4,3)	(2,2)	5,0
	Servicio de deuda	0,4	0,8	3,4	3,5	5,0	17,0	5,1	(0,7)	0,1	(0,2)	(0,4)	(0,2)
	Flujo de Caja Libre	0,2	(0,0)	0,3	0,1	0,7	2,3	0,3	0,6	1,3	3,9	2,3	(3,9)
	Préstamos hipotecarios	-	-	-	-	21,6	28,7	33,8	35,7	36,3	40,0	37,9	58,8
	Depósitos a la vista	7,9	8,0	9,1	12,8	10,8	14,3	12,4	13,1	13,0	15,4	18,7	27,1
	Depósitos a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Bankinter	Flujo de Caja de Actividades de Inversión	(0,8)	(1,0)	(0,3)	(3,6)	(7,3)	(6,1)	(6,5)	(4,4)	(1,5)	(2,4)	(3,1)	2,4
	Servicio de deuda	0,9	0,7	1,7	0,9	7,4	6,1	6,5	(0,2)	0,2	(0,1)	0,2	0,0
	Flujo de Caja Libre	-	-	-	-	0,1	0,0	0,4	3,9	1,3	2,1	3,2	(2,0)
	Préstamos hipotecarios	-	-	-	-	18,9	22,6	26,6	29,3	31,3	28,5	27,4	25,3
	Depósitos a la vista	5,0	5,2	5,9	6,7	7,6	8,7	9,3	9,4	9,4	9,4	9,6	9,7
	Depósitos a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Cuentas Anuales de las Compañías.

Podemos observar en la tabla cómo la situación de liquidez (medida tanto como saldo de flujo de caja como por el lado de servicio de la deuda bancaria) cayó, de manera conjunta, en 30.000 millones de euros entre 2005 y 2008. Tal caída no se ha comenzado a recuperar, en términos netos, hasta el ejercicio 2012, con un impacto positivo del flujo de caja no operativo de 70.000 millones de euros.

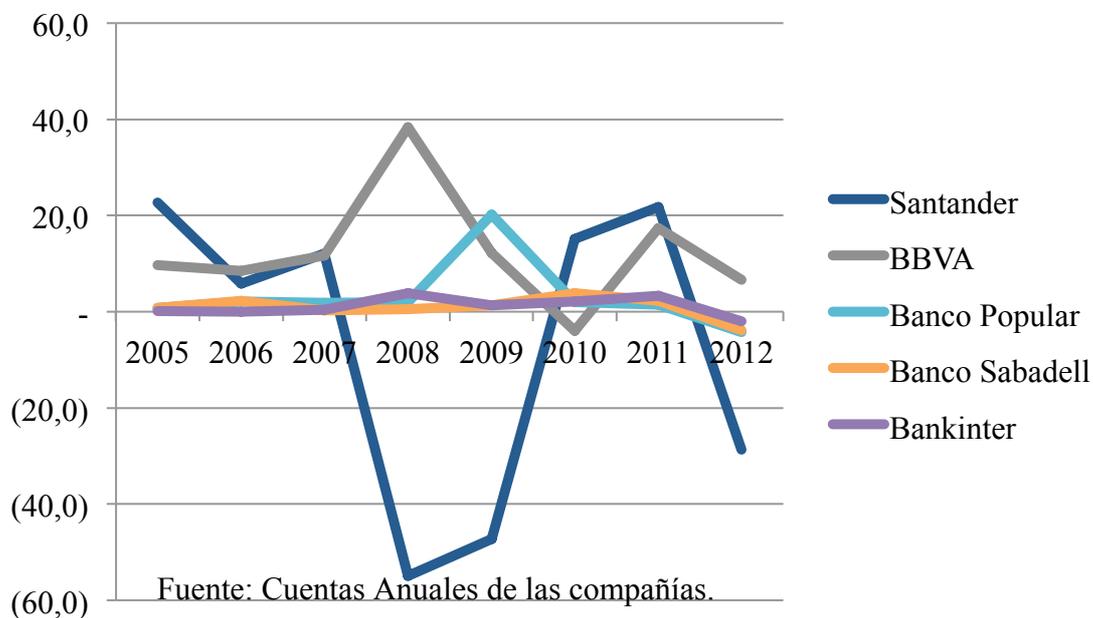
Figura 12 - Evolución del Flujo de Caja no Operativo en la muestra (MM€)



Fuente: Cuentas anuales de las compañías.

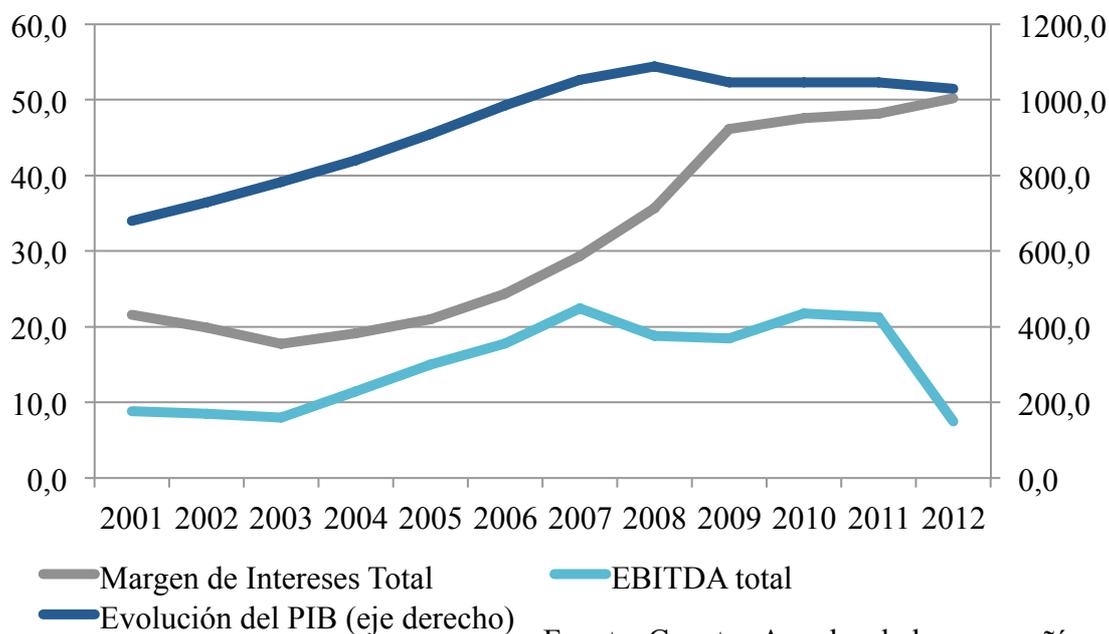
Esto acaba por afectar al flujo de caja libre de las entidades. El flujo de caja libre de las entidades de nuestra muestra ha pasado de 34 MM€ en 2005 a 32,2 MM€ negativos en 2012. Siendo además las dos entidades con menor tasa de cobertura de préstamos / depósitos (consideramos tasa menor aquella que es 1,2 veces o menor) las que representan un mayor porcentaje en dicha caída (una tasa anual compuesta de crecimiento del 34% negativo desde 2008 hasta 2012). Estas entidades, Banco Santander y BBVA, representan el 80% del flujo de caja total de nuestra muestra.

Figura 13 - Evolución del Flujo de Caja Libre en la muestra (MM€)



Por último, se observa una correlación histórica con la caída de la situación de liquidez de las entidades financieras y la fase del ciclo. Para ello, en la figura 14 se puede ver la evolución del PIB que mostraba la tabla 1 junto con el margen de intereses total de las entidades de nuestra muestra, el EBITDA total de nuestra muestra y el flujo de caja libre total de nuestra muestra. Se observa que lo que he explicado en el marco conceptual sobre la dependencia de las instituciones financieras al ciclo económico y la correlación de las principales magnitudes a las magnitudes financieras con las magnitudes macroeconómicas se cumple:

Figura 14 - Comparación operativa de la muestra con evolución del PIB (MM€)



Esto es, los datos están mostrando que efectivamente la liquidez (medida como reducción de la caja de las entidades) se fue reduciendo durante la etapa de degradación de la liquidez (en términos de flujo de caja libre, una reducción del 22% entre 2005 y 2007). Además, se muestra también la canalización de inversión en productos de renta fija a largo plazo (del tipo hipotecario, con un peso medio en las carteras de la muestra de 63% sobre el total depósitos en 2001, el 82% de los depósitos en 2006 y el 110% de los depósitos en 2012).

Finalmente, se observa también cómo la evolución de la financiación de la propia estructura de capital de los bancos a nivel interno ha ido fluctuando entre el corto y el largo plazo en función del momento cíclico, tal y como se extraía del marco teórico:

Tabla 3 – Estructura y relación de depósitos y préstamos

MM€	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Depósitos a la vista	99,1	84,6	90,3	99,6	152,6	173,0	176,1	193,8	239,6	249,0	274,4	281,9
Depósitos / Préstamos (%)	143%	152%	163%	164%	198%	212%	201%	173%	168%	152%	160%	165%

Fuente: Cuentas Anuales de las compañías.

5. Conclusiones

A lo largo de las páginas precedentes he desarrollado las decisiones estratégicas tomadas por los bancos tanto a nivel teórico como a nivel práctico sobre la muestra seleccionada. He demostrado que en función del momento cíclico los bancos han actuado de una o de otra manera.

En concreto, he observado un aumento importante de la financiación a corto plazo durante la etapa de degradación de la liquidez (70% de aumento) así como una caída importante de la cobertura de los pasivos durante la misma fase en la muestra seleccionada (caída del 33%).

Sin embargo, no he observado una correlación importante entre el aumento de préstamos a largo plazo y préstamos inmobiliarios (aumento del 150% entre 2005 y 2012) y la caída del flujo de caja libre. De hecho, he analizado cómo la mayor parte de la caída del flujo de caja libre proviene del nivel operativo de manera recurrente (EBITDA ha caído a una tasa anual compuesta superior al 20% desde 2008 y 2012).

Las conclusiones que arroja el estudio realizado son:

PRIMERA.- Los bancos españoles se han visto perjudicados en sus magnitudes financieras durante los últimos años, con una significativa caída de nivel de caja.

SEGUNDA.- Ante la citada caída de liquidez, los bancos españoles están buscando nuevas vías de obtener liquidez a través de contratos de deuda con importantes garantías. Para después circular el derecho de crédito en el mercado con mayor facilidad.

TERCERA.- Asimismo, los bancos españoles han llevado a cabo diversos procesos de recapitalización y refinanciación que encajan con lo que describe la teoría macroeconómica. Demostrando que la (anti)fragilidad es posible a veces sólo a través de procesos de reestructuración.

CUARTA.- Los bancos españoles cumplen los cánones que dicta la teoría macroeconómica de análisis del ciclo económico (tanto la variación de porcentajes de cobertura de pasivos, como la inversión en renta fija realizada, como los volúmenes de recapitalización). Estos bancos han expandido su inversión a largo plazo en renta fija mientras veían crecer su deuda a corto plazo. Además, con un ratio de cobertura de pasivos en continua disminución.

QUINTA.- Las principales variables macroeconómicas de la economía española muestran una correlación histórica con las variables financieras de las entidades que forman parte de la muestra.

SEXTA.- Los incentivos que han condicionado estos flujos de inversión son los tipos de interés y la posibilidad de arbitrar los mismos en el corto plazo y el largo plazo, según se concluye del análisis del marco teórico expuesto y se corrobora con los movimientos a corto y largo plazo de las entidades de la muestra.

SÉPTIMA.- La posibilidad de arbitrar tipos a corto y largo plazo aumentando la fragilidad del sistema – volviéndolo más ilíquido – es el principal incentivo perverso no removido de la situación actual (conclusión deducida de todo lo anterior).

Considero que la aportación de este trabajo es de gran valor añadido. En primer lugar, para la academia. Aporta datos suficientes como para profundizar en el estudio de las acciones estratégicas de los bancos españoles durante los últimos años. Así como abre una posible línea de investigación sobre instrumentos alternativos de liquidez en el corto plazo, con los mencionados créditos con altas garantías. Asimismo, para el profesional o gestor que desee conocer en profundidad la estrategia seguida por las entidades financieras en cada momento del ciclo.

6. Bibliografía

Bagus, P., Howden, D., y Block, W. (2013): *Deposits, Loans and Banking: Clarifying the Debate*. New Orleans: Santiago de Loyola University.

Cantillon, R. ([1775] 1996): *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*. México: Fondo de cultura económica.

Damodaran, A. (2009): *Corporate Finance: Theory and Practice*. New York: John Wiley and Sons.

Elliot, R.N. (1939): *The wave principle*. Financial World Magazine.

Graham, B. y Dodd, D. (1934): *Securities Analysis*. New York: Columbia University.

Fekete, A. (1984): "Borrowing short and leanding long: illiquidity and credit collapse." *Greenwood Court: CMRE Monograph Series, No. 38*. Canada.

Fekete, A. (2005): *Causes and consequences of Kondratiev's Long-Wave Cycle*. Comprobado el 8 de enero de 2014, en: <http://www.professorfekete.com/articles%5CAEFcausesAndConsequencesKondratievs.pdf>

Fekete, A. (2005): *Detractors of Adam Smith's Real Bills Doctrine*. Comprobado el 18 de marzo de 2014, en: <http://www.safehaven.com/article/3426/detractors-of-adam-smiths-real-bills-doctrine>

Fisher, I. (1933): "The debt-deflation theory of Great Depressions". *Econometrica*, n. 1.

Hayek, F.A. (1937): *Economics and knowledge*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.

Huerta de Soto, J. (2009): *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*. Madrid: Unión Editorial.

Hülsmann, J.G. (2009): *The demand for money and the Time-Structure of Production*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.

Keynes, J. M. (1998): *La teoría general del empleo, el interés y el dinero*. Madrid: Ediciones Aosta.

Krugman, P. et al (1998): “It’s baaack: Japan’s slump and the return of the liquidity trap”. *M.I.T. macroeconomics review*. Boston: Massachussets Institute of Technology.

Krugman, P. (1999): *Balance sheets, the transfer problems and financial crises*. New York: Columbia University.

López-Zafra, J.M. (2014): *Retorno al patrón oro. Por qué la historia y la actualidad lo avalan como la solución definitiva a la crisis*. Madrid: Deusto.

Minsky, H. (1992): *Financial Inestability Hipotesis*. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Pau Pedrón, A. (1997): “La hipoteca de propiedad intelectual”. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*. Año nº 73. Nº 642. Páginas: 1747-1776.

Rallo, J. (2008): “Cuarto trimestre 2007”. *Boletín octubre-diciembre*. Madrid: Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

Rallo, J. (2011a). *Una aplicación del ciclo económico desde la perspectiva de la Escuela Austríaca a la Gran Recesión*. Dirigida por Dr. D. Jesús Huerta de Soto. Tesis Doctoral Inédita. Madrid: Universidad Rey Juan Carlos I.

Rallo, J. (2011b). *Los errores de la vieja economía: una refutación de la teoría general del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes*. Madrid: Unión Editorial.

Rallo, J. (2012): *Una alternativa liberal para salir de la crisis*. Madrid: Deusto.

Ravier, A. (2012): *En busca del pleno empleo*. Madrid: Unión Editorial.

Ricón, J.L. (2013): *Another one bites the dust: el fin de la teoría del coeficiente de caja del 100%*. Comprobado por última vez el 18 de marzo de 2014:

<http://artir.files.wordpress.com/2013/02/coeficiente2.pdf>

Ricón, J.L. (2014): *The song remains the same. Una refutación de los principales argumentos de los defensores del coeficiente de caja del 100%*. Comprobado por última vez el 18 de marzo de 2014:

<http://artir.files.wordpress.com/2014/01/antiravier.pdf>

Rosebaum, J., Pearl, J. (2009): *Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Smith, A. (1976). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of Nations*. Nueva York: Oxford University Press.

Sotelo, J., Unamuno, J., Cáceres, J. y Freire, M. (2003). *Teorías y modelos macroeconómicos*. Madrid: Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing.

Stockman, D. (2013): *The great deformation: The corruption of capitalism in America*. United States of America: PublicAffairs.

Taleb, N. (2012): *Antifragile, things that gain from disorder*. New York: Random House.

Vives Ruiz, F. (2009) *La validez de los LBO en el Derecho español*. Dirigida por Dr. D. Juan Sánchez-Calero Guilarte. Tesis doctoral inédita. Madrid: Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Derecho.

Anexo : Tabla bibliográfica

Autor	Año	Obra	Objetivo	Conclusiones
Bagus, Howden, Block	2013	Deposits, Loans and Banking: Clarifying the debate	Demostrar que la fuerte inestabilidad económica que da lugar al ciclo económico se produce fruto de la reserva fraccionaria de la banca comercial	1. El contrato de depósito a la vista es nulo; 2. El contrato de depósito a la vista se asemeja más a un contrato aleatorio que a uno de intercambio de bienes; 3. El contrato de préstamo a la vista genera el ciclo; 4. La estabilidad financiera pasa por eliminar esta figura jurídica del sistema
Cantillon	1775	Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general	Profundizar en el estudio de la riqueza de las naciones a través del comercio y el efecto de las variaciones de precios a nivel macroeconómico	1. El efecto Cantillon: la inflación la sufren con mayor potencia aquellos sectores productivos más alejados de donde ésta se genera; 2. Efectos de la división internacional del trabajo; 3. Análisis del impacto inflacionario en costes productivos crecientes y peligro de inflación en costes según aumenta velocidad de circulación del dinero
Damodaran	2009	Corporate Finance: Theory and Practice	Manual teórico-práctico de valoración financiera y de finanzas corporativas enfocado a la industria de fusiones y adquisiciones	1. El descuento de flujos de caja es la herramienta valorativa idónea a efectos de aproximar el valor de una compañía; 2. El uso de múltiplos comparables puede ser útil para observar el estado del mercado; 3. Las transacciones precedentes y el descuento de flujos de caja dan como resultado una valoración mayor que la valoración por múltiplos; 4. Importancia de estabilidad financiera y de flujos para el valor residual; 5. Importancia de la beta y la estructura de capital objetivo y óptima para aproximar el valor; 6. El EBITDA es un buen proxy del Flujo de Caja Libre
Elliot	1939	The Wave Principle	Demostrar la irracionalidad de los mercados financieros y establecer una estrategia de inversión en función al análisis técnico	Los precios de los activos en los mercados de capitales siguen una serie de pautas históricas que pueden ser modeladas en lo que se conoce como la "Elliot Wave", de manera que un inversor que siga el análisis técnico puede elaborar su estrategia inversora en un activo según estas recomendaciones

Graham, Dodd	1934	Securities Analysis	Análisis del valor intrínseco de los activos de renta variable por el valor objetivo de las compañías	Primer libro de value investing escrito en profundidad. Análisis de las técnicas de valoración de empresas por valor intrínseco, estudio del margen de cobertura y bases de la gestión de carteras en la teoría del value investing
Fekete	1984	Borrowing short and lending long: illiquidity and credit collapse	Demostrar que el descalce de plazos entre el corto y el largo plazo genera situaciones de iliquidez en los bancos que se trasladan a toda la economía como consecuencia de un colapso del sistema crediticio	El desajuste en balance que produce para los bancos su estructura operativa y la forma que tienen de financiar su actividad acaba por abocarlos a una situación de fragilidad, mermando su liquidez y exponiéndoles ante fluctuaciones de los precios de los productos subyacentes a sus inversiones, lo que puede acabar provocando desinversiones en masa y sequía en el mercado crediticio
Fekete	2005	Causes and consequences of Kondratiev's Long Wave Cycle	Análisis de un ciclo económico de largo plazo	Fekete concluye que si bien la operativa de los bancos descalzando plazos puede generar inestabilidades y ciclos, todos se enmarcan en un gran ciclo económico iniciado con el abandono paulatino de activos autoliquidables y del patrón oro
Fekete	2005	Detractors of Adam Smith Real Estate doctrine	Refutación de los principales argumentos contra la doctrina de las letras reales	Recorrido de Fekete por los principales argumentos de los detractores de Adam Smith para concluir que la liquidez que proveían sí era óptima, que no causaron la Gran Depresión y que eran una válvula de liquidez no sólo para el sistema financiero si no para el conjunto de la economía
Fisher	1933	The debt-deflation theory of Great Depressions	Analizar las consecuencias deflacionarias de la deuda y su expansión a lo largo de la economía	Fisher expone en su teoría cómo la inflación se genera por un aumento masivo del endeudamiento a nivel agregado de una determinada economía y como después la venta (y consiguiente bajada de precios) de la deuda acaba generando una espiral deflacionaria necesaria para el proceso de reajuste que se vive en la etapa de recesión
Hayek	1937	Economics and Knowledge	Análisis de incentivos y de aprendizaje a nivel económico dentro del marco del proceso espontáneo de mercado	En lo que atañe al presente TFG, concluye Hayek que los bancos a través del proceso de mercado podrían acabar dominando su estructura de capital y de

financiación para que esta casara siempre con sus necesidades de circulante y de liquidez

Huerta de Soto	2009	Dinero, crédito bancario y ciclos económicos	Análisis de la teoría del ciclo económico desde la perspectiva misesiana/hayekiana y rothbardiana	Huerta de Soto trata de demostrar que el coeficiente de caja genera el ciclo económico, que es un contrato nulo, que la calidad del dinero (à la Juan de Mariana) resulta de vital importancia para comprender las fluctuaciones actuales y da datos sobre una posible mejora de la economía de volver al patrón oro y eliminar el coeficiente de caja
Hülsmann	2009	The demand of money and the time-structure of production	Demostrar cómo la estructura de la producción y la demanda de dinero están relacionadas	Hülsmann pone el acento en el factor de demanda del dinero y cómo esta puede ser un gran determinante de la calidad del mismo tanto como medio de cambio como por su valor de atesoramiento
Keynes	1998	La teoría general del empleo, el interés y el dinero	Marco general macroeconómico y de política económica enfocado en dar soluciones a la Administración Roosevelt ante la Gran Depresión	La caída de demanda agregada genera una reducción de márgenes y de ventas lo que empuja a la destrucción de empleo. Tal caída viene motivada por impulsos irracionales (pudiendo provocar corridas bancarias por efecto Pigmalion) y según Keynes debe ser compensada por el Gasto Público para evitar deflación, destrucción de empleo y caída de la inversión
Krugman, Rogoff, Dominguez	1998	It's baaack, Japan's slump and the return of the liquidity trap	Demostrar que Japón se encontraba en una trampa de liquidez	La trampa de liquidez hace inviables los estímulos monetarios para la economía y acaba volviendo a la misma como poco apetitosa para el inversor foráneo
Krugman	1999	Balance sheets, the transfer problems and financial crises	Estudiar la importancia de las economía financiera dentro de la teoría del ciclo	El apalancamiento corporativo unido al familiar resulta de vital importancia para comprender el proceso de destrucción de una recesión
López Zafra	2014	Retorno al patrón oro	Demostrar que la vuelta al patrón oro acabaría con ciclos económicos largos y altamente destructivos	Demuestra que el abandono del patrón oro fue una de las principales causas de la mala recuperación tras la Gran Depresión, de la crisis del petróleo y de la crisis actual

Minsky	1992	Financial instability hypothesis	Estudiar la teoría del ciclo económico desde el punto de vista del deudor	Minsky llega a la conclusión de que según se va avanzando en la concesión de créditos hacia deudores menos solventes la economía se va contagiando de la expansión del mismo hasta que comienza el ciclo económico
Pau Pedrón	1997	La hipoteca de propiedad intelectual	Explicar la regulación jurídica y la opinión doctrinal de la figura de hipoteca de propiedad intelectual en España	Vicisitudes regulatorias de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, así como de la Ley Hipotecaria, del Código Civil y de otros cuerpos legislativos al respecto de este tipo de hipoteca
Rallo	2008	Cuarto trimestre de 2007, Boletín del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana	Demostrar que la situación de pánico bursátil vivida en Wall Street en el cuarto trimestre de 2007 junto con la inflación de materias primas es la antesala de una gran recesión global	Rallo llega a la conclusión de que los condicionantes de la teoría austríaca del ciclo económico ya se han dado y que el efecto Cantillon ha llevado la inflación a materias primas, lo que generará una inflación de costes latente y acabará por provocar el proceso de recesión a nivel generalizado
Rallo	2011	Una aplicación del ciclo económico desde la perspectiva de la Escuela Austríaca a la Gran Recesión	Exponer de manera completa y conjunta la teoría austríaca del ciclo económico complementada con los aportes de Fekete y reforzada por la teoría de la liquidez	Rallo concluye que sólo la teoría austríaca con aportes de Fekete y la doctrina de las letras reales explican la teoría del ciclo económico y basa el eje de la misma en los bancos, en sus decisiones de renta fija a corto y largo (así como de renta variable) y en su estructura a corto y largo de pasivos y efectos
Rallo	2011	Los errores de la vieja economía: una refutación de la teoría general del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes	Refutación de las tesis keynesianas en macroeconomía y economía política	Rallo concluye que los modelos de Keynes a día de hoy han quedado superados y que muchas de las premisas de las que Keynes parte son fruto de una mala comprensión de J.B. Say
Rallo	2012	Una alternativa liberal para salir de la crisis	Estudio en detalle del ciclo económico español de 2001 a 2012, alternativas frente al mismo y análisis del sistema financiero, inmobiliario y del Sector Público	El Banco Central Europeo y la Reserva Federal son los máximos responsables del tamaño de la degradación de la liquidez, de la falta de fortaleza financiera en las sociedades y de fraguar la crisis

Ravier	2012	En busca del pleno empleo	Demostrar las incongruencias internas de la curva de Phillips	Ravier demuestra las expectativas irracionales y la demanda inversa de la curva de Phillips, aportando una visión contradictoria a la académica visión de esta curva
Ricón	2013	Another one bites the dust: el fin de la teoría del coeficiente de caja del 100%	Refutar los argumentos filosóficos de los detractores del coeficiente de caja del 100%	El contrato de reserva fraccionaria es válido y no hay ningún elemento filosófico para declarar la nulidad del mismo, ni existe abuso de una parte sobre otra en el contrato
Ricón	2014	The song remains the same: una refutación de los principales argumentos de los defensores del coeficiente de caja del 100%	Profundizar en la refutación de argumentos incluyendo argumentos más económicos y jurídicos	El contrato de reserva fraccionaria no provoca el ciclo, es válido, aumenta especialización de productos financieros en el mercado y adaptación al consumidor
Rosembaum, Pearl	2009	Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions	Exposición completa, detallada y profunda de técnicas de valoración y negociación para la industria de las finanzas corporativas	Métodos de valoración y teoría del valor, buena exposición de la deuda y la importancia de las garantías (covenants) para asegurar la liquidez de los títulos de crédito en caso de que pudiera ser necesario aumentar la caja
Smith	1976	La riqueza de las Naciones	Estudiar la causa y la naturaleza de la riqueza de las naciones	La división del trabajo, la especialización, los bajos impuestos y la revolución industrial fomentan sobremedida la Riqueza de las Naciones
Sotelo, Cáceres, Freire	2003	Teorías y modelos macroeconómicos	Exposición teórico-práctica de los principales temas de la macroeconomía a inicios de los años 2000, con especial énfasis en el análisis de las expectativas	Exposición de los modelos de macro en la actualidad, la demanda dinámica debe ir sustituyendo en el análisis a las figuras agregadas por el efecto de las expectativas en política económica sobre las propias variables macro
Stockmann	2013	The Great Deformation: the corruption of capitalism in America	Analizar la crisis en EEUU de 2007 desde el punto de vista de la iliquidez del sistema financiero y sus inversiones de renta fija	La Fed causó la Recesión de 2007; Los bancos con su hiper endeudamiento fomentaron el extremo de la situación, el riesgo moral existente para que se repita tal situación es alto
Taleb	2012	Antifragile, things that gain from disorder	Exposición de por qué los sistemas económicos antifrágiles se vuelven refugio en etapas de crisis y se fortalecen tras las mismas	Los cuerpos antifrágiles son más demandados, más líquidos y con mayor valor añadido para el conjunto de la sociedad

Vives Ruiz	2009	La validez de los LBO en el derecho español	Demostrar que el principio de prohibición de asistencia financiera no impide las LBOs desde un punto de vista jurídico	La prohibición de asistencia financiera no prohíbe en derecho mercantil español el proceso de LBO
------------	------	---	--	---