

EL OTORGAMIENTO DE AVALES DEL ESTADO A LAS EMISIONES DE DEUDA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: UNA APROXIMACIÓN AL CASO ESPAÑOL

The granting of government guarantees on bank debt issuance: an approach to the Spanish case

JOSÉ CAAMAÑO ALEGRE

Profesor del Área de Economía Política y Hacienda Pública de la Facultad de Derecho de la Universidad de Santiago de Compostela

jose.caamano@usc.es

MUKHBIRA KOMILOVA

Profesora del Khujand Polytechnical Institute of Tajik Technical University (KPITTU)

kmuxbira81@mail.ru

Resumen

Cuando, de repente, algunos gobiernos europeos se convierten en avalistas de una enorme cantidad de dinero en bonos bancarios, surgen muchos interrogantes sobre la utilización que se está haciendo de este instrumento de política financiera. En el presente artículo, abordamos algunas de estas cuestiones mediante un examen de los programas de avales del Estado 2008-2009, que cubren emisiones de deuda bancaria realizadas en el período 2008-2011. Nos aproximamos primero a su contexto, marcado por el peculiar impacto de la crisis en la economía y sistema financiero españoles y por las políticas europeas de apoyo a la banca. A continuación, se destacan algunos rasgos de los programas, se contemplan los importes avalados en proporción a diversos indicadores de las finanzas públicas, y se analizan los tipos de emisores de la deuda. El artículo se cierra con una somera referencia al programa de avales 2012 y con las principales conclusiones del análisis.

Palabras clave: Bonos avalados por el Estado, pasivos contingentes, políticas de rescate

Abstract

When, suddenly, some European governments become guarantors of a huge amount of money in bank bonds, many questions arise on the use which is being made of this financial policy tool. In the present article, we address some of these issues by an examination of the 2008-2009 Spanish government guarantee programs, which cover bank debt issuances carried out in the period 2008-2011. We firstly approach their context, marked by the differential impact of the crisis on the Spanish economy and financial system and by the European bank-support policies. Then, some program characteristics are highlighted, the guaranteed sums are contemplated in proportion to several government financial indicators

and the kinds of bond issuers are analyzed. The article closes with a brief reference to the guarantee program 2012 and with the main conclusions of the analysis.

Keywords: Government-guaranteed bonds, contingent liabilities, bail-out policies

SUMARIO

1. Introducción.- 2. El apoyo público a la banca en la última crisis financiera: el caso español en perspectiva comparada.- 2.1. El singular impacto de la crisis en la economía y el sistema financiero españoles.- 2.2. Las políticas de apoyo a las entidades financieras en el ámbito europeo. 3. Los avales otorgados al amparo del Real Decreto-Ley 7/2008.- 3.1. Límites máximos e importes avalados con cargo a los programas de 2008 y 2009. 3.2. Los perfiles de las entidades beneficiarias.- 4. Referencia a los nuevos avales contemplados por el Real Decreto-Ley 20/2011 y a las cifras del programa de 2012.- 5. Conclusiones.- 6. Bibliografía.

SUMMARY

1. Introduction.- 2. Government support to the banks in the last financial crisis: the Spanish case in comparative perspective.- 2.1. The differential impact of the crisis on the Spanish economy and financial system.- 2.2. Bank-support policies in Europe.- 3. The Spanish government guarantees issued pursuant to Royal Decree-Law 7/2008.- 3.1. Ceilings and guaranteed sums under the 2008 and 2009 programs.- 3.2. Profiles of the bond issuers.- 4. Reference to the new guarantees provided by Royal Decree-Law 20/2011 and the 2008 program numbers.- 5. Conclusions.- 6. Bibliography.

Abreviaturas

AAPP.: Administraciones Públicas; **AGE.:** Administración General del Estado; **CDS.:** *Credit Default Swaps* (permutas de cobertura por incumplimiento crediticio); **LPGE.:** Ley de Presupuestos Generales del Estado; **PGE.:** Presupuestos Generales del Estado; **PIB.:** Producto Interior Bruto; **PYMES.:** Pequeñas y Medianas Empresas; **RDL.:** Real Decreto-Ley.

1. INTRODUCCIÓN

En Octubre de 2008, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (ECOFIN, por sus siglas en inglés) y los Jefes de Estado y de Gobierno de la Zona Euro dieron el pistoletazo de salida a una acción concertada de apoyo al sector financiero, una acción que ha jugado un papel clave en la gestión de la crisis financiera que estalló a mediados de 2007 y se intensificó tras el colapso de Lehman Brothers. Esencialmente, el paquete de apoyo consistió en inyecciones de capital, avales a los bonos bancarios y medidas para aligerar el peso de los activos dañados. Como resultado, en países como España el Estado se convirtió de repente en avalista de una enorme cantidad de dinero en valores de

deuda de las entidades de crédito, incomparablemente mayor que los importes ligados a las líneas de avales públicos preexistentes. Este nuevo y destacado papel de los avales públicos plantea de la manera más radical una serie de interrogantes relativos a la utilización que se está haciendo de este instrumento de política financiera. ¿A cuánto ascienden los importes avalados por el Estado español en proporción a los principales indicadores de nuestras finanzas públicas? ¿Ha estado nuestro gobierno entre aquellos que más se han basado en los avales públicos para apoyar a los bancos? ¿Qué tipos de entidades financieras han recurrido en mayor medida a esos avales? ¿Qué potenciales consecuencias tiene todo ello tanto para nuestras arcas públicas como para el buen funcionamiento de nuestro sistema financiero? Aquí se trata de abordar estas cuestiones mediante un examen de los programas de avales del Estado aplicados en España desde el inicio de la crisis, si bien este artículo sólo representa un primer paso en tan ambicioso proyecto de investigación.

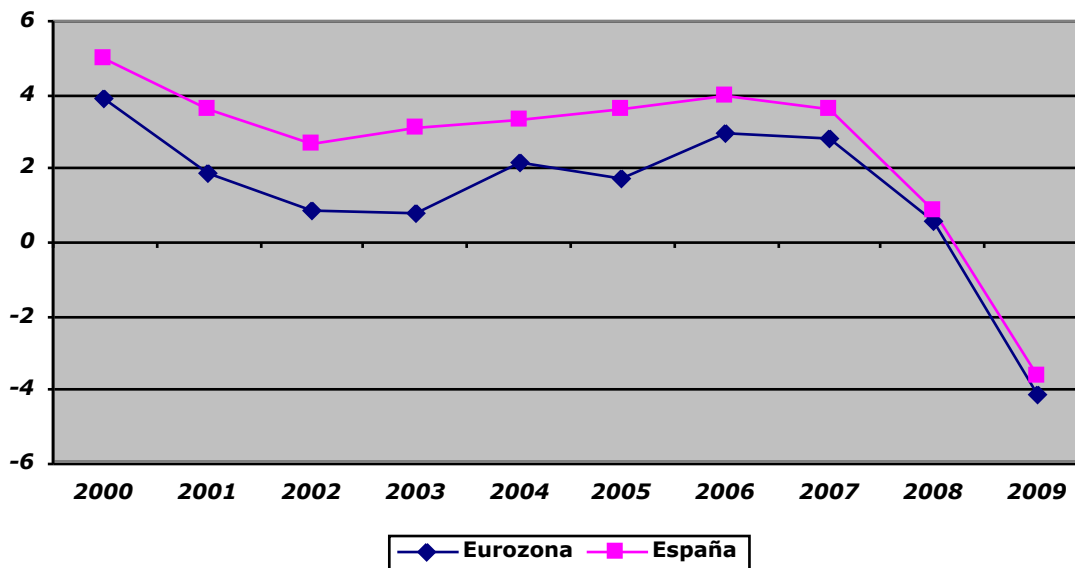
El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. En el apartado 2 se sitúa el programa español de avales públicos en su contexto, marcado por el peculiar impacto de la crisis en la economía y sistema financiero españoles y por las políticas europeas de apoyo a la banca. En el apartado 3 se examinan los avales otorgados al amparo del Real Decreto-Ley (RDL) 7/2008, destacándose algunos rasgos de los correspondientes programas de 2008 y 2009, contemplándose los importes avalados en proporción a diversos indicadores de las finanzas públicas, y analizándose los tipos de entidades a las que se avala. En el apartado 4 se ofrece una somera referencia a los nuevos avales del Real Decreto-Ley 20/2011 y a las cifras del correspondiente programa de 2012. El apartado 5 contiene las principales conclusiones.

2. EL APOYO PÚBLICO A LA BANCA EN LA ÚLTIMA CRISIS FINANCIERA: EL CASO ESPAÑOL EN PERSPECTIVA COMPARADA

Como es bien sabido, la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 comenzó en el mercado hipotecario de los EEUU. El fuerte aumento de la morosidad y las ejecuciones hipotecarias reveló la magnitud de la expansión en el mercado de vivienda y provocó un frenazo en el negocio de los préstamos *subprime*. La titulización en los mercados se congeló, los bancos hubieron de restablecer su patrimonio, y se erosionó la confianza en los mercados financieros. La crisis se expandió rápidamente por el sector financiero y se propagó a otras economías industrializadas y de mercados emergentes, para luego ir progresivamente trasladándose a la economía real, con unos colapsos de la actividad no observados en décadas. La caída en las tasas de crecimiento no ha tenido parangón en la historia económica reciente, puesto que la globalización de las relaciones comerciales y financieras impidió que, desde el estallido de la crisis, prácticamente ningún país o sector de la actividad pudiesen permanecer ajenos a ese escenario general. Que el caso de la zona euro y, más concretamente, el de España no han constituido en absoluto una

excepción es algo que se desprende de la simple ojeada a los drásticos descensos del Producto Interior Bruto (PIB) padecidos por ambas.

Figura 1. Tasa de crecimiento del PIB real en la zona euro y España.



Fuente: Eurostat.

2.1. El singular impacto de la crisis en la economía y el sistema financiero españoles

No obstante, a pesar de esa semejanza en sus caídas del PIB, las particularidades de la economía y el sistema financiero españoles han hecho que la crisis tenga un impacto diferencial en nuestro país y que el proceso de recuperación se presente *a priori* más difícil que en otras economías avanzadas. Entre dichas particularidades, hay tres que merecen destacarse en este punto. La primera es el alto peso de la construcción en relación al PIB cuando comenzó la crisis financiera (tabla 1), que ha obligado a un gran ajuste del sector inmobiliario y ha acabado por lastrar los Balances de las entidades financieras, además de explicar buena parte de la destrucción de empleo neta del país.

Tabla 1. Valor añadido bruto por rama en 2007, a precios básicos corrientes y tipos de cambio corrientes (% de todas las ramas).

	España	Zona euro-16	UE-27
Agricultura, caza y pesca	2,7	1,9	1,8
Industria, incluyendo energía	17,3	20,4	20,2
Construcción	11,8	6,3	6,4
Comercio, transporte y servicios de comunicación	24,5	20,7	21,1
Actividades comerciales y servicios financieros	22,5	28,2	28,1
Otros servicios	21,0	22,4	22,4

Fuente: Eurostat.

La segunda particularidad es la importancia y alta sensibilidad a la crisis del muy fragmentado sector de las Cajas de Ahorros, en contraste con la tendencia internacional de ser los grandes intermediarios financieros los más afectados por la crisis. Las Cajas se habían configurado como entidades de crédito —constituidas bajo la forma jurídica de fundaciones privadas— que tenían una finalidad social y revertían a la sociedad un porcentaje significativo de sus beneficios a través de su “obra social”. Se consideraban tradicionalmente especializadas en la canalización del ahorro popular y en la financiación de las familias y PYMES (pequeñas y medianas empresas), por más que este perfil pareció en cierta medida desbordarse en los años de la burbuja. Además, tendía a atribuírseles un cierto papel en el impulso al desarrollo de las regiones o ciudades donde estuviera su sede, y poseían una fuerte raíz local que se extendía a través de una densa red de oficinas regionales (“capilaridad”)¹. Aunque sometidas a un marco de gobernanza bastante peculiar, antes de la crisis competían y eran operativamente comparables con los bancos y cooperativas de crédito residentes en España, captando en torno a la mitad del volumen de mercado. Sin embargo, como explica la Asociación Española de Banca (AEB)², la desaceleración económica y posterior recesión del bienio 2008-2009 tuvieron un fuerte impacto en tales Cajas, agobiadas por el menor crecimiento del negocio, los menores márgenes, la presión de la ralentización de la actividad y las dificultades para atraer financiación. A modo de ilustración, baste señalar que el porcentaje de caída de beneficios de Caja Madrid entre los períodos considerados en la tabla 2 fue dieciséis veces el del Banco Santander y más de seis veces el del BBVA.

Tabla 2. Beneficio neto de nuestras cinco mayores entidades financieras (millones de €).

Entidades financieras	Enero-Septiembre 2008	Enero-Septiembre 2009	Variación (%)
Santander	6.935	6.740	-2,8
BBVA	4.501	4.179	-7,1
La Caixa	1.571	1.410	-10,2
Caja Madrid	1.126,6	622,3	-44,8
Banco Popular	959,4	651,2	-32,1
Total	15.093	13.602,5	-9,9

¹Como se indicaba por entonces en la *web* de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), estas contaban en 2010 con la mayor red de oficinas en España (24.253), y la capilaridad de tal red permitía cubrir al 97% de la población del país. También tenían las Cajas una amplia red de oficinas locales, con una orientación social clara y una gran proximidad física a la población. Para una descripción más amplia de las Cajas y el sistema financiero español en ese año puede verse A. CALVO BERNARDINO y otros, *Manual de sistema financiero español*, 22ª ed., Ariel, Barcelona, 2010.

²AEB, *Informe económico-financiero*, AEB, Madrid, 2010.

Fuente: M. Komilova, "Мировой Финансовый кризис и его влияние на банковскую систему" (World Financial Crisis and its Influence on Bank System), Паёми Донишгоњи миллии Тоҷикистон (News of the National University of Tajikistan), 8(64), 2010, p. 123.

En 2010 el panorama fue considerablemente peor, y mostró la expansión alcanzada por el sector y la necesidad de su ajuste ante la nueva situación. Algunas estimaciones calculaban la repleción entre el 20% y 30% de las oficinas y el empleo del sector. Aunque el pequeño o mediano tamaño de la mayoría de las Cajas permitía percibir como viable una estrategia de "fusiones y adquisiciones" para reforzar las más débiles mediante su consolidación con las más fuertes³, la tabla 3 demuestra que esto todavía no había ocurrido en 2009.

Tabla 3. Datos sobre las entidades financieras en España.

	2006	2007	2008	2009	Δ% 2007-2009
Bancos:	141	150	153	153	2,0
-Nacionales	53	52	48	47	-9,6
-Sucursales extranjeros	19	18	18	17	-5,6
-Divisiones extranjeros	69	80	87	89	11,3
Cajas de Ahorros	47	46	46	46	0,0
Cooperativas de crédito	83	82	81	80	-2,4
Establecimientos financieros de crédito	79	76	75	66	-13,2
Total	350	354	355	345	-2,5

Fuente: BE (Banco de España), Memoria de la supervisión bancaria en España: 2009, BE, Madrid, 2010, p. 95.

La tercera particularidad que hemos de mencionar es el impresionante deterioro en las finanzas públicas, con las consiguientes crisis de deuda soberana, que han contribuido a entorpecer el acceso de nuestras entidades de crédito a los mercados mayoristas de financiación. FERNÁNDEZ-VILLAVERDE⁴ habla de un cambio neto "absolutamente sin precedentes" (del 13,1% del PIB en dos años) en el saldo fiscal de las AAPP, el cual pasó de un superávit del 1,91% del PIB en 2007 a un déficit del 11,19% en 2009. El mismo autor considera que en torno a 9 puntos de esa oscilación presupuestaria eran automáticos y en torno a 4,1 eran discrecionales⁵. En la misma línea, UXÓ, PAÚL y SALINAS⁶ afirman que el

³Cfr. F. PANETTA, T. FAEH, G. GRANDE, C. HO, M. KING, A. LEVY, F. SIGNORETTI, M. TABOGA y A. ZAGHINI, "An assessment of financial sector rescue programmes", *BIS Papers*, 48, Basel, Bank for International Settlements, Switzerland, 2009, p. 19.

⁴J. FERNÁNDEZ-VILLAVERDE, "La desagradable aritmética del ajuste fiscal", 4 de junio de 2010; y "Fiscal Policy and the Spanish Crisis", 22 de junio, presentación preparada para la *VI Summer School in Public Economics*, Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University, Atlanta, 12-16 de julio de 2010, ambos disponibles en Internet: <<http://aysps.gsu.edu/isp/images/>>.

⁵El detalle de los 9 puntos del cambio automático es el siguiente: 6,4 de caída de los ingresos menos 0,6 de reducciones fiscales, más 3 de transferencias sociales, más

gobierno español aplicó en 2008 y 2009 una política fiscal muy expansiva, derivada tanto del funcionamiento de los estabilizadores automáticos como de la adopción de medidas discrecionales. Precisando más, añaden que el estímulo fiscal del país en 2009 estuvo en torno a los 24.835 millones de € (el 2,32% del PIB), lo que situaba la magnitud relativa del estímulo a la cabeza de los países europeos y entre los primeros del mundo.

2.2. Las políticas de apoyo a las entidades financieras en el ámbito europeo

Para afrontar la crisis descrita que afectó a los países industrializados, con las particularidades indicadas en el caso de España, se necesitaba una acción firme que detuviese el empeoramiento. Además de las medidas convencionales de política económica, como reducir drásticamente los tipos de interés de intervención del banco central, se adoptó a lo largo del mundo otra serie de estímulos poco convencionales y medidas de apoyo a las entidades financieras. A propósito de estas últimas, el 7 de octubre de 2008 el ECOFIN manifestó su compromiso con la estabilidad del sistema financiero y acordó las líneas generales de una actuación de los Estados miembros encaminada, al menos sobre el papel, a permitir que los flujos de crédito volviesen a llegar con normalidad a los agentes económicos. Sin embargo, el comportamiento de los mercados en los días posteriores a la susodicha reunión del ECOFIN y el consiguiente riesgo para la estabilidad del sistema financiero internacional demandaron una acción ulterior, determinando una respuesta adicional coordinada de los gobiernos europeos.

Así, el 12 de octubre de 2008 los Jefes de Estado y de Gobierno de la Zona Euro insistieron en la importancia de abordar los problemas persistentes observados en la financiación bancaria y sus efectos en la economía real. Como resultado, se adoptó una serie de medidas de apoyo, que se pueden clasificar en tres principales categorías: *i*) inyecciones de capital; *ii*) garantías del Estado para los instrumentos de deuda de las entidades financieras; y *iii*) medidas de alivio de los activos dañados. La tabla 4 ofrece un panorama de estas medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos hasta noviembre de 2009 para enfrentarse al empeoramiento de la crisis.

aproximadamente la mitad de otras transferencias, más la mayor parte de pagos de intereses adicionales. Los 4,1 puntos del cambio discrecional se desglosan de la siguiente manera: 1,6 de remuneraciones, más 0,5 de consumos intermedios, más 0,33 de inversión pública, más 0,6 de reducciones fiscales, más 1 de todo lo demás.

⁶J. UXÓ, J. PAÚL y J. SALINAS, "El programa español de estímulo fiscal frente a la crisis: Justificación, características y comparación internacional", *Documentos de Trabajo del IAES*, 9, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Alcalá de Henares, 2009.

Tabla 4. Medidas de apoyo de los gobiernos adoptadas desde octubre de 2008.

	Inyecciones de capital		Garantías y préstamos.		Apoyo al activo		Compromiso total por todas las medidas
	Dentro de Esquemas	Fuera de Esquemas	Garantías	Préstamos	Dentro de Esquemas	Fuera de Esquemas	
Zona euro	1 (1)	1	5 (18)	2 (-)	0 (3)	1	27
Reino Unido	2 (3)	3	10 (19)	4 (-)	- (-)	13,8	43
Estados Unidos	2 (5)	0	2 (4)	0 (5)	2 (11)	1	26

Notas: Los números son acumulativos, desde el comienzo de la crisis financiera, y se expresan como porcentajes doblados del PIB. Los números entre paréntesis muestran el compromiso total para cada medida y los números frente a los paréntesis las cantidades reales facilitadas. Algunas de las medidas pudieron no haberse utilizado pese a haberse anunciado. Las cantidades reales facilitadas de "Garantías" se refieren únicamente a los bonos emitidos. "Fuera de esquemas" estarían las medidas de apoyo que se tomaron sin el establecimiento explícito de un esquema, es decir, el apoyo directo de la Administración. Este puede, por ejemplo, proporcionarse por Administraciones locales, como en el caso del apoyo que el Bayern LB recibió del estado de Baviera. Para más detalles sobre las cifras de esta tabla, los lectores pueden consultar las publicaciones oficiales de las autoridades nacionales relevantes, como los números de junio y diciembre de 2009 de la *Financial Stability Review* del Banco de Inglaterra, aunque ha de tenerse en cuenta que las cifras pueden diferir debido a la utilización de diferentes definiciones o enfoques.

Fuente: ECB (European Central Bank), "Measures taken by euro area governments in support of the financial sector", *ECB Monthly Bulletin*, April, 2010, p. 79, que indica como fuentes las autoridades nacionales, Bloomberg y los propios cálculos del ECB.

La tabla distingue entre las cantidades que los gobiernos se habían comprometido a proporcionar (entre paréntesis) y las ya realmente facilitadas a las entidades financieras hasta la citada fecha. También muestra los importes comprometidos y facilitados según esquemas nacionales y fuera de tales esquemas. Se puede apreciar que los gobiernos europeos se caracterizaron por una mayor utilización de garantías, mientras que el gobierno de los EEUU ponía más énfasis en el apoyo al activo y las inyecciones de capital⁷.

En cuanto a las inyecciones de capital de los Estados, los datos ofrecidos por MARTÍN FERNÁNDEZ⁸ en febrero de 2009 evidenciaban que

⁷En efecto, entre octubre de 2008 y agosto de 2009, las garantías representaron más del 50% de las intervenciones aprobadas y dos tercios de las efectivas en el ámbito de la UE, si bien hubo importantes diferencias entre los Estados miembros. Cfr. J. PISANI-FERRY y A. SAPIR, "Banking crisis management in the EU: an early assessment", *Economic Policy*, 25(62), 2010, pp. 358-359.

⁸M. MARTÍN FERNÁNDEZ, "Crisis de la economía global: alternativas y propuestas", Jornada Parlamentaria, Congreso de los Diputados, Madrid, 2 de Febrero de 2009, p. 24.

en muchos de los países de la zona euro se había utilizado este tipo de apoyo. En algunos de ellos —Austria, Dinamarca y Francia— las cantidades infundidas eran muy bajas en comparación con las aprobadas. Otros países como Italia habían aprobado pero aún no utilizado este tipo de apoyo. En el caso de España, el art. 2 del RDL 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro, también contemplaba con carácter excepcional la adquisición, por el Ministerio de Economía y Hacienda, de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de aquellas entidades de crédito residentes en España que lo necesitasen. Sin embargo, los datos sugieren que el gobierno se mostraba renuente a hacer uso de esa autorización legal.

La tabla 5 contiene el volumen y plazo de vencimiento de los bonos emitidos con garantía del Estado en once países europeos entre octubre de 2008 y diciembre de 2009. Tanto los importes totales de las emisiones como sus plazos de vencimiento diferían según el país. En el caso de Luxemburgo, cuya emisión total era la menor garantizada por un Estado, ese importe ascendió a mil millones de euros, mientras que el mayor importe total garantizado eran los 245,1 miles de millones de euros correspondientes a los EEUU. En términos generales, la utilización de esta política en España estaba en línea con la del resto de los países desarrollados. De hecho, su utilización parecía moderada, por más que se extendiese a un mayor número de emisores debido a la mayor fragmentación del sector español de Cajas de Ahorros⁹. En cuanto al plazo de vencimiento, su media en el momento de la emisión estaba en torno a los tres años en la mayoría de los países (incluida España), y la mitad aproximadamente de todos los bonos garantizados que figuran en la tabla iban a vencer dentro de un período de dos años a contar desde diciembre de 2009. Además, el inicial plazo máximo de vencimiento de tres años se ampliaría posteriormente en varios países, ya que las entidades financieras aludían a su brevedad como principal razón de su lentitud en aceptar las garantías del Estado.

Tabla 5. Volumen y plazo de vencimiento de los bonos garantizados por el Estado entre octubre de 2008 y diciembre de 2009.

País	Emisión total (miles de millones de €)	Número de emisores	Número de bonos	Tamaño medio de la emisión (miles de millones de €)	Plazo medio de vencimiento (meses)	Mediana del plazo de vencimiento residual (meses)
Bélgica	4,0	2	5	0,8	35,4	19
Alemania	89,0	11	27	3,3	27,2	22

⁹A. LEVY y S. SCHICH, "The Design of Government Guarantees for Bank Bonds: Lessons from the Recent Financial Crisis", *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1, 2010, p. 11.

Irlanda	41,4	7	113	0,4	17,8	10
Grecia	2,0	2	3	0,7	16,3	29
España	43,1	37	106	0,4	34,0	29
Francia	101,0	2	70	1,4	27,2	19
Luxemburgo	1,0	1	4	0,3	19,5	13
Países Bajos	54,2	6	43	1,3	45,4	30
Austria	24,6	6	35	0,7	39,7	28
Portugal	4,9	6	6	0,8	37,0	27
Reino Unido	151,6	11	171	0,9	29,7	24
Estados Unidos	245,1	41	197	1,2	34,0	25
Total/ medio	934,1	184	1,356	0,7	33,0	25

Notas: Plazo de vencimiento residual como a 1 de diciembre de 2009. Las cantidades en euros se basan en el tipo de cambio que prevalecía a 1 de octubre de 2008. Las cifras son totales en las columnas 1 a 3 y medias en las columnas 4 y 5.

Fuente: ECB, *op. cit.*, p. 84, que indica como fuentes Bloomberg y los propios cálculos del ECB.

Aunque la zona euro y el Reino Unido marcaron la pauta en la emisión de los bonos garantizados por el Estado, se detectó en varios países una brecha sustancial entre las grandes cantidades destinadas a garantizar bonos y la lentitud en aceptar las garantías del Estado. El caso extremo es el de países como Italia, donde se habían establecido los esquemas, pero ninguna entidad financiera hacía uso de ellos. Los factores explicativos de este intrigante comportamiento se pueden encontrar en el mismo artículo del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) que estamos siguiendo principalmente aquí¹⁰. Dejando a un lado los restantes¹¹, vamos a centrarnos en la doble relación entre los diferenciales de las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) y el coste de emitir los bonos con garantía del Estado. Por una parte, en los países europeos se habían tomado los diferenciales de las CDS de las entidades financieras en su historia reciente como base para determinar los precios de las garantías del Estado, por lo que estas se volvían caras al haber estado tales diferenciales a niveles históricamente altos desde el

¹⁰ECB, "Measures taken by euro area governments in support of the financial sector", *ECB Monthly Bulletin*, April, 2010, pp. 75-90.

¹¹Otras posibles razones de la lenta aceptación a que alude el artículo son: *i)* el alto grado percibido de competencia entre emisores financieros y no financieros en los mercados de bonos corporativos; *ii)* los potenciales efectos estigmatizantes; *iii)* las condiciones de las garantías (por ejemplo, restricciones sobre la remuneración); *iv)* el proceso de desapalancamiento de los bancos y la retardación general en la demanda de crédito; *v)* el coste de la emisión de deuda a largo plazo —fuese o no garantizada—, que se había vuelto cada vez más cara frente a las fuentes de financiación a corto plazo al haberse empinado la curva de tipos de interés; y *vi)* la exigencia de los mercados de una prima de liquidez relativamente alta en la deuda bancaria garantizada sobre la deuda pública.

inicio de la crisis¹². Por otra parte, el coste de emitir los bonos con garantía del Estado depende de los diferenciales de estos bonos, que subieron entre diciembre de 2008 y abril de 2009, en gran parte reflejando los diferenciales de los respectivos Estados. Como veremos, este elemento de coste ha venido siendo especialmente importante para las entidades financieras localizadas en países como España, con mayores diferenciales. Añádese a ello que, desde el verano de 2009, las entidades financieras pudieron sustituir la deuda a corto plazo garantizada por liquidez del euro-sistema. Con todo, los bonos con garantía del Estado representaron, en el indicado período, una parte significativa de la financiación total de las entidades financieras de la zona euro en el mercado de valores.

3. LOS AVALES OTORGADOS AL AMPARO DEL REAL DECRETO-LEY 7/2008

Como nos recuerda su exposición de motivos, el RDL 7/2008 estableció las previsiones para aplicar en España lo que se había decidido en la mencionada reunión de los Jefes de Estado y de Gobierno de la Zona Euro, es decir, comprometerse a una actuación coordinada con una serie de propósitos, entre los cuales estaba el de facilitar el acceso a la financiación por parte de las entidades financieras. Para dicho propósito, los gobiernos facilitarían por un período de tiempo limitado, directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitiesen garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. En el caso de España, se introdujo un ambicioso esquema para permitir el otorgamiento de avales del Estado a aquellas entidades de crédito residentes en el país que cumpliesen los requisitos establecidos por el Ministerio de Economía y Hacienda —entre los cuales estaban las condiciones especiales de solvencia propuestas por el Banco de España—.

Como señalan GONZÁLEZ, GONZÁLEZ y MOTELLÓN, los avales dados en el marco de dicho esquema, por las distintas órdenes de otorgamiento, «comparten una misma configuración jurídica según la cual podrían ser calificados como garantías simples en las que el Estado renuncia al beneficio de excusión que establece el artículo 1830 de nuestro Código Civil y mantiene el beneficio de orden y el de plazo que se establece expresamente en las propias órdenes de otorgamiento»¹³. Los avales

¹²Por el contrario, en los Estados Unidos la duración de la deuda bancaria garantizada era el único factor determinante de la comisión.

¹³M. GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, C. GONZÁLEZ RODRÍGUEZ y C. MOTELLÓN GARCÍA, "El programa de avales español para operaciones de financiación de entidades de crédito", *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2010, p. 127. El beneficio de excusión supone que el fiador, avalista en este caso, no pueda ser compelido a pagar sin hacerse antes excusión de todos los bienes del deudor (artículo 1830 del Código Civil). El beneficio de orden implica que el fiador ha de ser reclamado después que el obligado principal. El beneficio de plazo determina que el fiador no se vea afectado por la pérdida del plazo por el

garantizan, con carácter irrevocable e incondicional, las obligaciones económicas resultantes de las emisiones avaladas, incluidos los intereses ordinarios. El aval es exigible en la fecha de vencimiento de la obligación garantizada, supeditándose su amortización anticipada al consentimiento previo y escrito del avalista. El aval se da con carácter subsidiario¹⁴, y el Ministro de Economía y Hacienda puede establecer mecanismos para limitar el riesgo de que sea ejecutado. Las emisiones susceptibles de avalarse son las de valores de deuda no subordinada y no garantizada con otro tipo de garantías distintas del aval del Estado, requiriéndose además que se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español. El plazo de vencimiento de las emisiones va de los tres meses a los tres años en el caso del aval otorgado en 2008, y de los tres meses a los cinco años para el otorgado en 2009.

3.1. Límites máximos e importes avalados con cargo a los programas de 2008 y 2009

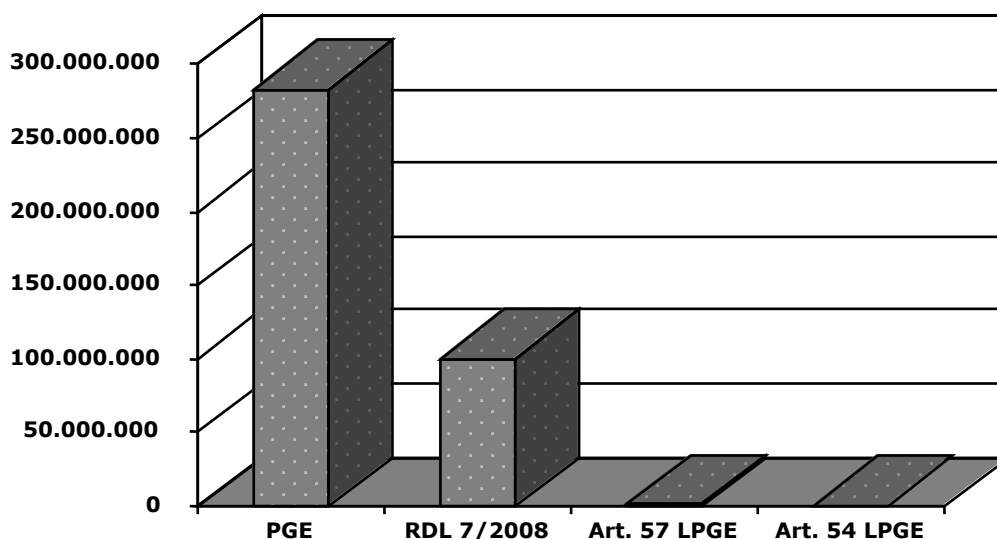
Para el programa de 2008, se estableció que podrían concederse avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros. Esta cantidad equivalía a multiplicar por 454 el límite de 220,3 millones establecido por el art. 54 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado (LPGE) para los avales a prestar por el Estado en 2008, y a multiplicar por 100 el establecido por el art. 57 LPGE para los avales a activos a emitir por Fondos de Titulización de Activos¹⁵. Como se muestra en la figura 2, el total de los tres habría representado un montante igual al 36% del total consolidado de los PGE para el ejercicio, una vez deducidas las transferencias a otras AAPP. Para el programa 2009, el importe máximo susceptible de avalarse se fijó legalmente en 64.000 millones de euros.

deudor, débase esta a una estipulación contractual ("cláusulas de aceleración") o a cualquiera de las causas que enumera el artículo 1129 del Código Civil.

¹⁴Por oposición a la garantía solidaria, que «es el resultado de agregar expresamente a la garantía simple, como modelo básico, el concepto de solidaridad y sus términos correspondientes, y de excluir, en cambio, los beneficios del fiador de excusión, división y orden» (BE, "Algunas consideraciones sobre avales y garantías", en BE, *Memoria del Servicio de Reclamaciones: 2008*, Banco de España, Madrid, 2009, p. 65).

¹⁵Sobre las líneas tradicionales de avales de las Comunidades Autónomas, puede verse E. MOLDES TEO, "La política de avales de las Comunidades Autónomas", en Fernández Leiceaga, X. y otros (coords.), *Estudios en homenaxe ao profesor Xosé Manuel Beiras Torrado*, Servizo de Publicacións e Intercambio Científico da Universidade de Santiago de Compostela, Santiago de Compostela, 1995, pp. 103-123.

Figura 2. PGE, límite al volumen de avales del RDL 7/2008 y límites de los programas preexistentes de garantías del Estado (miles de euros).



Fuente: J. Caamaño Alegre, "Subvenciones, avales, gastos fiscales: su transparencia y control ante la crisis económica", presentación para el VIII Congreso del Sindicato de Técnicos del Ministerio de Hacienda (GESTHA), Valladolid, 21 de Noviembre de 2008

La tabla 6 muestra las emisiones avaladas por la Administración General del Estado, entendiéndose por tales aquellas que contaron con los correspondientes certificados de efectividad del aval, expedidos por la entonces Dirección General del Tesoro y Política financiera a las entidades emisoras, tras comprobar que cumplían todos los requisitos establecidos por las disposiciones aplicables.

Tabla 6. Emisiones avaladas por la Administración General del Estado con cargo a los programas de 2008 y 2009.

	Número de emisiones avaladas	Número de entidades beneficiarias	Total nominal de emisiones avaladas (m€)*
P. 2008	156	43	46.196.927,70
P. 2009	68	32	22.371.150,00
Total	224	44**	68.568.077,70

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

** Todas las entidades beneficiarias del programa de 2009 fueron previamente beneficiarias del programa de 2008, salvo la Caja de Ahorros de Zaragoza, Aragón y Rioja (IBERCAJA). Así pues, el número total fue 44: 7 bancos, 36 Cajas y Lico Leasing. Como Cajas incluimos, además de las de Ahorros, la Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito, CAJAMAR y la Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria (CAMP).

Fuente: Tesoro Público (www.tesoro.es), y cálculos de los autores.

Comparadas con los importes máximos predeterminados legalmente, las cantidades avaladas representaron un 46,2% para el programa de 2008 y un 35% para el de 2009. Considerando el total de ambos programas, la suma avalada supuso un 41,8% del límite máximo establecido. Esta amplia brecha puede explicarse, entre otros factores, por las comisiones cobradas por los avales —basadas en los diferenciales de las CDS de las entidades avaladas en los últimos años— y por los caros diferenciales de las CDS de los valores de deuda emitidos con el aval del Estado. Como señalan PANETTA y otros¹⁶, los diferenciales en el desembolso de las emisiones no están monótonamente relacionados con las calificaciones crediticias, ya que algunos bancos con mejores calificaciones tienden a pagar diferenciales mayores que bancos más débiles de otros países. Por ejemplo, para los bonos emitidos por bancos con calificación A, el rango en 2009 iba de 20 puntos para algunos bancos estadounidenses a 100 puntos para los bancos españoles. Como los diferenciales reflejan estrechamente la nacionalidad de los bancos emisores, es explicable por qué el BBVA (calificación AA) decidió emitir bonos garantizados en los Estados Unidos y no en España, apoyándose en su sucursal en Puerto Rico (calificación BBB+) y pagando un diferencial de sólo 23 puntos básicos.

Para hacerse una idea del tamaño relativo de las cantidades avaladas con cargo al programa de 2008, se muestra en la tabla 7 la proporción que representaban con respecto a cinco indicadores de las finanzas públicas del ejercicio 2008. Tres de ellos (acreedores, activos y gastos) se toman de la contabilidad patrimonial y se expresan en términos de devengo económico. Los dos restantes (gastos menos transferencias a otras AAPP y déficit no financiero) se toman de la liquidación del presupuesto y se expresan en términos de caja modificada¹⁷. Los datos se proporcionan para dos ámbitos institucionales diferentes. El más amplio es el sector público administrativo del Estado, que consta de los siguientes subsectores: *i*) la Administración General del Estado (AGE), *ii*) los

¹⁶F. PANETTA y otros, *op. cit.*, p. 59.

¹⁷*Cfr.* V. MONTESINOS JULVE, "La introducción del criterio de devengo en los presupuestos públicos: consideraciones generales", *Presupuesto y Gasto Público*, 20, 1996, pp. 63-64, quien aplica la expresión "caja modificada" para referirse al criterio de imputación temporal de las operaciones al presupuesto en función del reconocimiento administrativo de los derechos presupuestarios a cobrar y las obligaciones presupuestarias a pagar, un criterio que tradicionalmente se había denominado de "devengo" en nuestro ámbito presupuestario público, pero que no lo es en el sentido en que ha venido entendiéndose el término "devengo" en la contabilidad empresarial.

Organismos autónomos pertenecientes a la AGE; *iii*) otras entidades estatales de Derecho público y consorcios que tengan un carácter fundamentalmente no comercial; *iv*) los fondos sin personalidad jurídica que se dotan mayoritariamente desde los PGE; y *v*) las entidades gestoras y servicios comunes de la Seguridad Social, así como las mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales, en su función pública de colaboración en la administración de la Seguridad Social.

Tabla 7. Sumas avaladas del programa 2008 e indicadores financieros del Estado en 2008.

Importe avalado (€) (1)	Indicadores financieros del Estado	Sector Público Administrativo (2)	Administración General del Estado (3)	% (1)/(2)	% (1)/(3)
46.196.927.700	Acreedores (Balance)	424.087.944.000	410.500.717.790	10,89	11,25
"	Activos (Balance)	344.032.217.000	242.029.558.023	13,43	19,09
"	Gastos (Cta. del Resultado)	296.598.828.000	160.874.896.202	15,58	28,72
"	Gastos menos transfs. a otras AAPP (Liquidación Presup.)	300.953.582.000	154.958.696.498	15,35	29,81
"	Déficit no financiero (Liquidación Presup.)	13.605.372.000	24.515.637.438	339,55	188,44

Fuente: Tesoro Público (www.tesoro.es), IGAE (www.igae.pap.meh.es) y cálculos de los autores.

Sin duda, el dato más poderosamente llamativo es el de que el importe avalado ascienda a un 339,6% del déficit del sector público administrativo del Estado, si bien el porcentaje se reduce al 188,4% cuando dicho importe se expresa en proporción al déficit de la AGE, al ser este mayor al no minorarse por el superávit de la Seguridad Social. Nótese además que los términos de tales proporciones son heterogéneos porque, más que el importe avalado, lo que habría que poner en relación con los citados indicadores económico-financieros del Estado es el pasivo contingente o endeudamiento indirecto que suponen los avales. Sin embargo, no es tarea fácil estimar ese pasivo cuya materialización, en el caso que nos ocupa, ni siquiera llegó a producirse¹⁸, sin que podamos

¹⁸Sobre la contabilización y evaluación de este tipo de pasivos contingentes, así como sobre la gestión de los riesgos asociados, pueden verse, entre otros, S. CLAESSENS y D. KLINGEBIEL, "Measuring and Managing Government Contingent Liabilities in the Banking Sector", en H. POLACKOVA BRIXI y A. SCHICK (eds.), *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, The World Bank, Washington, DC, 2002, pp. 311-353; D. LUCAS, M. PHAUP, y R. PRASAD, "Valuing Federal Loans and Loan Guarantees Using Options-Pricing Methods", *Technical Paper Series*, 12, Congressional Budget Office,

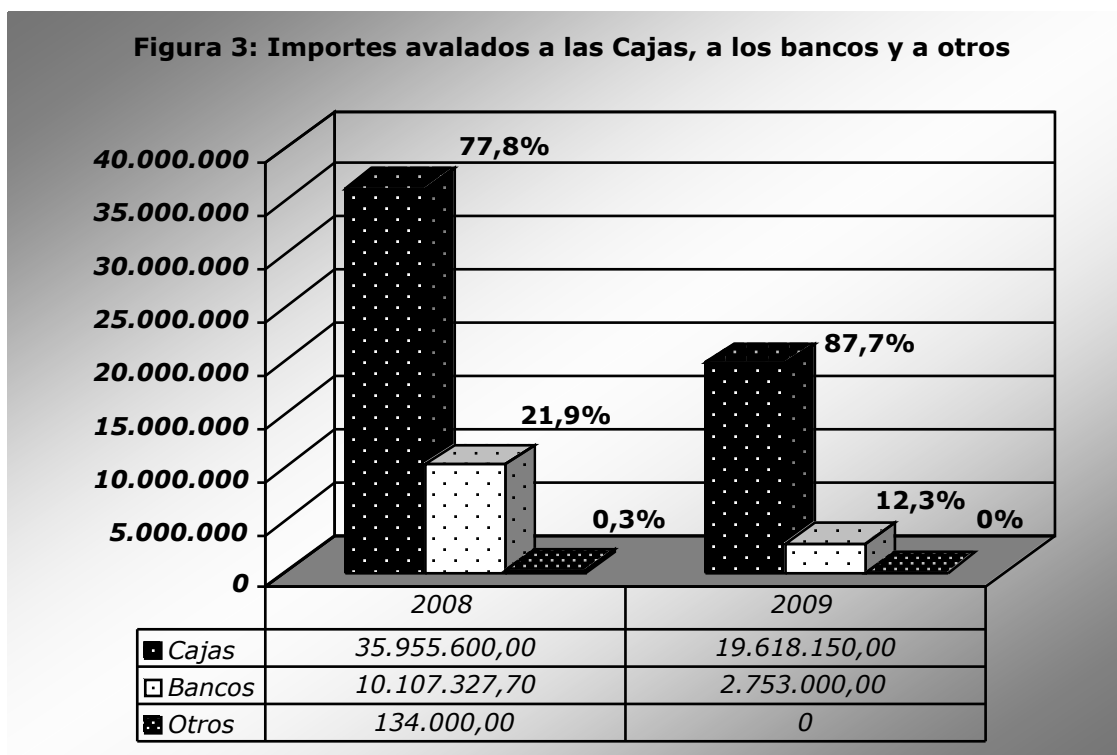
asegurar hasta qué punto hayan tenido que ver en ello las sucesivas medidas de apoyo estatal potencialmente tendentes a desplazarlo hacia el futuro.

3.2. Los perfiles de las entidades beneficiarias

La figura 3 muestra la participación de cada categoría de entidades financieras a la que se concedieron avales a la deuda por parte del Estado español. Como vemos, las Cajas se llevaron la mayor parte de la "bolsa" de avales con unas cantidades totales de 35.955,6 millones de euros (77,8%) con cargo al programa de 2008 y 19.618,15 millones de euros (87,7%) con cargo al de 2009, mientras que los bancos apenas absorbieron el 21,9% de la suma avalada con cargo al programa de 2008 y el 12,3% de la del programa de 2009. De hecho, del total de 68.568 millones avalado por ambos programas sólo participaron 7 bancos: el Banco Popular Español (5,1% del total), Bankinter (5%), el Banco Cooperativo Español (3,35%), el Banco Pastor (2,4%), el Banco de Sabadell (2,2%), el Banco Guipuzcoano (0,58%), y la Banca March (0,15%). En la categoría "otros" incluimos Lico Leasing, con un 0,2% de la cantidad global avalada¹⁹.

Washington, DC, 2004; e IMF (International Monetary Fund), "Government Guarantees and Fiscal Risk", International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, Washington, D.C., 2005. Como se expone en este último documento, la consideración de dichos riesgos es crucial para discernir si la de avales es una buena política, dado que ello depende de cuán bien posicionada esté la Administración pública para anticipar el riesgo, controlar la exposición al riesgo y, por tanto, minimizar el coste del riesgo.

¹⁹Lico Leasing aparece, en su portal de Internet, como una entidad financiera de crédito, que proporciona servicios financieros tales como *leasing*, *factoring*, operaciones de *renting* y gestión de pagos. Cuenta con 27 sucursales propias, que cubren las principales ciudades españolas en todo el territorio nacional, tanto peninsular como insular. Es una de las sociedades más importantes entre las empresas de arrendamiento financiero en España por volumen de inversión, ocupando siempre un lugar destacado en el sector, en constante competencia con los principales grupos bancarios del país. Además, Lico Leasing cuenta con la fuerza comercial de más de 6.000 sucursales de las Cajas de Ahorros accionistas del Grupo.



Fuente: Cálculos de los autores con datos del Tesoro Público (<http://www.tesoro.es>).

Por otro lado, sólo 8 de las entidades beneficiarias registraron sumas avaladas superiores a los 2.000 millones de euros, que en conjunto representaron más de la mitad del total avalado con cargo a ambos programas (concretamente, un 57,4%). La tabla 8 muestra los datos de las cinco primeras, cuyas participaciones en el total avalado fueron del 15,1% (Caja Madrid), 10,7% (BANCAJA), 7,2% (Caja del Mediterráneo), 6,5% (Caixa Catalunya) y 5,1% (Banco Popular Español), y cuyos coeficientes de solvencia en 2008 superaban en al menos un punto el mínimo del 8% establecido por el Banco de España, con calificaciones crediticias que iban del A+ de Caja Madrid al BBB+ de BANCAJA²⁰. Las otras tres entidades fueron Bankinter, Caixa Galicia y el Banco Cooperativo Español, con unas participaciones del 5,0%, 4,4% y 3,4%, respectivamente.

Tabla 8. Las cinco entidades de crédito con mayores importes avalados (millones de €).

Entidades de crédito	Suma avalada	Solvencia 2008	Tier 1 2008	Ratio de capital 2008	Préstamos problem. 2008	Calific. Credit.
Caja Madrid	10.340,6	10,1	7,66	0,053	0,036	A+

²⁰Sobre las calificaciones crediticias y el papel de las agencias de *rating*, puede verse la evaluación amplia y crítica de M. PAGANO y P. VOLPIN, "Credit ratings failures and policy options", *Economic Policy*, 25(62), 2010, pp. 401-431.

BANCAJA	7.343,0	11,1	7,52	0,039	0,043	BBB+
Caja del Mediterráneo	4.911,0	10,5	7,60	0,033	0,031	A-
Caixa Catalunya	4.476,0	10,1	6,30	0,045	0,050	A
Banco Popular Español	3.500,0	9,1	8,12	0,052	0,028	AA-

Fuente: Cálculos de los autores con datos del Tesoro Público (<http://www.tesoro.es>); CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros 2008*, CECA, Madrid, 2009; AEB, *Anuario Estadístico de la Banca en España: Diciembre 2008*, AEB, Madrid, 2009; memorias o anuarios de las entidades financieras; y Fitch (www.fitchratings.com).

Mientras que en la tabla 8 se presenta información sobre las 5 entidades con mayores sumas avaladas en términos absolutos, la figura 8 presenta las 5 entidades financieras con mayores totales avalados (con cargo a los programas de 2008 y 2009) en proporción a sus pasivos a 31-12-2008. La cima de la pirámide invertida la ocupa el Banco Cooperativo Español, con una intensidad de utilización de los avales del 28%. Los demás escalones, con porcentajes sensiblemente inferiores, están ocupados por Cajas.

Figura 8. Las 5 primeras entidades por sumas avaladas en % s/ sus pasivos.



Fuente: Cálculos de los autores con datos del Tesoro Público (<http://www.tesoro.es>) y de CECA, *op. cit.*

4. REFERENCIA A LOS NUEVOS AVALES CONTEMPLADOS POR EL REAL DECRETO-LEY 20/2011 Y A LAS CIFRAS DEL PROGRAMA DE 2012

Según las autoridades españolas, la concesión de los avales examinados en el apartado anterior habría proporcionado a sus beneficiarios —merced a la reducción de la prima de riesgo de sus emisiones— un mecanismo de financiación a un coste considerablemente inferior al que hubieran obtenido en los mercados, contribuyendo con ello

positivamente a aliviar el impacto de la crisis en la financiación de dichos beneficiarios y en el conjunto del sistema, sin que se haya producido además la ejecución de ningún aval²¹. Sin embargo, la persistencia de las dificultades de acceso de no pocas entidades avaladas a los mercados mayoristas de financiación, junto con el previsto vencimiento en 2012 de buena parte de los valores avalados, llevan a las susodichas autoridades a solicitar y, posteriormente, obtener la aprobación de la Comisión Europea para lanzar un nuevo programa de avales²². En efecto, el art. 49.2.b) de la LPGE para 2011, modificado por el RDL 20/2011, de 30 de diciembre de 2011, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público, abre la puerta al otorgamiento de nuevos avales del Estado para operaciones de financiación de entidades de crédito hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros.

Como señala la propia Comisión Europea, las principales condiciones del régimen de este programa de avales de 2012, desarrollado en la Orden Ministerial ECC/149/2012, de 30 de enero de 2012, son prácticamente iguales a las de sus predecesores, con la salvedad, en particular, del establecimiento de una comisión de otorgamiento pagadera por adelantado y del sistema de fijación de precios de las comisiones²³. A 9 de abril de 2013, el importe de las emisiones avaladas con cargo al programa asciende a 41.235 millones de euros, superando en 3.534,2 millones el de las emisiones vivas a esa fecha (tabla 9) y representando un 41,2% del límite máximo legalmente establecido. Estamos, pues, ante cifras de magnitud comparable a la cuantía efectiva del rescate bancario

²¹Comisión Europea, Decisión del 9 de febrero de 2012, por la que se aprueba el restablecimiento del régimen de avales para entidades de crédito en España (ayuda estatal SA. 34224 2012/N), pp. 5-6.

²²Cfr. *ibid.*

²³Cfr. la p. 2 de la citada Decisión de la Comisión Europea, así como el art. 4 y el anexo I de la Orden Ministerial ECC/149/2012. La comisión de otorgamiento se fija en el 0,5% del total otorgado, y su pago debe ser acreditado por la entidad con carácter previo a la formalización del aval por parte del Ministro de Economía y Competitividad. En cuanto a la comisión de emisión —cuyo pago deberá acreditar la entidad emisora antes de proceder a la emisión—, para las entidades que cuenten con datos sobre las CDS o con datos representativos de las CDS, será la suma de una prima básica de 40 puntos básicos (pb) y una prima basada en el riesgo cuya fórmula de cálculo puede presentarse de la manera siguiente:

$$\text{prima} = 40 \text{ pb} \times [1 + (1/2 \times A/B) + (1/2 \times C/D)]$$

A = mediana de los diferenciales de los CDS *senior* a cinco años del beneficiario

B = mediana del índice *iTraxx Europe Senior Financials* a cinco años

C = mediana de los diferenciales de los CDS *senior* a cinco años de todos los Estados miembros

D = mediana de los diferenciales de los CDS *senior* a cinco años de España, el Estado miembro que otorga el aval.

Dichas medianas se calculan sobre el periodo de tres años que finaliza un mes antes de la fecha de emisión de los bonos garantizados.

recibido de la Unión Europea y cuyas principales beneficiarias son también las antiguas Cajas.

Tabla 9. Emisiones vivas avaladas por la Administración General del Estado con cargo al programa de 2012 (resumen, a 9-4-2013).

Número de Emisiones avaladas	Número de entidades beneficiarias	Total nominal de emisiones avaladas (miles €)
29	12	37.700.800,00

Fuente: Tesoro Público (www.tesoro.es).

5. CONCLUSIONES

En los últimos años, los paquetes de apoyo público a las entidades de crédito han jugado un papel clave en la gestión de la crisis económica y financiera, a cuyas consecuencias no ha permanecido en absoluto ajena España, que las ha padecido de manera singular por varios motivos. Primero, por el alto peso de la construcción en relación a nuestro PIB cuando comenzó la crisis financiera, que ha obligado a un gran ajuste del sector inmobiliario y ha acabado por lastrar los balances de las entidades financieras. Segundo, por la importancia y alta sensibilidad a la crisis del muy fragmentado sector de las Cajas de Ahorros, en contraste con la tendencia internacional de ser los grandes intermediarios financieros los más afectados por la crisis. Tercero, en fin, por el impresionante deterioro en las finanzas públicas, con las consiguientes crisis de deuda soberana, que han contribuido a entorpecer el acceso de nuestras entidades de crédito a los mercados mayoristas de financiación.

Pese a tales singularidades, las primeras medidas del gobierno español para apoyar a las entidades financieras estuvieron en línea con las del resto de gobiernos europeos en lo que respecta a la mayor utilización de avales del Estado, frente al mayor énfasis que el gobierno de los EEUU ponía en el apoyo al activo y las inyecciones de capital. Sin embargo, aun en el contexto europeo, el gobierno español parecía entonces distinguirse por su renuencia a la capitalización directa de las entidades financieras y por su extensión de los avales del Estado a un mayor número de emisores, debido a la referida fragmentación del sector español de Cajas de Ahorros. Acaso nuestros responsables políticos subestimaron, también en este ámbito, la hondura y gravedad de la crisis, o creyeron tal vez que bastaba con ganar tiempo mediante avales y adquisición de activos financieros, a la espera de la solución "definitiva" de las fusiones.

Como quiera que sea, los programas de avales de 2008 y 2009 convirtieron al Estado español en avalista de una ingente suma de dinero (68.568 millones de euros) en instrumentos de deuda de las entidades financieras. El importe máximo legalmente establecido para el programa de 2008 equivalía a multiplicar por 454 el límite de avales previamente fijado en la LPGE para 2008. Aunque no se la pueda identificar con la del pasivo contingente ínsito en los avales, la magnitud de la suma avalada

con cargo a dicho programa era igual al 11,25% de la rúbrica "acreedores" del Balance de la AGE y al 188,44% de su déficit presupuestario. Sin embargo, la cantidad avalada con cargo a ambos programas sólo alcanzó el 41,8% de los máximos legales preestablecidos, en parte debido a los caros diferenciales de las CDS de las emisiones avaladas por el Estado español.

La mayor parte de las sumas avaladas, un 77,8% del programa de 2008 y un 87,7% del programa de 2009, correspondió a las Cajas, que eran también las que absorbían el grueso de los recursos del Fondo de Adquisición de Activos Financieros, evidenciando su mayor vulnerabilidad en comparación con los bancos. Aunque las Cajas avaladas respetaron los compromisos asumidos y, al menos hasta el 31 de diciembre de 2011, no se ejecutó ningún aval, su delicada situación ha obligado al gobierno a aprobar un nuevo programa de avales. A 9 de abril de 2013, se habían avalado emisiones con cargo a este programa 2012 por 41.235 millones de euros, una cifra de magnitud comparable a la cuantía efectiva del rescate bancario recibido de la UE y cuyas principales beneficiarias son también las antiguas Cajas.

6. BIBLIOGRAFÍA

- AEB (Asociación Española de Banca), *Anuario Estadístico de la Banca en España: Diciembre 2008*, AEB, Madrid, 2009.
- AEB, *Informe económico-financiero*, AEB, Madrid, 2010.
- BE (Banco de España), "Algunas consideraciones sobre avales y garantías", en BE, *Memoria del Servicio de Reclamaciones: 2008*, Banco de España, Madrid, 2009, pp. 57-70.
- BE, *Memoria de la supervisión bancaria en España: 2009*, Banco de España, Madrid, 2010.
- J. CAAMAÑO ALEGRE, "Subvenciones, avales, gastos fiscales: su transparencia y control ante la crisis económica", presentación para el VIII Congreso del Sindicato de Técnicos del Ministerio de Hacienda (GESTHA), Valladolid, 21 de Noviembre de 2008.
- A. CALVO BERNARDINO y otros, *Manual de sistema financiero español*, 22ª ed., Ariel, Barcelona, 2010.
- CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros 2008*, CECA, Madrid, 2009.
- S. CLAESSENS y D. KLINGEBIEL, "Measuring and Managing Government Contingent Liabilities in the Banking Sector", en H. POLACKOVA BRIXI y A. SCHICK (eds.), *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, The World Bank, Washington, DC, 2002, pp. 311-353.
- ECB (European Central Bank), "Measures taken by euro area governments in support of the financial sector", *ECB Monthly Bulletin*, Abril, 2010, pp. 75-90.
- J. FERNÁNDEZ-VILLAVARDE, "La desagradable aritmética del ajuste fiscal", 4 de junio de 2010. Disponible en Internet:

- <<http://aysps.gsu.edu/isp/images/pubecon/readings/session1/Desagradable.pdf>>.
- J. FERNÁNDEZ-VILLAVERDE, "Fiscal Policy and the Spanish Crisis", 22 de Junio, presentación preparada para la *VI Summer School in Public Economics*, Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University, Atlanta, 12-16 de julio de 2010. Disponible en Internet: <http://aysps.gsu.edu/isp/images/pubecon/presentations/session1/Spanish_Crisis2.pdf>.
- M. GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, C. GONZÁLEZ RODRÍGUEZ y C. MOTELLÓN GARCÍA, "El programa de avales español para operaciones de financiación de entidades de crédito", *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, 2010, pp. 121-132.
- IMF (International Monetary Fund), "Government Guarantees and Fiscal Risk", International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, Washington, D.C., 2005.
- M. KOMILOVA, "Мировой Финансовый кризис и его влияние на банковскую систему" (World Financial Crisis and its Influence on Bank System), *Паёми Донишгоњи миллии Тољикистон* (News of the National University of Tajikistan), 8(64), 2010, pp. 121-124.
- A. LEVY y S. SCHICH, "The Design of Government Guarantees for Bank Bonds: Lessons from the Recent Financial Crisis", *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1, 2010, pp. 1-32.
- D. LUCAS, M. PHAUP, y R. PRASAD, "Valuing Federal Loans and Loan Guarantees Using Options-Pricing Methods", *Technical Paper Series*, 12, Congressional Budget Office, Washington, DC, 2004.
- M. MARTÍN FERNÁNDEZ, "Crisis de la economía global: alternativas y propuestas", Jornada Parlamentaria, Congreso de los Diputados, Madrid, 2 de Febrero de 2009.
- E. MOLDES TEO, "La política de avales de las Comunidades Autónomas", en Fernández Leiceaga, X. y otros (coords.), *Estudos en homenaxe ao profesor Xosé Manuel Beiras Torrado*, Servizo de Publicacións e Intercambio Científico da Universidade de Santiago de Compostela, Santiago de Compostela, 1995, pp. 103-123.
- V. MONTESINOS JULVE, "La introducción del criterio de devengo en los presupuestos públicos: consideraciones generales", *Presupuesto y Gasto Público*, 20, 1996, pp. 61-76.
- M. PAGANO y P. VOLPIN, "Credit ratings failures and policy options", *Economic Policy*, 25(62), 2010, pp. 401-431.
- F. PANETTA, T. FAEH, G. GRANDE, C. HO, M. KING, A. LEVY, F. SIGNORETTI, M. TABOGA y A. ZAGHINI, "An assessment of financial sector rescue programmes", *BIS Papers*, 48, Basel, Bank for International Settlements, Switzerland, 2009.
- J. PISANI-FERRY y A. SAPIR, "Banking crisis management in the EU: an early assessment", *Economic Policy*, 25(62), 2010, pp. 341-373.
- J. UXÓ, J. PAÚL y J. SALINAS, "El programa español de estímulo fiscal frente a la crisis: Justificación, características y comparación

internacional”, *Documentos de Trabajo del IAES*, 9, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Alcalá de Henares, 2009.