



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Doble titulación de Grado en Derecho y Grado en
Administración y Dirección de Empresas.

La crisis del 2008: causas y efectos sobre los bancos.

Presentado por:

Álvaro Orihuela López

Tutelado por:

Fernando Tejerina Gaite

Valladolid, 11 de junio de 2025

Índice

1. Introducción.....	5
2. Contexto histórico-financiero previo	6
3. Causas de la Crisis Financiera.....	10
3.1. Desde el punto de vista de EE. UU.....	10
3.1.1. La burbuja inmobiliaria.....	11
3.1.1.1. Las hipotecas subprime	11
3.1.2. Cadena de titulización financiera	14
3.1.2.1. MBS	14
3.1.2.2. CDOs	16
3.1.2.3. Agencias de calificación	17
3.1.2.4. CDS y la banca contra CDOs.....	18
3.1.2.5. Caída de la banca de Inversión.....	20
3.2. Desde el punto de vista de España.....	22
3.2.1. Conexión con el ámbito internacional	22
3.2.2. Génesis y efectos en el sistema financiero español.....	22
3.2.3. Efectos y caída de las cajas de ahorros	24
3.2.4. Reestructuración de entidades de crédito.	26
3.2.4.1. Bancarización de las Cajas de Ahorros.....	28
4. Consecuencias de la crisis del 2008 en el contexto actual	30
4.1. Consecuencias actuales de la crisis sobre EE. UU.....	31
4.2. Consecuencias actuales de la crisis sobre España	33
5. Conclusiones	35
6. Bibliografía.....	37

Índice de Ilustraciones

<i>Ilustración 1</i>	8
<i>Ilustración 2</i>	9
<i>Ilustración 3</i>	11
<i>Ilustración 4</i>	15
<i>Ilustración 5</i>	23
<i>Ilustración 6</i>	27
<i>Ilustración 7</i>	30
<i>Ilustración 8</i>	32
<i>Ilustración 9</i>	34

RESUMEN

La crisis financiera de 2008 no sólo se entiende como un episodio cílico de recesión, sino que relata la caída del sistema financiero basado en una estructura desregulada, cimentada en un germen especulador y en instrumentos financieros excesivamente complejos. El presente trabajo estudia el papel de las entidades bancarias y de los derivados financieros en el origen de la crisis, considerando su génesis en la mala gestión de las hipotecas *subprime*, la titulación en masa y la caída de la banca de inversión estadounidense, así como su conexión con el sistema financiero internacional. Esta conexión provocó un clima de inestabilidad e incertidumbre en el ámbito europeo, generando una crisis de confianza y necesidad de intervención de las instituciones financieras de numerosos países entre ellos, España.

Palabras Clave: Crisis financiera, Hipotecas *subprime*, Burbuja inmobiliaria, Desregulación, MBS (*Mortgage-backed Securities*), CDO (*Collateralized Debt Obligations*), CDS (*Credit Default Swaps*), Agencias de calificación, Banca de inversión, Cajas de Ahorros, Bancarización.

ABSTRACT

The financial crisis of 2008 is not only understood as a cyclical episode of recession but also tells the story of the collapse of the financial system based on a deregulated structure, founded on a speculative germ and excessively complex financial instruments. This paper studies the role of banks and financial derivatives in the origin of the crisis, considering its genesis in the mismanagement of subprime mortgages, mass securitization and the collapse of US investment banking, as well as its connection with the international financial system. This connection generated a climate of instability and uncertainty in Europe, generating a crisis of confidence and the need for intervention by financial institutions in many countries, including Spain.

Key Words: Financial crisis, Subprime mortgages, Real estate bubble, Deregulation, MBS (*Mortgage-backed Securities*), CDO (*Collateralized Debt Obligations*), CDS (*Credit Default Swaps*), Rating agencies, Investment banking, Savings banks, Conversion to bank.

1. Introducción.

La crisis del 2008 provocó un colapso financiero sin precedentes, cuyas consecuencias en el sistema financiero internacional persisten en nuestros días. Esta recesión tuvo su origen en Estados Unidos. La burbuja inmobiliaria y la debacle de las hipotecas *subprime* fueron los pilares de una reacción en cadena que atacó al sistema bancario en su conjunto. Este colapso refleja una crisis estructural que hizo ver la ineficacia de los mecanismos de supervisión financiera y la actitud despreocupada y especuladora de numerosos sectores de la población, tanto altas esferas como el propio ciudadano de a pie.

Los derivados financieros, las entidades bancarias, las decisiones en cuanto a política monetaria y la desregulación del mercado de capitales, entre otros factores, hicieron de una crisis inmobiliaria la mayor crisis financiera mundial en décadas.

El presente trabajo detalla el papel de los bancos y los instrumentos financieros en el origen y desarrollo de esta crisis, proporcionando una explicación de no sólo las causas de la recesión, sino también de las decisiones institucionales y cambios estructurales en la disposición bancaria y financiera. Resulta relevante también el análisis desde un punto de vista nacional de las causas y consecuencias en el sistema financiero-bancario español, haciendo hincapié en la caída de las cajas de ahorro, la burbuja inmobiliaria y la reestructuración bancaria en sí misma. Este contenido también permite observar el impacto de la crisis originada en gran parte por la especulación y la nula transparencia de las instituciones.

Nos enfocaremos en identificar las debilidades del sistema financiero y bancario previo al 2008, evaluar las consecuencias de esta recesión e ilustrar posibles factores que puedan conducir a crisis futuras en un ecosistema globalizado y completamente digital. En concreto prestaremos atención a derivados financieros como los MBS, CDO o CDS –cuya importancia, junto a las

hipotecas *subprime*, es determinante en esta crisis—, su implicación con la banca de inversión y su posterior caída, así como una interpretación conjunta de los distintos factores causantes de esta debacle financiera. Todo ello desde el punto de vista de EE. UU. y conectado con el ámbito internacional y de nuestro país.

2. Contexto histórico-financiero previo.

En un contexto originario, es determinante considerar la política monetaria del gobierno de los EE. UU., que se aplicó años previos al inicio de la crisis bancaria.

La Reserva Federal, en adelante FED, bajó la tasa de interés de los fondos federales de 6,5%¹ a 1% con el fin de estimular la economía. Esta reducción –tasa para el endeudamiento entre entidades bancarias a corto plazo²– facilitó el acceso al endeudamiento. Debido a esto, en el mercado hipotecario los tipos de interés fijos a 30 años bajarían del 8% al 5,5%. De la misma forma, los tipos de interés variables a un año –ARM, *Adjustable-rate mortgage*– bajarían del 7% al 4%, incentivando la compra de la vivienda y el endeudamiento a través de las hipotecas.

A partir de los años 90, los bancos centrales –como la FED– se centrarían en el control de la inflación, como prioridad en su política monetaria, desatendiendo la expansión del crédito hipotecario. También se ignoraron los precios de los activos, permitiendo que surgieran burbujas especulativas, como tampoco se tuvo en cuenta el déficit exterior en relación con la dependencia de financiación externa.

Otro de los antecedentes, en cuanto a política económica, sería la diferencia entre las regulaciones de la banca comercial y de la banca de inversión. La banca comercial toma dinero prestado principalmente del ciudadano de a pie, mientras que la banca de inversión se financia a partir del mercado de capitales. Los primeros, muy supervisados por la FED en años

¹ Federal Reserve Board (mayo de 2008) “Statistics: Releases and Historical Data”. https://www.federalreserve.gov/pubs/supplement/2008/05/table1_14.htm

² FED Federal funds rate, Global Rates.

<https://www.global-rates.com/es/tipos-de-interes/bancos-centrales/1002/interes-americano-fed-federal-funds-rate/>

previos a la crisis, con ratios de liquidez y solvencia que limitaban el endeudamiento en créditos al producirse esa notoria baja de los tipos por la FED, obtenían el respaldo de las instituciones públicas con garantías financieras en la deuda que pudiesen contraer ³.

En cambio, la banca de inversión no se sometió a control alguno, pero no se les permitía acudir al público en busca de financiación como a la banca comercial. Esta separación –previa a los años 90– iría desapareciendo poco a poco con la aparición de los fondos de inversión y la derogación de esa legislación. Ante esta falta de control, estos bancos y fondos de inversión desembocarían en un apalancamiento desorbitado, propiciando una falta de conexión entre la economía financiera, cuanto menos especulativa, y las políticas económicas, inversión productiva y demanda social de EE. UU. y el mundo.

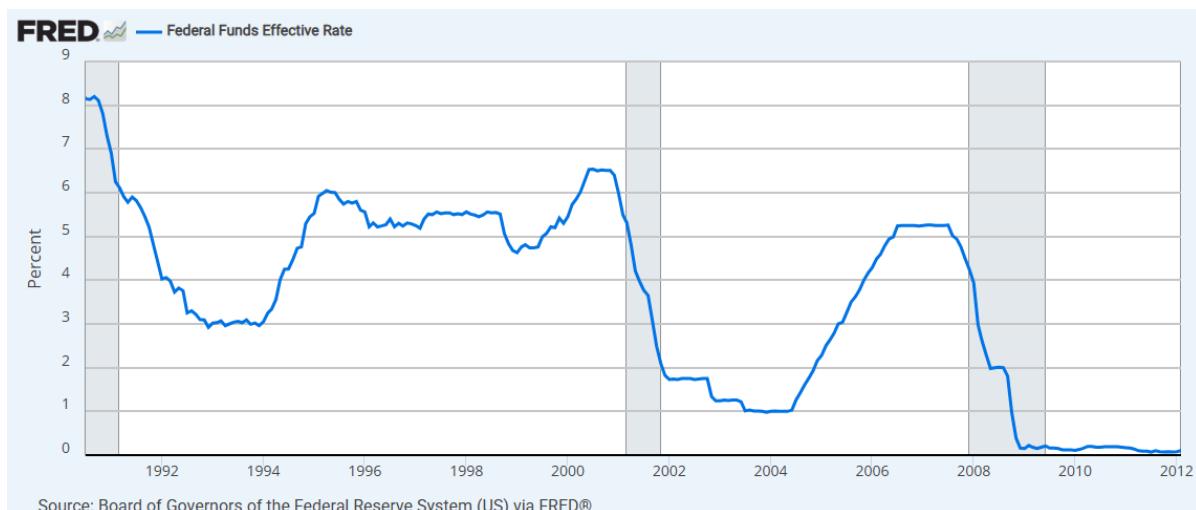
Surgiría, en el nuevo siglo, un sistema bancario sin apenas regulación, volátil y descontrolado, fundamentado en fenómenos financieros como la titularización, la desregularización del crédito, los derivados financieros o los fondos de inversión, que se aprovecharon de la más que nunca globalizada situación financiera del momento, además de la coincidencia del despliegue de la burbuja inmobiliaria.

Esta burbuja inmobiliaria tendría su origen en la situación especulativa internacional de los mercados inmobiliarios en la última década del siglo XX, que alcanzaría su plenitud tras la crisis de los años 2000–2002, en lo que a baja rentabilidad y pérdidas bursátiles se refiere, y que, a su vez, orientaría la inversión especulativa tradicional en el mercado de la vivienda. Esto se contagiaría a los fenómenos antes mencionados –derivados financieros, desregularización de la banca, o titularización– afectando a todo el sistema financiero y empresarial en su conjunto, desembocando en definitiva en la crisis financiero–bancaria del 2008 de las hipotecas “basura”⁴ y la caída y paralización de los mercados financieros y la línea de crédito internacional.

³ Salido L.P. (2011) “*La Crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional*”; Volumen 1, pp 135-214. Revista Aequitas. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3819462>

⁴ Lewis M. (2011) “*La Gran apuesta*”. Editorial El Debate. Término general utilizado. Editorial el Debate.

Ilustración 1. Evolución de los tipos de interés según la FED. Statista.



Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

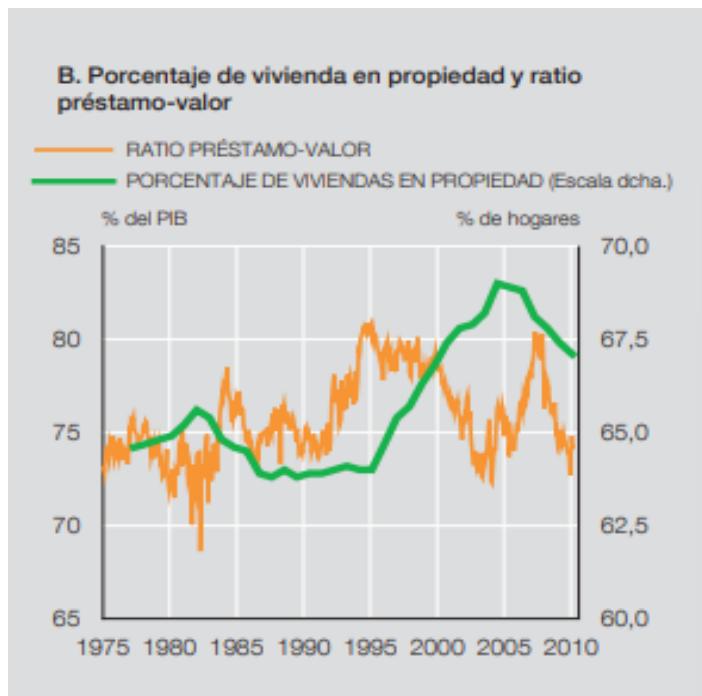
Además de la ola especulativa del mercado inmobiliario, y del nuevo sistema financiero desregulado, los años noventa y principios del siglo XXI se verían afectados por el desarrollo de internet, y su influencia en la globalización económica que desembocaría en un fin de ciclo económico y financiero – llegando a puerto la correspondiente crisis–.

Entre 1997 y 2006 los precios de los bienes inmuebles crecieron un 93% en EE. UU., frente al 10–20% crecido en los fines de ciclos económicos acontecidos en las épocas previas⁵.

A partir de la caída bursátil de finales de los noventa, cuyo origen viene de la inversión en activos tecnológicos o crisis “puntocom”, y, a pesar de ella, se creó riqueza. Esto permitió mantener los tipos de interés que favorecían la inversión, dejando que la burbuja inmobiliaria sustituyese a la inversión bursátil de las tecnológicas, estableciendo la compra de vivienda como inversión principal en el sector financiero.

⁵ Rubini, Nouriel, (2006) "A coming recession in the US economy".
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2006/101606.pdf>

Ilustración 2. Boletín económico. Banco de España. Junio 2010.



Fuente: <https://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/10/Jun/Fich/be1006.pdf>

Este acontecimiento, provocó el crecimiento de la burbuja inmobiliaria y la caída de los mercados financieros. Los precios de las casas en este período aumentaron un 7,5% anualmente, entre 1997 y 2007; el número de hogares aumentó un 8%, mientras que el crédito hipotecario se triplicó, con un PIB nominal que apenas llegó a duplicarse. Además, las hipotecas en este período aumentaron en un 96%⁶, lo cual, comparado con el aumento del porcentaje de hogares, indica el carácter especulativo de estas operaciones, así como el carácter arriesgado de las mismas si contemplamos las características de las hipotecas y los adquirientes. La ratio de vivienda en propiedad aumentaría del 64% al 68%, como podemos observar en la ilustración 2, junto con un incremento de la ratio préstamo–valor, que no dejaría de crecer desde 2002 hasta la caída

⁶ Banco de España (2010) “El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis” Boletín económico. <https://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/10/Jun/Fich/art6.pdf>

del mercado –íntimamente relacionado con todo el contexto de bajos tipos y atractivo de la inversión inmobiliaria previamente explicada–. A todo ello se añadió el incremento de número de créditos con una subida menor de los precios, que reflejaría la flexibilidad de las entidades financieras y la falta de intervención regulatoria de las instituciones.

3. Causas de la Crisis Financiera.

3.1. Desde el punto de vista de EE. UU.

La liberalización del mercado acaecida en la segunda mitad del siglo XX favoreció la aparición de nuevos instrumentos financieros que, en consonancia con la bajada de los tipos como medida de la FED para reactivar la economía mediante el crédito, dio lugar a una liquidez excesiva que provocaría la burbuja inmobiliaria.

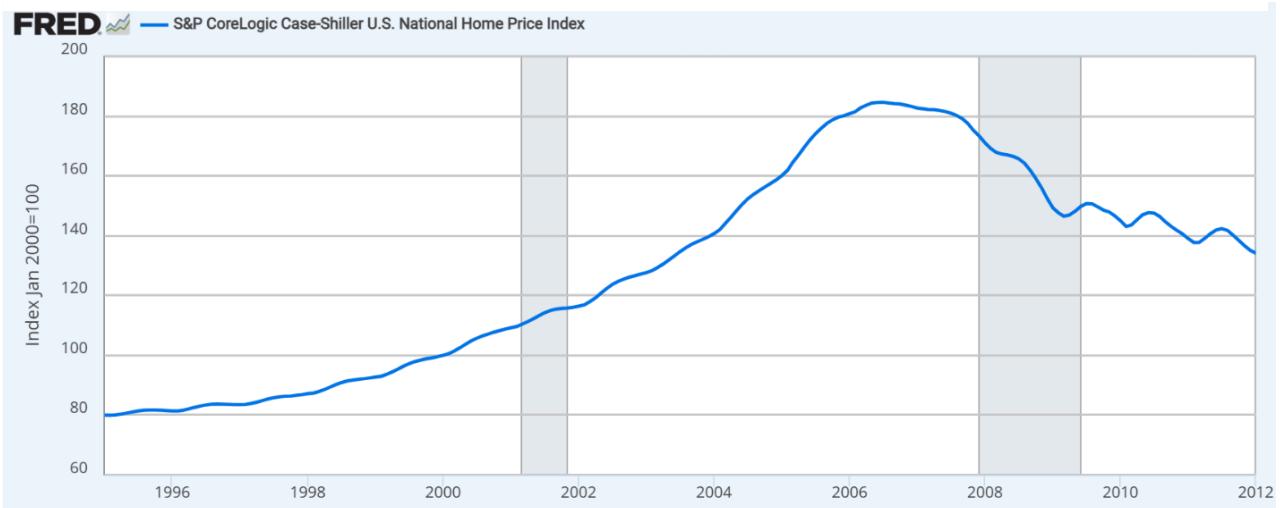
A partir de todo el contexto enunciado previamente y estos pilares de liquidez, tipos bajos y precios de la vivienda en ascenso, ante la caída bursátil –coloquialmente denominada “de los puntocom”– de principios de los 2000, la intermediación financiera se reduciría notablemente, originando el otorgamiento de créditos con mayor riesgo por parte de la banca estadounidense para financiar la adquisición de inmuebles. De esta forma, surgirían las denominadas hipotecas *subprime* –en adelante, indistinto su denominación como “hipotecas basura”– que se concederían a clientes con solvencia baja, desempleados, a un tipo de interés superior al del mercado, debido al alto riesgo que comprendía la operación, y a un precio superior al del propio inmueble al estar en ascenso el mercado de las viviendas. Esta situación se creó en un contexto de sistema bancario desregulado, en lo relativo al sector prestatario y de la inversión; ante el agotamiento de los fondos para préstamos, los bancos y demás entidades recurrirían a la cadena de titulación de hipotecas en un contexto de total carencia de regulación jurídica⁷.

⁷ Ferrer M.A. (2009) “*La caída de la banca de inversión. El fin del modelo de inversión de Estados Unidos*” Partida Doble, Nº 208, Sección Artículos, p. 4, Wolters Kluwer

3.1.1. La Burbuja Inmobiliaria

En virtud del contexto económico–financiero previo, las tasas de interés resultaron ser muy bajas, permitiendo a los bancos ofrecer créditos hipotecarios a un precio muy atractivo para el inversor inmobiliario, incrementando la demanda de los bienes inmobiliarios progresivamente junto con sus precios.

Ilustración 3. Evolución de los precios de las viviendas EE. UU. 1995-2012. S&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index



Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>

3.1.1.1. Las Hipotecas subprime

Estas hipotecas de alto riesgo se establecen como préstamos para viviendas que no cumplían los criterios adoptados por las hipotecas *prime* – aquellas que sí cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de estos préstamos, como la verificación de los ingresos, plazos de amortización y cantidad del préstamo adecuada a la probabilidad de devolución de este–, permitiendo la adquisición de estas deudas a ciudadanos insolventes, cuyo riesgo de préstamo era muy elevado ante la posibilidad de impago.

La calificación de estas deudas, en EE. UU. se puntúa a través de la puntuación “FICO”, que mide la solvencia crediticia del contratante de este tipo de créditos. Esta puntuación estima la probabilidad de que una persona pague sus créditos sin anomalías temporales y muestra el historial de pagos, deuda total del individuo, tipos de créditos usados anteriormente, etc. Oscila entre 300 y 850 puntos, de más bajo a más alto. En EE. UU., por encima de 620 se

consideró candidato de hipoteca *prime*, es decir, solvente. Por el contrario, por debajo de esa puntuación están los *subprime*, con solvencia más dudosa, en muchas ocasiones por retrasos en sus pagos –en 2006, los retrasos por más de 30 días⁸ en los pagos estaban a la orden del día–, que forman el 40%⁹ de la población de este país.

Estos préstamos *subprime*, en su mayoría, se calificarían como “*adjustable-rate mortgage*” (ARM). Su pago tendría un período de cuantía mínima inferior a lo que posteriormente será, al final del cual se recalculaba la deuda –5 años solían ser–, momento en el que los pagos podían verse incrementados de gran manera, añadiéndose cantidades y amortizaciones inasumibles en la época. De esta manera, la deuda a reintegrar tras el reajuste podía duplicarse o triplicarse respecto al período inicial. Este reajuste podía implicar la amortización del capital de la deuda antes no incluido y aplicar un tipo de interés nuevo reajustado a las condiciones reales del contrato de origen. Todo esto surge por los años iniciales del crédito, en los que la obligación única era pagar los intereses, sin amortizar el capital y con estos intereses más bajos que el propio tipo de interés efectivo del contrato. Este hecho se hizo llamar *amortización negativa*, que aparecía tras este período inicial, al final del cual se añadían al capital a amortizar los intereses que compensan el tipo efectivo mencionado –ante el pago de menor tipo de interés durante este período de cortesía–, lo que aumentaría el préstamo cada mes, en vez de disminuir.

Estos conceptos provocaron el alza continua del precio de los bienes inmobiliarios, haciéndose rentables sin importar el aumento del valor del préstamo. Los precios subieron anualmente, entre 1997 y 2006, en torno a un 100%¹⁰ en EE. UU., y en Europa entre 100–200%, como se puede observar en la ilustración 3, sin precedentes históricos en cuanto a evolución de precios y burbuja se refiere.

⁸ Lewis M. (2011) “*La Gran apuesta*”. pp 122-123 Editorial El Debate

⁹ Salido L.P. (2011) “*La crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional*”; Volumen 1, pp 144 Revista Aequitas. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3819462>

¹⁰ Gros D. (2006) “*Bubbles in Real Estate, A Longer-Term Comparative Analysis of Housing Prices in Europe and the US.*” CEPS Working Documents, Nº 239. <http://aei.pitt.edu/id/eprint/6680>

El 20% de los préstamos hipotecarios estadounidenses serían *subprime*, y, ante el incentivo de la FED para invertir en segundas viviendas en los años previos a la recesión y los tipos bajos, los inversores a pie de calle optaron por recurrir a segundas viviendas, sin tener la liquidez necesaria para hacer frente a futuros imprevistos, muy difícil de sostener a largo plazo. Permite esto llegar a la conclusión de que la política monetaria resultante de la crisis del 2000 incentivó la crisis financiera del mercado hipotecario.

Estas hipotecas, que ofrecían agentes independientes, se vendían a grandes entidades que las agrupaban en los que posteriormente hablaremos, MBS y CDO. Estos instrumentos financieros se dividían en tramos, en función de la probabilidad de impago considerada por las agencias de calificación –cuyo papel en la crisis cuestionaremos más adelante–. Así, hablamos de “*tramos senior*” (AAA), en los que la probabilidad de impago era casi inexistente, “*tramos mezzanine*” (AA a BB), y “*tramos equity*” (first loss). Las pérdidas de estos derivados provienen de tal manera que, tramos más bajos pagan tasas de interés más altas, para compensar el riesgo que suponen estas últimas.

En estos instrumentos financieros, las hipotecas generan flujos de dinero –pagos de los prestatarios–. De tal manera que, estos flujos se distribuyen en los tramos mencionados. Los tramos senior son los primeros en recibir los pagos y sufren pérdidas en último lugar, por tanto, tienen menor riesgo y menor rentabilidad. Los “*tramos mezzanine*” reciben pagos después del tramo senior y soportan las pérdidas si el *tramo equity* se vio afectado por estos impagos. Y, por último, los “*tramos equity*” son los últimos en recibir los pagos de los prestatarios, pero los primeros en soportar la pérdida del impago. Esto los hace los más arriesgados, pero con mayor rentabilidad vinculada.

Estos modelos de calificación resultaron ser la perdición del mercado internacional: fueron erróneamente valorados y se basó en ellos el modelo de inversión del momento, especulativo y desregulado. Podemos decir que fueron el pilar básico de la recesión financiera de todo el mundo ante la distribución de los derivados financieros en los que se agregaban estas hipotecas basura

3.1.2. Cadena de titulización financiera

Estas hipotecas se ofrecieron a modo de garantía de otros nuevos derivados financieros que se adquirieron en forma de emisión de deuda por parte de los bancos de inversión. Se crean así diversidad de productos financieros en los cuales apoyarse para “colocar” las hipotecas basura, con los cuales el riesgo de las hipotecas se transferiría de la banca hipotecaria a los fondos de inversión y a su vez al inversor final, generando pura especulación y, finalmente, tras la necesaria subida de los tipos de interés ante la posterior caída del mercado, el impago de los inversores de estas hipotecas. No obstante, y sin adelantar acontecimientos, es vital explicar y puntualizar cada uno de los títulos que tomó protagonismo en esta debacle financiera.

3.1.2.1. MBS (*Mortgage–Backed Securities*)

En primer lugar, los MBS (*Mortgage Backed Securities*) son activos basados en deuda, respaldados por los intereses de los préstamos hipotecarios que incluyen, y que poseen, bancos o entidades de ahorro. Por lo tanto, las hipotecas y los préstamos con garantía hipotecaria, los cuales tienen una tasa de impago baja y un tipo de interés alto –variable–, forman un título respaldado por los pagos de estas hipotecas de bajo riesgo de impago, teóricamente. De esta manera, este título mitigaría el riesgo de los inversores agrupando estos préstamos. Es, por tanto, necesario analizar la evolución de este tipo de activos, y será a partir de los RMBS (*Residential Mortgage–backed Securities*), instrumento incluido dentro de los propios MBS, pero íntegramente basado en edificios residenciales –abarca una gran mayoría de la posición de los MBS–.

Ilustración 4. RMBS 2000-2010. *Investopedia*

US Residential Mortgage-Backed Securities Issued 2000 to 2010



Chart: Investopedia/Peter Gratton • Source: U.S. Federal Reserve of St. Louis

Investopedia

Fuente: <https://www.investopedia.com/terms/m/mbs.asp>

En este sentido, estos títulos serán creados por agencias del gobierno como la *Fannie Mae* o la *Freddie Mac*¹¹ o firmas de banca de inversión no pertenecientes a estas instituciones. Estas agencias, se encargan de vender y controlar préstamos hipotecarios, agrupándolos en un conjunto único y los venden en forma de bonos – con mejores rendimientos que los bonos del tesoro– respaldados por estas hipotecas y sufragando el riesgo del activo con el reducido riesgo de las hipotecas, compartiéndose entre las agencias emisoras y los inversores finales. Estos títulos, se vendieron a inversores de todo el mundo ante el atractivo de la aparente diversificación de los activos subyacentes.

No obstante, la caída de los precios de las viviendas y los impagos que ello conllevó –ante el germen especulativo e insolvencia del momento–, provocó que el valor de estos títulos MBS se desplomara, afectando a todo el sistema financiero en su conjunto. Sería en 2003–2004 cuando los tipos de las hipotecas subirían y cuando estos títulos caerían ante la sucesión de impagos, como muestra la ilustración 3. Las agencias de calificación de créditos –similares en cuanto a funciones a las mencionadas *Fannie Mae* o *Freddie Mac*– actualmente

¹¹ Kagan J. (2023) “Residential Mortgage-Backed Security: Definition, Pros, and Cons” Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/rmbs.asp>

deben otorgar puntuaciones de seguridad financiera altas, pero en los años anteriores a la recesión, en un entorno financiero desregulado totalmente, con hipotecas de alto riesgo enmascaradas en este tipo de derivados, fueron otra de las razones de la caída del mercado.

La clave de la relevancia de este tipo de derivado va a ser su similitud con el bono del tesoro, al retribuir de manera fija a sus inversores con la aparente mayor rentabilidad y menor riesgo, siendo primordial analizar la participación de las agencias de valoración y su conexión con el resto de los causantes de esta recesión.

3.1.2.2. CDOs (*Collateralized Debt Obligation*)

Es un instrumento financiero que va a retribuir a los inversores a partir una agrupación de fuentes generadoras de ingresos fijos¹². A diferencia de las MBS, las CDOs pueden agrupar distintos tipos de instrumentos de deuda, más allá de las hipotecas inmobiliarias – aunque fueron el más utilizado–, como pueden ser préstamos de empresas, bonos, arrendamientos, etc. Por ello, los MBS que comparten las características del concepto general del CDO, podrán ser considerados como tales. La deuda subyacente que conforma estos paquetes va a estar dividida en su venta de cara al público inversor en tramos, que reflejarán su riesgo en cada uno de ellos. El orden de venta agrupa en la cúspide activos de calificación más alta, de menor riesgo y sucesivamente en descenso, en correlación con su mayor riesgo.

La clave de estos derivados, tanto MBS como CDO, de cara a la crisis financiera, fue que estos activos subyacentes de los que derivan los ingresos a los inversores no van a ser propiedad de estos inversores, generando un enorme riesgo ante el posible impago de la deuda hipotecaria. Los inversores carecen de garantías más allá de la interposición de demandas por parte de las entidades creadoras del derivado.

A raíz de esta similitud entre CDOs y MBS, con mayor amplitud conceptual del primero, van a encontrarse en un derivado financiero llamado “CMO” (*Collateralized Mortgage Obligations*), consistente en agrupaciones de hipotecas que se van a dividir en tramos según vencimiento y nivel de riesgo, permitiendo

¹² (enero de 2024) “Are All Mortgage-Backed Securities Collateralized Debt Obligations?”. [Are All Mortgage-backed Securities \(MBS\) Also Collateralized Debt Obligations \(CDO\)?](#)

a los inversores comprar combinaciones de riesgo y vencimiento, frente al MBS general, que agrupa hipotecas sólo consideradas por su plazo –generalmente hipotecas a 30 años–. Será este tipo de MBS de hipotecas a plazo uno de los principales instrumentos afectados por el colapso de las hipotecas *subprime*, ante la agrupación en MBS de estas hipotecas “basura” y posterior empaquetamiento en CDO de las MBS mencionadas, para mitigar el riesgo y crear un fraude financiero. Gracias a estas operaciones de agrupación de hipotecas *subprime* en MBS y a su vez agrupación de esos MBS en CDOs, los bancos transferían el riesgo con estas hipotecas a inversores con escasos recursos¹³, oscureciendo la calidad del sistema de derivados financieros y dificultando la evaluación real de estos instrumentos, cuyo riesgo se veía aparentemente disipado y distribuido entre las partes participantes.

3.1.2.3. Agencias de calificación

Las hipotecas que se colocaron en estos CDO y MBS contaron con el apoyo de las agencias de calificación de riesgo, las cuales obtenían retribución por promocionar estos activos. La necesidad de conocer la naturaleza del riesgo en aquello que inviertes se planteó ante la complejidad de los nuevos productos financieros que agrupaban la inversión de la época y la propia globalización de la inversión junto con la rápida circulación de estos activos. De esta manera, en aquel contexto financiero desregulado, estas agencias de calificación tomaron un papel fundamental para dar a conocer los distintos tramos de CDO en función de su solvencia crediticia. No obstante, una de las principales razones de la burbuja inmobiliaria fue el conflicto de intereses de estas agencias¹⁴, que recibían pagos de los propios emisores de CDO, generando un más que especulativo sesgo, que calificó CDOs de manera más alta de lo que realmente eran, creando una sensación de falsa seguridad financiera que, tras la ocultación de estos falsos activos de bajo riesgo, al caer el precio de la vivienda y subir los tipos, desembocaría en un desastre financiero sin precedentes.

¹³ (junio de 2024) “Las CDO y la Crisis Financiera de 2008” Faster Capital.

[Las CDO Y La Crisis Financiera De 2008 - FasterCapital](#)

¹⁴ Ferrer M.A. (2009) “La caída de la banca de inversión. El fin del modelo de inversión de Estados Unidos” Partida Doble, Nº 208, Sección Artículos, pp 6, Wolters Kluwer.

La figura del CDO, utilizada en el auge de estos derivados financieros, sería utilizada para empaquetar “los restos” de las hipotecas que no llegaban a incluirse dentro de los MBS, creando una espiral de complejidad financiera en estos derivados que ocultarían más aún el futuro de las hipotecas basura. Además de los denominados CDO respaldados por otro CDO, “CDO al cuadrado” o los denominados CDO sintéticos. Los primeros serán instrumentos que aparentemente mitigarán su riesgo en la superposición de estos derivados, uniendo tramos de CDOs triple A, con tramos doble B, llegando al mal calificado concepto de “diversificación”. Mientras que los segundos, los sintéticos, serán derivados de crédito que no utilizarán deuda actual, si no que su resultado dependerá de la evolución favorable de los CDO, apostando que mantendrán o incrementarán su valor. De esta manera, estos inversores de CDO sintéticos¹⁵ comprarían esos mismos CDO en los que apostaban, creando un círculo de especulación sin ningún tipo de control y cuya evolución dependía de la burbuja inmobiliaria que estaba a punto de explotar. La inversión especulativa compleja que se estaba tomando en ese momento, aprovechando las variables macroeconómicas, junto con la desregulación financiera y la dudosa moralidad de los fondos de inversión, bancos y demás entes participantes en Wall Street, derivaría en la catástrofe financiera ocurrida.

3.1.2.4. CDS (Credit Default Swaps) y la banca contra los CDOs.

Estos derivados financieros, que formaron parte de los numerosos activos complejos que surgieron a lo largo de los años como alternativa de inversión en Wall Street, se van a poder comparar con un seguro ante el fallo o impago de activos subyacentes. El comprador de un contrato CDS, paga una cantidad periódica al vendedor –generalmente bancos de inversión como Goldman Sachs, Morgan Stanley, etc.– lo cual garantizará el activo en caso de cumplirse el impago o pérdida en los activos vinculados por los que se apuesta. De tal manera que, si el activo referenciado incurre en pérdidas, el vendedor del CDS que ha apostado sobre ese activo deberá retribuir una cantidad acordada en el contrato, para cubrir el impago o pérdida. Esto generó que el concepto de seguro ante pérdidas que en principio podría considerarse que es el CDS, se convirtiera

¹⁵ Levin C. (abril de 2011) “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” Comité de seguridad nacional y cuestiones gubernamentales de EE. UU.

en un mero derivado especulativo que, sin llegar a invertir en el propio CDO o MBS que se referenciaba, simplemente se apostaba a que estos generarían pérdidas.

En 2006, las hipotecas subyacentes de alto riesgo que formaban parte de los CDOs y MBS comenzaron a incurrir en niveles históricos de impagos. Como ejemplo ilustrativo de la situación que acontecía, se podía titularizar una hipoteca con el nombre de su propia mascota, sin que ninguna institución relacionada llegase nunca a conocerlo. Las agencias de calificación valoraban CDOs con valoraciones de tramos AAA en 70–80%, siendo realmente la cifra compuesta de estos derivados mucho menor. El fraude que estaba dándose a raíz de estas hipotecas *subprime* y la sucesión de actuaciones de los bancos, agencias de calificación y demás instituciones con la única finalidad especulativa, iba a tener importantes repercusiones.

Es por ello que distintos bancos de inversión como Goldman Sachs y el Deutsche Bank, invirtieron en estos CDS dando un paso más allá, creando una herramienta que permitiría a los clientes ganar de manera rápida rendimientos sobre la posible pérdida de valor de los derivados MBS, generando una posición en corto¹⁶, que, en resumidas cuentas, apostaba en contra de cestas de hipotecas *subprime* agrupadas como de “bajo riesgo”. La propia banca estaba apostando en contra de los activos que ellos mismos promocionaban, –CDOs y MBS, cuyos activos subyacentes primordialmente eran hipotecas –sin contarse la verdad a sus clientes.

Los precios de estos derivados no bajaron de manera simultánea a la gran subida de los tipos de interés que comenzó en 2004, lo que generó aún más especulación. En 2005 los precios de la vivienda empezaron a caer, ocasionando que las entidades hipotecarias se enfrentarán a impagos masivos –ante el surgimiento también de las segundas etapas de las hipotecas variables que se han explicado previamente, añadiendo mayores cuantías a amortizar, generando más deuda, por ende, más posibilidad de impago– al no poder soportarse con la venta del inmueble, con un precio inferior al inicial, la deuda hipotecaria de tipos cada vez más en crecimiento.

¹⁶ Levin C. (abril de 2011) “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” Comité de seguridad nacional y cuestiones gubernamentales de EE.UU. p. 35.

3.1.2.5. Caída de la Banca de Inversión

En 2007, la crisis ocasionada por los impagos de las hipotecas *subprime*, provocó que los bancos de inversión empezaran a exigir los créditos a la banca comercial y sociedades hipotecarias. Los impagos de los préstamos crearon importantes pérdidas en estas entidades, sin posibilidad en muchos casos de retribuir a la banca de inversión, incurriendo en quiebra y ocasionando una caída escalonada de cada pilar del sistema financiero.

En marzo de 2008, Bear Stearns, el quinto banco de inversión de entonces fue vendido en su totalidad por la FED a JP Morgan. El mercado bursátil en junio de 2008 había caído un 20%, las quiebras de bancos eran persistentes y la FED decidió inyectar liquidez en el mercado para sostenerlo. A esta debacle se uniría la venta de acciones de *Fannie Mae* y *Freddie Mac* –agencias de calificación con más poder–, totalmente involucradas en un eje especulativo que la crisis no podía sostener. En julio de 2008 la FED tiene que rescatar a estas entidades garantizadoras de hipotecas, que tenían el 50% del mercado hipotecario en su conjunto, constituyéndose como la mayor nacionalización de la historia de los EE.UU. El siguiente banco de inversión en caer fue Lehman Brothers¹⁷, en septiembre de 2008, ante la disyuntiva de su gran participación en el mercado inmobiliario de hipotecas *subprime*, y una exposición en largo abrumadora. No fue fructífera la búsqueda de un comprador del banco, lo que generó la quiebra financiera y la imposibilidad de que la FED le aportara protección financiera. Histórica es la imagen de los empleados saliendo de las oficinas del banco cargando sus bienes personales, habiendo perdido su trabajo.

Una vez caído Lehman Brothers, de manera simultánea Bank of America comprará Merrill Lynch, saliendo la primera ampliamente beneficiada convirtiéndose en el nuevo número uno de EE. UU. La compra del mayor gestor de patrimonios como es la actual “Merrill”, en la cual los efectos de la crisis se hicieron notar en primer lugar, teniendo que jubilar a distintos miembros muy importantes de esta entidad, hizo que la posición de Bank of America se reforzase como ninguna.

Posteriormente, Goldman Sachs y Morgan Stanley, fueron reestructurados por la FED de la posición de banca de inversión independiente

¹⁷ Ferrer M.A. (2009) “La caída de la banca de inversión. El fin del modelo de inversión de Estados Unidos” Partida Doble, Nº 208, Sección Artículos, p 5, Wolters Kluwer

al concepto de banca comercial¹⁸. La especulación en los derivados CDO, CDS y MBS, en relación con las hipotecas *subprime* como activo subyacente básico, acabaría con su modelo de inversión generando unas posiciones largas inasumibles para un banco de inversión. El cambio a este modelo de banca, a pesar de permitir el acceso a fuentes de mayor estabilidad de financiación y a las inyecciones de capital que salvaron la economía en esa crisis, supondrá un mayor control y una notoria intervención de la legislación financiera. Antes de la conversión, estos bancos de inversión eran controlados por la comisión del Mercado de Valores, con gran independencia y posibilidad de asumir un mayor riesgo en sus inversiones. La FED intervino en estos dos gigantes con la finalidad de estabilizar el mercado financiero, buscando que la economía estadounidense – y los entes vinculados internacionales – no se desmoronase.

No obstante, y recapitulando de manera previa a los acontecimientos que se acaban de mencionar, hacia agosto de 2007 los diferenciales del mercado interbancario¹⁹ tras la venta de Bear Stearns se colocarían en puntos muy elevados, sin volver a sus niveles previos, sino ampliándose según llegaban noticias negativas del mercado. Ante la caída de Countrywide, se agregaron distintas razones para que generase volatilidad en el mercado bursátil, desconfianza y la caída de las bolsas de todo el mundo. Esto se dio por la venta masiva de las posiciones de los inversores, que se intentaron refugiar en los Bonos del Tesoro. Los mercados financieros mundiales se vieron muy afectados, presentando graves problemas de liquidez, pudiendo considerarse uno de los inicios de la crisis financiera internacional la paralización del mercado de instrumentos financieros con garantía de activos en esas mismas fechas mencionadas, de manera sucesiva al conocimiento de los inversores internacionales de la burbuja inmobiliaria que presentaban las hipotecas “basura” en EE. UU. En el verano de 2007, el Banco Central Europeo –en adelante, BCE– intervino en el mercado introduciendo 95 mil millones de euros. La FED, como ya se ha mencionado, o el Banco de Japón, entre otros, también intervendrían.

¹⁸ BBVA Communications (mayo de 2018) “Diferencias entre banca comercial y banca de inversiones”. [Diferencias entre banca comercial y banca de inversiones | BBVA](#)

¹⁹ Salido L.P. (2011) “La Crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional”; Volumen 1, p. 156. Revista Aequitas. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3819462>

En Europa, el Banco de Industria Alemán anunciaría cuantiosas pérdidas provocadas por la inversión en estas hipotecas *subprime* estadounidenses.

3.2. Desde el punto de vista de España.

3.2.1. Conexión con el ámbito internacional.

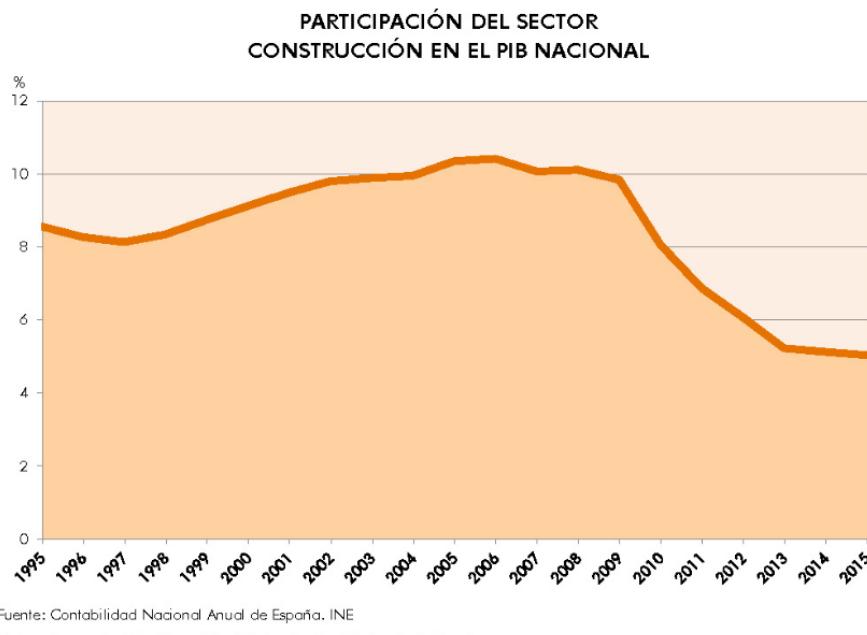
En el mercado inmobiliario se generó una burbuja inmobiliaria entre otras razones porque, a finales del siglo XX y principios del XXI, apareció una crisis bursátil tecnológica en EE.UU. sin grandes repercusiones en la economía. Esto es así dado que esta crisis previa –sin gran caída de liquidez– favoreció este germen especulativo con las hipotecas *subprime*. Lo que, en resumidas cuentas y relacionado con la parte final del anterior epígrafe, provocó que la supuesta “bonanza” económica de bajada de tipos y subida de precios de la vivienda, generase un aumento del consumo de las familias a partir del endeudamiento en el gasto personal, dejando de lado el ahorro característico previo a la llegada de una época de recesión económica –se desconocía que iba a caer la economía hasta este punto–.

La crisis financiera que afectó a la liquidez de las entidades bancarias de Europa se solaparía a la crisis económica. La caída de las ya mencionadas *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, cuyos bonos estaban en manos de diversas instituciones internacionales tanto europeas como asiáticas, era una realidad. La repercusión de esta dependencia de la economía de instituciones bancarias y financieras europeas de los derivados americanos generaría un desequilibrio jamás visto hasta la fecha.

3.2.2. Génesis y efectos en el sistema financiero español.

La crisis financiera internacional como se viene explicando, tuvo una repercusión distintiva en nuestro país, traspasando las consecuencias de la burbuja inmobiliaria al mercado de crédito. La construcción en aquel entonces formaba un pilar fundamental en el PIB español, además de por el germen especulativo esparcido a lo largo de los años internacionalmente en la inversión en vivienda, por el bajo coste de mano de obra que propició que fuese uno de los protagonistas durante los años previos a la crisis y, por tanto, que la repercusión fuera superior a países vecinos de la Unión Europea.

Ilustración 5. Evolución de la participación de la construcción en el PIB español.
CONTABILIDAD NACIONAL ANUAL DE ESPAÑA. INE.



Fuente: <https://atlasnacional.ign.es/wane/Construcci%C3%B3n>

Como se puede observar, durante los años 2000–2008 la participación de este sector osciló alrededor de los 10 puntos porcentuales del PIB. Esta mayor repercusión en nuestro país también se debió a que, además de la burbuja de precios de la vivienda, el sector de la construcción estuvo íntimamente financiado por deuda de esas entidades de crédito, mayormente afectadas en la crisis española. La crisis bancaria de nuestro país se ha llegado a considerar erróneamente enunciada, dado que el mayor desastre, realmente, ocurrió en las cajas de ahorro. Estas entidades tuvieron grandes problemas de liquidez, siendo necesario asumir el impago de los créditos dados al sector inmobiliario por las cajas mencionadas. Esto provocó una restricción generalizada sobre la demanda de crédito general en nuestro país²⁰.

La subida de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE) entre los años 2005 y 2007, motivada por la desaceleración del

²⁰ Martínez-Echevarría A. & Campuzano A.B.& Mínguez Prieto R. (2015) “La gestión de la crisis bancaria española y sus efectos”, Prólogo, *La Ley Grupo Wolters Kluwer*.

crecimiento del mercado inmobiliario, anticipó la inminente caída de la burbuja inmobiliaria en EE. UU. Esta caída se debió entre otros factores al aumento de los impagos, la falta de liquidez de las entidades financieras, etc.

Es por ello que, el menor crecimiento de la riqueza de los hogares y el aumento de los tipos moderó el consumo y la inversión especulativa –o no– en edificios residenciales²¹. A mediados de 2008, España entró en una recesión, entre cuyas razones podemos destacar: el endurecimiento de la financiación a nivel global –véase todo lo anteriormente explicado–, la caída de la riqueza como consecuencia de la burbuja inmobiliaria y la incertidumbre ocasionada por la gran exposición de las cajas de ahorro, principales entes crediticios en ese momento.

La exposición a la inversión en derivados financieros americanos en España no fue notoria, lo realmente crítico fue la gran exposición al mercado inmobiliario y a la financiación internacional. El resultado fue unas ratios de morosidad crediticia insostenibles, particularmente en las cajas de ahorro (9,3%), frente a los bancos (6,8%), además de la gran diferencia en términos de cobertura financiera y obtención de beneficios entre bancos y cajas, por su mayor exposición a la caída del mercado inmobiliario.

3.2.3. Efectos y caída de las cajas de ahorros

En estas entidades de crédito, originariamente los depósitos de los clientes tenían distinto destino respecto a los bancos, lo que se iría diluyendo con el paso de los años. En su momento las cajas se dedicaban a la banca minorista, pero a finales del siglo XX se equipararían con los bancos y como vamos a ver, sería una de las razones de su final. Se permitiría que realizaran labores como operaciones en el mercado de valores por cuenta propia o tomar posiciones de riesgo con derivados financieros. En la actualidad, tras la crisis mencionada, las cajas se especializaron y sus funciones se limitarían estrictamente a la banca comercial, no pudiendo sobrepasar ciertos límites de activo ni cuota de mercado de depósitos.

En este punto, conviene ubicar las cajas de ahorros de principios del siglo XXI como entidades de crédito que buscaron ser “*banca universal*”²², que

²¹ Banco de España. (2017) “*Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España*”, 2008-2014.

²² Cantalapiedra Arenas M. *Banca Universal*: “Se refiere a un tipo de banca que pretende ofrecer todos los productos y servicios posibles a todos los clientes potenciales y en todos los lugares. Este modelo se ha visto favorecido gracias a aspectos tales como la globalización y el desarrollo de la banca electrónica, los cuales han permitido diversificar ampliamente la oferta bancaria. En

buscaron actuar en diversos mercados –bancario, derivados financieros, etc.– tomando riesgos en todas sus ramas, con un apalancamiento fuerte, en este caso en España, gran parte derivado de la deuda del mercado inmobiliario y su constante crecimiento por la burbuja inmobiliaria. No obstante, estas cajas de ahorro tendrán una particularidad en sus órganos de gestión, formando parte de ellos altos cargos de los respectivos gobiernos autonómicos, cuyo conflicto de intereses no llevó la inversión del líquido de estas cajas para nada a buen puerto.

El recurso al concepto de banca universal tiene su origen también en la llegada de la crisis, ante la expansión del crédito y el fuerte apalancamiento de las empresas y los hogares, la banca minorista originaria de las cajas de ahorro no permitió la financiación mediante los depósitos, teniendo que optar por aumentar el riesgo en mercados diversos. Su concentración en el mercado inmobiliario y sus diferencias de ratios de morosidad y solvencia respecto a los bancos, además del mayor riesgo expuesto de estas cajas para diferenciarse, hizo que la crisis económica en España afectara en mayor medida a las cajas. El crecimiento de los créditos, con la falta de crecimiento de la solvencia provocada por la crisis –además de la mala gestión–, desembocaría en la casi extinción de estas entidades tal y como se conocían.

Este hecho, provocó que el 68% de las cajas de ahorros tuvieran que ser intervenidas o recibir ayudas. El crecimiento de estas durante los años previos a la crisis fue muy significativo, incrementándose de 35.000 oficinas a 45.000²³ en 2008 debido a la expansión fuera de su zona regional predeterminada para cubrir el crecimiento del sector inmobiliario. Previamente a la debacle, en España existían 300 cajas de ahorro registradas, en 2007 activas sólo quedaron 45 de ellas, y, finalmente, tras la reestructuración de las entidades de crédito acontecida por la crisis, la denominada bancarización de las cajas de ahorro, el número se redujo, quedando en la actualidad sólo dos entidades²⁴ y sin especial relevancia financiera.

este sentido, muchas entidades bancarias españolas persiguen o han perseguido desarrollar un modelo de banca universal. Para el cliente de la entidad, tiene la ventaja fundamental de centralizar todas las operaciones bancarias que precisa en un único banco. Esta estrategia es contraria a buscar la especialización en un tipo de producto o servicio, o en un tipo de cliente o en un ámbito geográfico determinado.” Diccionario económico, Expansión.

²³ Fernández Aragón, A. & Rojas Vázquez A. (2019) “*Crisis de las Cajas de ahorros españolas. Factores condicionantes del fracaso empresarial. Un análisis configuracional.*” Universidad de Cádiz.

²⁴ Mezcua J. (junio de 2024) *Informe Cajas de Ahorro.* [HelpMyCash.com](https://www.helpmycash.com)

3.2.4. Reestructuración de las entidades de crédito.

La forma de gestionar estos procesos de reestructuración se basó en tres Fondos de Garantía de Depósitos y en la creación del nuevo Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (en adelante FROB), cuya necesidad surgió tras la intervención de la caja de ahorros de Castilla-La Mancha y ante la gran repercusión financiera que tenía la posible caída de estas entidades. Las fases de este modelo de reestructuración van a ser las siguientes²⁵:

–En primer lugar, la entidad de crédito que requiera de este proceso para reactivar su actividad en condiciones normales deberá, antes de optar por la solución de capital público, tantear y buscar una inversión privada que asegure su viabilidad financiera a largo plazo.

–En su caso, al no encontrar solución privada, podrá diseñar un plan de actuación con ayudas de los Fondos de Garantía de Depósitos. No obstante, para que dicho plan saliese a trámite, debía aprobarse por el Banco de España. En tal caso, se contemplan distintas formas de actuación, según las necesidades concretas: reforzamiento de patrimonio y solvencia, fusión o absorción y, por último, el traspaso total o parcial de la entidad.

–Dado el supuesto concreto, si lo anteriormente mencionado no fuera posible, bien por no haber viabilidad considerada por el supervisor, bien por incumplir las condiciones, el Banco de España podría sustituir los órganos de administración de la entidad, designando al propio FROB como administrador provisional. En ese supuesto, el FROB prepararía un plan de reestructuración para fusionar o traspasar total o parcialmente la entidad.

También, en los supuestos de fusión y saneamiento de las entidades de crédito –dónde se incluyen las cajas de ahorro, protagonistas en la crisis española– el FROB reforzó los recursos propios de las entidades que se integraban para mejorar la eficiencia a medio plazo, que establecía la propia entidad en el plan pertinente de integración. Esta ayuda consistía en la adquisición temporal de títulos de recursos propios, como participaciones preferentes. La entidad debía posteriormente recomprar esos títulos cuando

²⁵ Banco de España, (2017) "Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014". pp 115-126.

tuvieran la oportunidad o, en su defecto, transcurrido un plazo de 5 años, se convertiría en capital, ocurriendo esto en la mayoría de las entidades.

La adquisición de participaciones preferentes o títulos de recursos propios fue la principal acción del FROB entre 2009 y 2011, llegando a invertir alrededor de 10.000 millones de euros, como se puede observar en la siguiente ilustración explicativa:

Ilustración 6. Inversiones realizadas por el FROB I. Informe Banco de España. Mayo, 2017.

Entidades	Fecha	Importe	Observaciones	Activos (a)
Catalunya Caixa (fusión de las cajas de ahorros de Cataluña, Tarragona y Manresa)	Marzo 2010	1.250	Las participaciones preferentes posteriormente se capitalizaron.	76.600
CEISS (fusión Caja España y Caja Duero)	Marzo 2010	525	Las participaciones preferentes posteriormente se capitalizaron.	45.700
SIP Grupo BMN (integración de las cajas de ahorros de Murcia, Penedés, Sa Nostra y Granada)	Junio 2010	915	Las participaciones preferentes posteriormente se capitalizaron.	73.000
SIP Banco Financiero y de Ahorros (integración de las cajas de ahorros de Madrid, Bancaja, Ávila, Segovia, Rioja, Layetana e Insular de Canarias)	Junio 2010	4.465	Las participaciones preferentes posteriormente se capitalizaron.	328.000
Nova Caixa Galicia Banco (fusión de Caixa Galicia y Caixanova)	Junio 2010	1.162	Las participaciones preferentes posteriormente se capitalizaron.	73.500
Unnim (fusión de las cajas de ahorros de Sabadell, Tarrasa y Manlleu)	Julio 2010	380	Las participaciones preferentes se capitalizaron y las acciones fueron adquiridas por el FGDEC.	28.500
SIP Banca Cívica (integración de cajas de ahorros de Navarra, Canarias y Burgos en abril de 2010, y posterior incorporación de Caja Sol y Caja Guadalajara en diciembre de 2010)	Diciembre 2010	977	Reembolsadas por CaixaBank en abril de 2013.	45.900
TOTAL		9.674 (b)		671.200

FUENTES: FROB y Banco de España.

Fuente: https://www.bde.es/fi/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Arc/Fic/InformeCrisis_Completo_web.pdf

No obstante, la reestructuración –distinta de la ayuda con adquisición de recursos propios en integraciones– estuvo implicada en todo momento con las cajas de ahorros, que, como ya se mencionó, pasaron de existir 45 grupos de cajas en 2007, a integrarse 15 grupos solamente a finales de 2011. Todo ello, por las razones de reestructuración consideradas, en concreto el traspaso o la

fusión o absorción por no cumplir los requisitos para injectar solvencia o asistir al patrimonio de las cajas.

3.2.4.1. Bancarización de las Cajas de Ahorros.

Ante el vacío de contenido de las potestades del Banco de España en 2012 y los Reales Decreto–Ley de 2010 y 2011 que regulaban el sistema financiero y el régimen jurídico de las cajas de ahorros, podríamos determinar que en 2014 estas cajas no serían más que un espejismo de la historia financiera de nuestro país. En junio de 2012, una entidad bancaria que poseía 7 cajas de ahorros, y sus deficientes circunstancias, hizo que el Gobierno español tuviese que pedir ayuda a Europa, a través del FMI.

Uno de los principales problemas de estas cajas, aparte de los ya mencionados anteriormente, es la falta de derechos de propiedad propiamente privatizados, que permitiese a bancos adquirirlos mediante la compra de sus acciones. No permitió que de una manera sencilla se paliassen las grandes deudas que tenían estas entidades, lo que repercutiría directamente sobre la economía de nuestro país.

Además de este hecho, la falta de consejos de administración y la intervención en la regulación –de manera oportunista– de las CCAA sobre las cajas de ahorros, que no tenían nada que ver con la gestión de los propios bancos, propició una caída sin precedentes que requirió esta reestructuración previamente explicada.

No obstante, la bancarización primordialmente se basa en un concepto básico: *“Una entidad bancaria mal capitalizada es una entidad débil”*²⁶. También, como mencionó el presidente del Banco Santander en 2011, Emilio Botín, en la banca es necesario tener abundante capital para soportar cualquier circunstancia estructural. De esta idea, surgiría la conversión de las cajas a bancos, como vía de escape ante las también circunstancias coyunturales que acontecían en la economía europea.

²⁶ Martínez-Echevarría A. & Campuzano A.B.& Mínguez Prieto R. (2015) *“La gestión de la crisis bancaria española y sus efectos”* La Ley, pp 245, Grupo Walters Kluwer.

Con esa finalidad, en 2013 entra en vigor el marco de Basilea III²⁷, cuya finalidad sería la de establecer “reglas del juego” iguales en las entidades financieras tras la crisis, para solventar y evitar los errores cometidos –afectando a estas cajas de ahorros–. Se incluye, por tanto, entre otras prerrogativas, la gobernanza de estas entidades mediante un *modus operandi* corporativo, de manera análoga a los bancos, así como la inclusión de mínimos de capital requeridos que igualen las condiciones respecto a las entidades bancarias tradicionales. Por lo tanto, estos Reales Decretos forzarían indirectamente a la conversión de las cajas a la forma de bancos, para garantizar la supervisión e igualdad de condiciones.

A mayores de todo esto, en ese verano de 2012 se puso en marcha la Unión Bancaria Europea, cuyo Mecanismo Único de Supervisión surtió efectos desde noviembre de 2014, generando que el ámbito financiero español quede bajo la supervisión centralizada del BCE.

La financiación requerida ante la posición más que delicada del Estado español en la crisis, provocó que el FMI, BCE y la Comisión Europea tuvieran que crear un crédito de 100.000 millones de euros, con condiciones de estricto cumplimiento. Se establecería en el famoso Memorando de Entendimiento, plasmado en la Ley 10/2014 ya mencionada, entrando en juego el ya comentado FROB, que se mencionaba en este Memorando, haciendo ver la falta de efectividad de esas reestructuraciones de entidades de crédito llevadas a cabo por nuestro país.

De esta idea, se ve que entre las condiciones que estableció Europa frente a la inyección de esos 100 mil millones, afectaría a las cajas de ahorros, bancarizándolas, con las medidas antes mencionadas, de cambio de forma de gobierno y establecimiento de mínimos de capital –características de los bancos tradicionales–.

²⁷ Directiva 2013/36/UE y Reglamento (UE) 575/2013. Traspuesta por la Ley 10/2014 de 26 de junio.

4. Consecuencias de la crisis del 2008 en el sistema económico-financiero actual.

La crisis del 2008 se considera como una de las recesiones de mayor impacto en la economía mundial en la historia reciente, las consecuencias económicas, financieras e impacto sobre la banca cambiaron notablemente aspectos clave tanto en el país de origen EE. UU. como en Europa, más concretamente en nuestro país.

Este impacto se puede ver en la siguiente ilustración representativo del índice S&P 500. Muestra la caída de la crisis de las hipotecas *subprime* – rompiendo el soporte de la crisis puntocom– y viéndose también la profundidad en comparación con la crisis mundial del COVID. De esta forma, se puede visualmente observar la caída a límites históricos en el siglo XXI, provocada por la crisis financiera del 2008, su relación con las hipotecas, bancos, derivados financieros y conexión internacional.

Ilustración 7. Evolución del S&P 500. Comparación impacto de la crisis del 2008. Statista.



Fuente: <https://es.statista.com/grafico/27928/la1>

4.1. Consecuencias actuales de la crisis sobre EE. UU.

La génesis de la recesión viene de la burbuja inmobiliaria y la total desregularización de las instituciones financieras y demás entidades relacionadas con esta catástrofe financiera. Es por ello que actualmente, pese a la recuperación de niveles de empleo similares a épocas de bonanza, la desigualdad se ha incrementado notablemente. La relativa bonanza económica –frenada en seco por la crisis del COVID19– se basa en sectores de alta cualificación e íntimamente relacionados con la evolución tecnológica. Lo anterior, junto con las dificultades de las familias estadounidenses que soportaron los impagos y la debacle de las hipotecas *subprime* –que en EE. UU. especialmente fue notorio– ha generado que las diferencias de poder adquisitivo se hayan incrementado. A raíz de la crisis estudiada, se necesitó de un profundo esfuerzo regulatorio para intervenir la situación y solventar las carencias de liquidez de los bancos, lo que ha generado que en la actualidad la transparencia y control de los derivados financieros y en general productos financieros novedosos como son las criptomonedas y los “*brokers*” digitales estén exhaustivamente regulados e intervenidos por instituciones financieras que velan por las finanzas y economía internacionales y en este caso, estadounidense.

Estas reformas en la regulación del sistema financiero incluyen la Ley Dodd–Frank de 2010²⁸, la cual reforma Wall Street y la protección al consumidor. Remodeló la normativa de protección de los consumidores, negociación restrictiva de instrumentos financieros, reformó las agencias de calificación –proporcionando equilibrio y veracidad en sus procedimientos–, se creó la oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB), regulación exhaustiva del mercado de derivados financieros –obligando a registrar estas operaciones públicamente y con límites establecidos–, entre otras características añadidas con la finalidad de no tropezar con la misma piedra y solventar los errores con la mayor brevedad posible. Hoy en día, el desafío viene por la dificultad del impacto de las tecnologías financieras y los productos financieros complejos que puedan originarse de estas fuentes de difícil control y, por tanto, provocar una crisis en

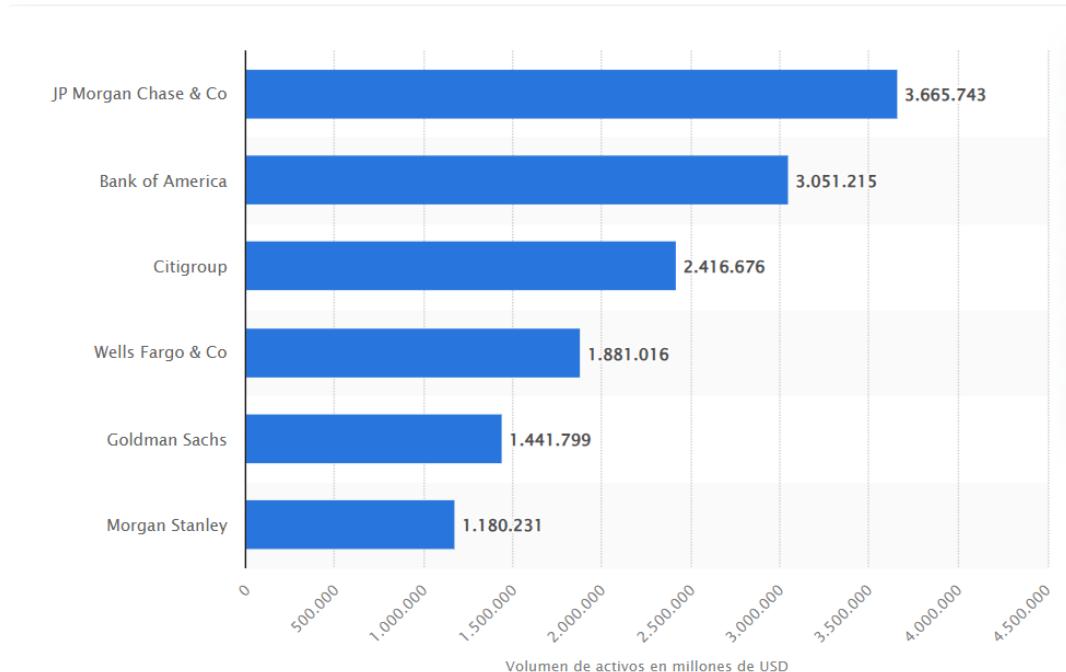
²⁸ Financial Crime Academy. (abril de 2025) “Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección del consumidor de 2010”. [Financial crime academy Artículo Ley Dodd-Frank](#)

un sector poco regulado como es el de las criptomonedas y productos financieros similares.

En relación con la caída de la banca de inversión en la recesión de 2008, las grandes exposiciones en largo de los bancos como Bear Stearns –quinto banco en cuanto activos en ese momento de EE. UU.–, que sería vendido a JP Morgan o la caída de Lehman Brothers, serían determinantes en la historia financiera de Wall Street. No obstante, también es importante mencionar la compra de Merrill Lynch por Bank of America, lo que los posicionó como uno de los bancos más poderosos del país.

La siguiente ilustración 8, plantea el volumen de activos en la actualidad de los bancos de EE. UU., liderado por JP Morgan Chase y Bank of America, entidades que supieron gestionar y aprovechar la recesión más grave a nivel bancario de la historia de los Estados Unidos.

Ilustración 8. Volumen de activos de los bancos en EE. UU. en 2022. Statista.



Fuente: <https://es.statista.com/estadisticas/598740/principales-bancos-segun-activos-por-ee-uu/>

4.2. Consecuencias actuales de la crisis sobre España.

En nuestro país, como ya se ha explicado, las consecuencias fueron profundas económicamente ya que en España la construcción era un sector líder en la producción de nuestro país, lo que, junto con el gran endeudamiento en el sector inmobiliario y falta de liquidez de las protagonistas Cajas de Ahorros, repercutiría sobre la totalidad de la economía. El paro creció bruscamente, afectando al consumo de las familias y a la desigualdad en las oportunidades laborales de los jóvenes, ocasionando un éxodo de los trabajadores cualificados –formados en sectores líderes como las TICs o el sector de la energía–. En particular, en nuestro país se dieron episodios polémicos como el procedimiento judicial de las cláusulas suelo²⁹ o el dudoso proceso de adquisiciones preferentes en casos concretos.

Igualmente, tras la reestructuración del sistema bancario que redujo las cajas de ahorro a un número simbólico y el rescate financiero de la UE a nuestro país en 2012, se implementaron distintas reformas en el sistema bancario y financiero, unificando el control en el BCE, en concreto en su Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

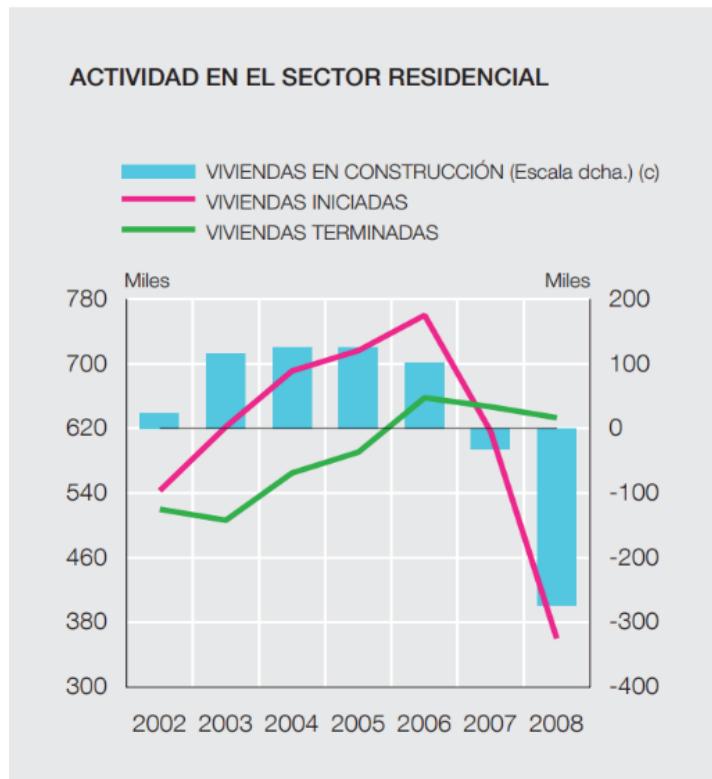
En la actualidad, la gran banca española, como puede ser BBVA o Banco Santander, se posicionan como entidades líderes en rentabilidad en la Eurozona. No obstante, el resto de las entidades financieras españolas se alejan de esta posición, pudiendo verse presente todavía, la repercusión de la crisis estudiada en entidades que estuvieron más expuestas.

Además, los productos financieros complejos y la transformación digital del sector financiero plantean desafíos a soportar en los próximos años.

En el mercado inmobiliario, se busca evitar los errores del pasado y, equiparar la ratio de viviendas iniciadas y terminadas –que, en la burbuja del 2008, cómo se puede ver en la ilustración 9, fue desastroso– para controlar la construcción, los precios de éstas y el ánimo especulativo de la población.

²⁹ Arriaga Abogados. “Cláusula suelo: Es una cláusula incluida en muchos contratos hipotecarios que establece un tipo mínimo a pagar en las mensualidades de la hipoteca, independientemente del interés marcado por el mercado.” <https://www.arriagaasociados.com/clausulas-suelo/>

Ilustración 9. Actividad en el sector residencia, Informe del Banco de España. Mayo 2017.



Fuente:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/17/Descargar/Fich/Inf2017.pdf>

5. Conclusiones

El presente trabajo ha permitido analizar las causas y consecuencias de la crisis financiera de 2008, destacando la figura de la banca, la trama de las hipotecas *subprime* y los derivados financieros. Se permite ver como el sistema financiero internacional, en especial el originario estadounidense, se apoyó durante los años de la gestación de la crisis en especulación y complejidad financiera que provocarían esta crisis sistémica.

En esta crisis financiera se pusieron de manifiesto los peligros vinculados a la utilización de ingeniería financiera compleja y, a la distorsión en la percepción del riesgo por parte de los inversores, entidades bancarias y las propias agencias que calificaban los subyacentes utilizados. Estas deudas se agrupaban en productos financieros como los MBS, CDO o similares, los cuales en un principio se concibieron para mitigar y diversificar el riesgo, pero que, se convertirían en vehículos de opacidad y especulación, impulsados por incentivos egoístas y una confianza ciega en las calificaciones crediticias que ocultaban una realidad completamente alterada. La gran complejidad de estos productos financieros, junto con la falsa sensación de seguridad financiera, propició que la burbuja inmobiliaria fuera la pieza clave de una de las mayores catástrofes financieras acontecidas en la historia moderna. La experiencia, por tanto, demuestra que la sofisticación en la estructura financiera, cuando no va a acompañada de una regulación y evaluación rigurosa del riesgo, no sólo no protege el sistema, sino que se convierte en una causa estructural de un colapso financiero devastador.

En concreto, en España, la excesiva exposición en la producción nacional a la construcción, y las también frágilmente expuestas cajas de ahorros, agravaron el impacto de este colapso. Las instituciones tuvieron que intervenir, aunque de manera tardía, optando por una reestructuración del sistema financiero, con distintas medidas como bancarizar las cajas, la ayuda mediante el FROB a las entidades más afectadas o la integración en la Unión Bancaria Europea.

En la actualidad, y como se ha podido exponer en el punto anterior, pese a la mejora en la supervisión financiera y regulación, siguen existiendo riesgos estructurales ligados a la complejidad de productos financieros y, a la propia digitalización.

Es determinante, por tanto, extraer una lección del análisis de esta crisis: La regulación eficazmente establecida, acompañada de transparencia y buena fe de las entidades financieras, es necesaria para no incurrir en errores del pasado y, poder afrontar las etapas cíclicas de contracción económica con tranquilidad y confianza en las instituciones.

6. Bibliografía

- **Arriaga Abogados.** “*Cláusula suelo*”
<https://www.arriagaasociados.com/clausulas-suelo/>
- **Banco de España (junio de 2010).** “*El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis*” Boletín económico.
<https://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/10/Jun/Fich/art6.pdf>
- **Banco de España, (2017).** “*Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008–2014*”. pp 115–126.
- **BBVA Communications. (mayo de 2018).** “*Diferencias entre banca comercial y banca de inversiones*”. [Diferencias entre banca comercial y banca de inversiones | BBVA](#)
- **Cantalapiedra Arenas M.** “*Banca Universal*”. Diccionario económico, Expansión. <https://www.expansion.com/diccionario-economico/banca-universal.html>
- **Directiva 2013/36/UE y Reglamento (UE) 575/2013.** Traspuesta por la Ley 10/2014 de 26 de junio.
- **Faster Capital. (junio de 2024).** “*Las CDO y la Crisis Financiera de 2008*”. [Las Cdo Y La Crisis Financiera De 2008 – FasterCapital](#)
- **FED Federal funds rate, Global Rates. (2025).** <https://www.global-rates.com/es/tipos-de-interes/bancos-centrales/1002/interes-americano-fed-federal-funds-rate/>
- **Federal Reserve Board. (Mayo de 2008).** “*Statistics: Releases and Historical Data*”
https://www.federalreserve.gov/pubs/supplement/2008/05/table1_14.html

- **Fernández Aragón, A. & Rojas Vázquez A. (2019).** “*Crisis de las Cajas de ahorros españolas. Factores condicionantes del fracaso empresarial. Un análisis configuracional.*” Universidad de Cádiz.
- **Ferrer M.A. (2009).** “*La caída de la banca de inversión. El fin del modelo de inversión de Estados Unidos*” Partida Doble, Nº 208, Sección Artículos, p. 4, Wolters Kluwer.
- **Financial Crime Academy. (abril de 2025)** “*Ley Dodd–Frank de reforma de Wall Street y protección del consumidor de 2010*”. [Financial crime academy Artículo Ley Dodd-Frank](#)
- **Investopedia. (enero de 2024).** “*Are All Mortgage–Backed Securities Collateralized Debt Obligations?*” Investopedia. [Are All Mortgage–backed Securities \(MBS\) Also Collateralized Debt Obligations \(CDO\)?](#)
- **Investopedia. Kagan J. (mayo de 2023).** “*Residential Mortgage–Backed Security: Definition, Pros, and Cons*”
<https://www.investopedia.com/terms/r/rmbs.asp>
- **Levin C. (abril de 2011).** “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” Comite de seguridad nacional y cuestiones gubernamentales de EE.UU.
- **Lewis M. (2011).** “*La Gran apuesta*”. Editorial El Debate.
- **Martínez–Echevarría A. & Campuzano A.B.& Mínguez Prieto R. (2015).** “*La gestión de la crisis bancaria española y sus efectos*” *La Ley*, pp 245, Grupo Walters Kluwer.
- **Mezcua J. (junio de 2024).** “*Informe Cajas de Ahorro*”. [HelpMycash.com](#)
- **Rubini, Nouriel, (2006).** “*A coming recession in the US economy*”. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2006/101606.pdf>
- **Salido L.P. (2011).** “*La Crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional*”; Volumen 1, pp 135–214. Revista Aequitas. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3819462>