

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

Durante el periodo analizado, los sistemas financieros de la mayoría de los países industrializados se vieron más presionados, las expectativas de una temprana recuperación económica resultaron ser prematuras y el precio de las acciones cayó aún más. Sin embargo, parece que en general las instituciones financieras capearon con éxito el temporal económico y las presiones sobre el sector financiero no obstaculizaron la oferta de crédito en la mayoría de los países. Cabría señalar que el sistema financiero japonés siguió enfrentándose a grandes dificultades. Además, la rentabilidad de las instituciones financieras alemanas se vio sometida a una mayor presión, debido tanto a deficiencias estructurales crónicas como a influencias cíclicas. En otros países, la rentabilidad de los bancos resistió en general mejor, en parte como resultado de los esfuerzos previos de las entidades bancarias por revisar sus estructuras de costes. En comparación con la desaceleración cíclica anterior, las pérdidas causadas por el deterioro del crédito sólo tuvieron un efecto limitado sobre la rentabilidad, al tiempo que el grado de capitalización continuó en buen estado. A las compañías de seguros no les fue tan bien en general, debido a las cuantiosas pérdidas sufridas en sus carteras de acciones y de bonos.

La notoria capacidad de reacción del sector bancario, que contrasta de manera favorable con el importante deterioro del sector no financiero, fue el resultado de factores tanto cíclicos como estructurales. Aspectos atípicos de la desaceleración económica, entre los que se incluye una orientación muy acomodaticia de la política monetaria, un continuo crecimiento del gasto de los hogares y el mantenimiento del precio de los inmuebles, contuvieron el aumento de las insolvencias con respecto a ciclos pasados e incrementaron los ingresos procedentes de los préstamos a las familias. El principal factor estructural que amortiguó los efectos de la desaceleración fue el uso cada vez mayor de los instrumentos tradicionales de deuda negociable y de préstamos sindicados para mejorar la dispersión del riesgo de crédito por todo el sistema financiero. Además, el desarrollo de nuevos mecanismos de transferencia del riesgo de crédito ha mejorado la capacidad de las instituciones para controlar su exposición al riesgo. A esto hay que añadir que la capitalización del sector bancario era más sólida al principio de la desaceleración actual que en el pasado, como resultado de la larga duración de la expansión anterior y de normas de regulación más estrictas.

De cara al futuro, las mismas razones que explican la capacidad de reacción observada hasta la fecha señalan las fuentes principales de una potencial vulnerabilidad. Un periodo de debilidad económica prolongado,

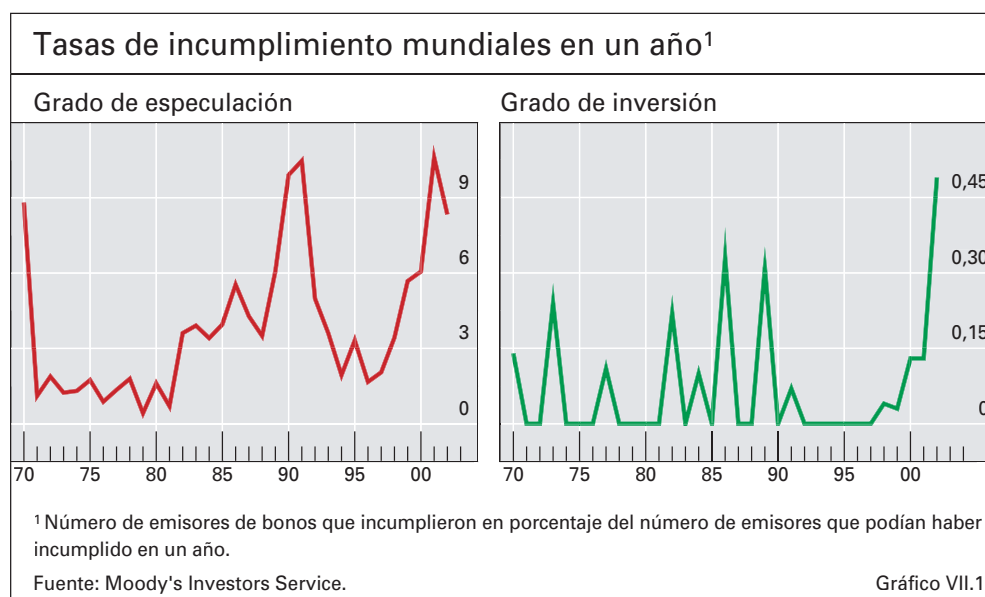
aunque improbable, pondría aún más a prueba la capacidad de absorber pérdidas que tienen las instituciones financieras y los mercados, si es que llegara a materializarse. Si el precio de las acciones siguiera cayendo, podría socavar la solvencia de compañías de seguros y fondos de pensiones, mientras que una bajada del precio de los inmuebles podría dañar tanto a los hogares como al sector inmobiliario con fines comerciales, lo que pondría bajo mayor presión a los prestamistas.

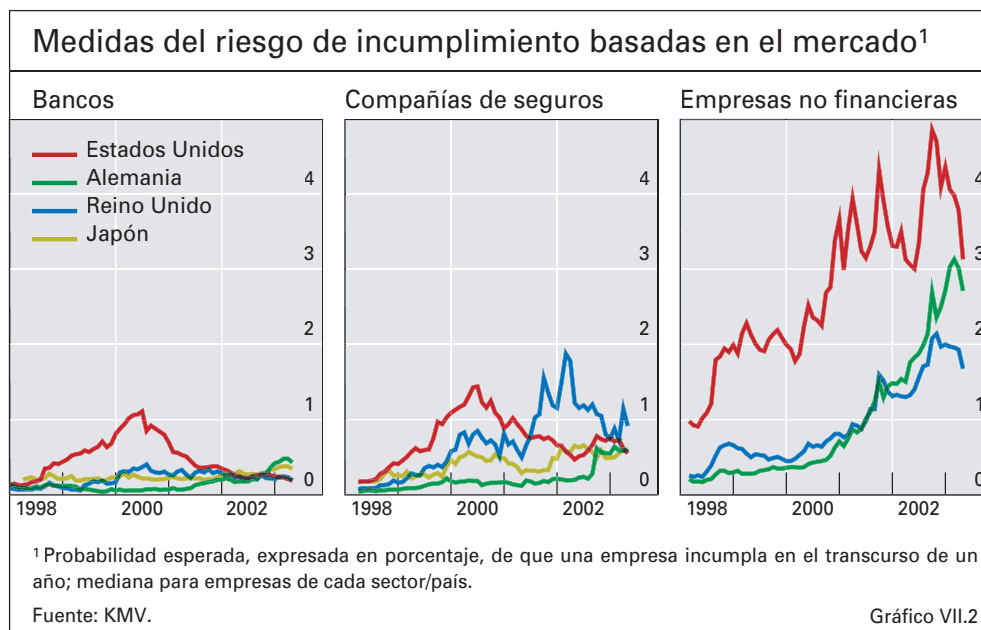
Esta reciente capacidad de recuperación puede interpretarse como un indicador de que los sistemas financieros que han establecido canales alternativos de financiación, tanto a través de instrumentos negociables en el mercado como mediante la intermediación de sus balances, pueden responder de forma más flexible ante acontecimientos económicos adversos. Sin embargo, estos sistemas con canales múltiples plantean nuevos retos para los supervisores prudenciales, en forma de una mayor complejidad de las instituciones individuales y de interrelaciones más profundas entre instituciones y mercados.

La economía y el comportamiento de las instituciones financieras

La débil economía produjo una tensión considerable en las empresas no financieras ...

La gran desaceleración y el ritmo incierto de recuperación de la actividad en la economía mundial ejercieron una tensión añadida en los balances de sociedades no financieras (véanse los Capítulos II y VI). Los impagos de bonos corporativos, así como las pérdidas en caso de incumplimiento, se dispararon durante los últimos años y los incumplimientos alcanzaron o incluso sobrepasaron el máximo registrado a principios de los años 90 (véase el Gráfico VII.1). Mirando adelante, los indicadores de mercado del riesgo en el sector no financiero de algunos países, que aumentaron considerablemente durante los últimos años, permanecen en valores elevados, lo que hace pensar que los participantes del mercado prevén que continúe el clima adverso para el crédito en un futuro próximo (véase el Gráfico VII.2).





En contraste con las grandes dificultades a las que tuvieron que hacer frente las empresas no financieras, el sector financiero en la mayoría de los países permaneció relativamente fuerte. La rentabilidad de los bancos experimentó una leve reducción, pero en general se mantuvo en niveles aceptables si se tiene en cuenta la delicada situación económica. En cambio, las compañías de seguros presentaron más síntomas de tensión, con pérdidas de cartera que ocasionaron en algunos casos serias dificultades. Aún así, los indicadores de mercado sobre el riesgo para los bancos y las compañías de seguros permanecieron en niveles bajos con respecto a los de las sociedades no financieras, aunque el riesgo de incumplimiento en el sector asegurador aumentó el año pasado. Las bajas cotas de los indicadores de riesgo para las instituciones financieras japonesas pueden reflejar las expectativas de una actuación por parte del Gobierno, dadas las conocidas dificultades por las que atraviesan estas instituciones.

La reciente capacidad de reacción mostrada por los bancos contrasta de manera favorable con el comportamiento que tuvieron en desaceleraciones anteriores, cuando en ocasiones el deterioro en la calidad de los activos causó dificultades generalizadas. En algunos casos, quebraron importantes instituciones financieras e incluso cuando no se produjeron quiebras bancarias importantes, los consiguientes ajustes del crédito y la inversión tuvieron a veces un gran impacto en la coyuntura económica. Por ejemplo, los vientos de proa contra el sector financiero debilitaron la actividad económica en Estados Unidos, el Reino Unido y Australia a comienzos de la década de los 90.

Bancos comerciales

Mientras que los bancos se han mantenido en general bastante bien durante el periodo analizado, sí se han registrado diferencias importantes de comportamiento entre los países y las líneas de negocios (véase el Cuadro VII.1). Continuaron las grandes dificultades para los bancos japoneses,

... a pesar de que a las instituciones financieras les fue mejor ...

... también con respecto a ciclos anteriores

El comportamiento de los bancos varió ...

Rentabilidad de los principales bancos¹

En porcentaje de los activos totales medios

	Beneficios antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Alemania (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Australia (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Canadá (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
España (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Estados Unidos (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Francia (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italia (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Japón ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Reino Unido (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Suecia (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44
Suiza (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47

¹ Las cifras que figuran entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. En el caso de Japón, el número de bancos pasó a ser 13 en 2002 tras una fusión. ² Ejercicios fiscales; para 2002, datos provisionales de septiembre.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1

a pesar de los importantes esfuerzos por eliminar préstamos incobrables y emitir nuevo capital. En Alemania, la situación de relativa debilidad económica se dejó sentir con crudeza en los bancos comerciales. Además, las presiones estructurales en la rentabilidad de la banca minorista hicieron que las operaciones en dicha línea de negocio no pudieran servir como factor compensador, como ocurrió en otros países. En todas las jurisdicciones, las grandes instituciones mayoristas afrontaron una disminución de los ingresos por actividad en el mercado de capitales. La caída de los precios de las

... de un país
a otro ...

Indicadores de actividad de la banca de inversión

En miles de millones de dólares de EEUU

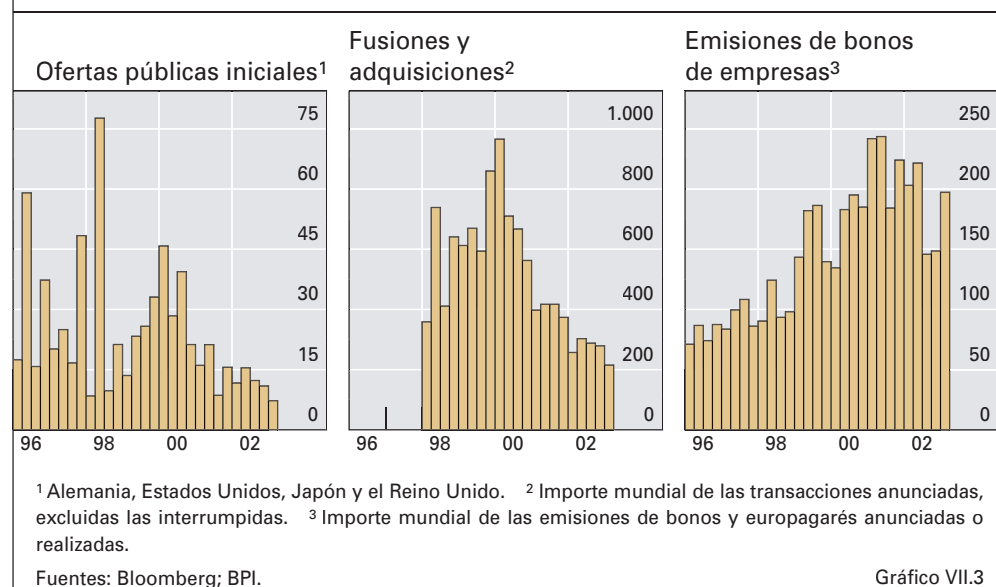
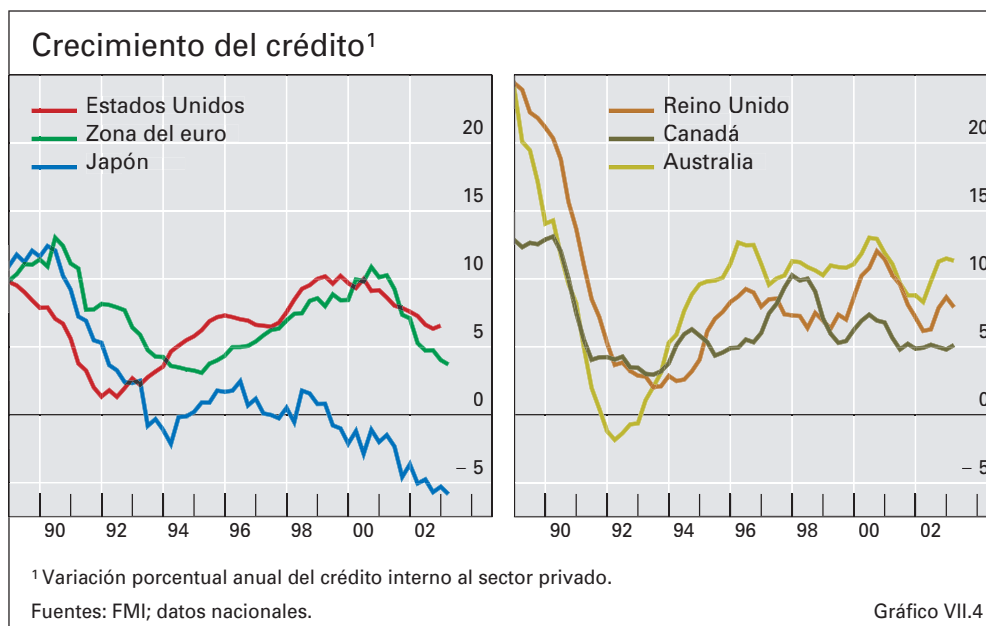


Gráfico VII.3

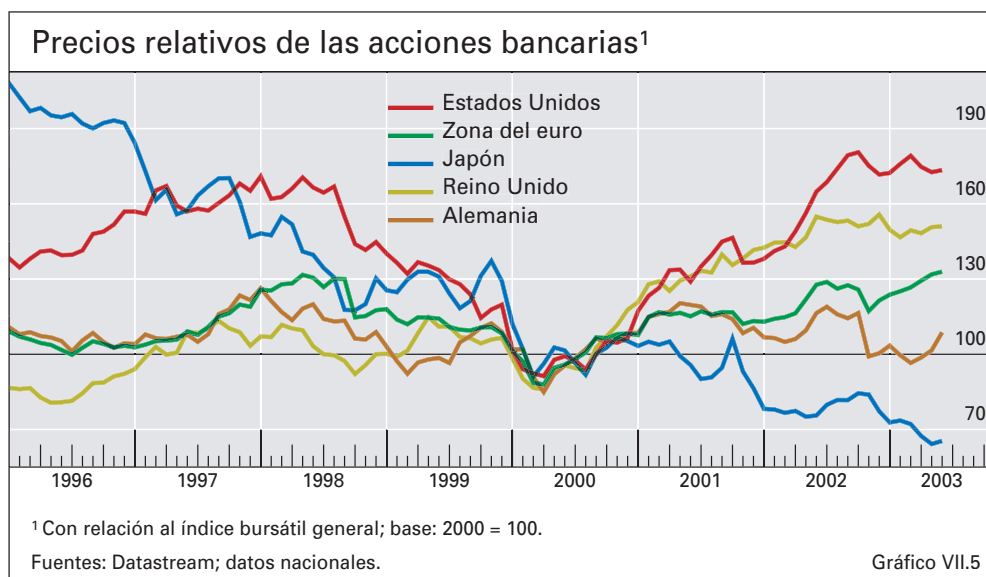


acciones, el débil gasto en inversión y el esfuerzo por parte de empresas no financieras por reforzar sus balances redujeron el ritmo de las fusiones, adquisiciones y ofertas públicas iniciales (véase el Gráfico VII.3). Resultó positivo que el crédito a los hogares permaneciera relativamente fuerte en muchos países, impulsando así el crecimiento generalizado del crédito y los beneficios de los prestamistas a los hogares (véase el Gráfico VII.4). Además, los esfuerzos constantes de los bancos para aumentar su eficiencia y reducir costes contribuyeron a mantener los ingresos.

... y de una línea de negocio a otra

En Estados Unidos, los bancos comerciales lograron obtener resultados muy positivos a pesar del entorno difícil, estimulando el precio de sus acciones con respecto al mercado en su conjunto (véase el Gráfico VII.5). Al expandirse la economía de Estados Unidos a un ritmo un poco más rápido

Los bancos de EEUU tuvieron un buen comportamiento ...

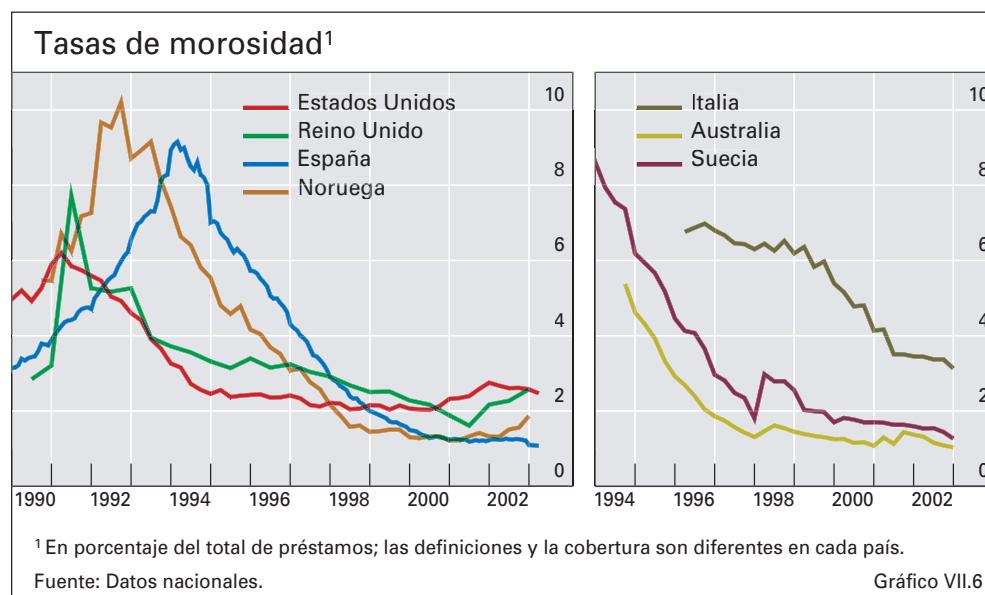


que en Europa o Japón, las insolvencias apenas variaron con respecto a 2001 y los indicadores generales de la calidad de los préstamos mejoraron ligeramente (véase el Gráfico VII.6). El fuerte gasto de los hogares en bienes de consumo (en especial automóviles) sostuvo el crédito al consumo y la continua fortaleza del mercado de la vivienda favoreció el crecimiento de las hipotecas. La rentabilidad del crédito hipotecario también se reforzó con el cobro de las comisiones derivadas del auge de las refinanciaciones hipotecarias. Un clima de bajos rendimientos, unido a una gran preocupación por el riesgo, fortaleció la afluencia de depósitos a los bancos, lo que mantuvo los costes de financiación bajos y sostuvo los márgenes de intermediación. Por último, el gasto no derivado de los intereses en proporción a los activos cayó en gran medida el año pasado, posiblemente como reflejo de los esfuerzos por recortar costes, aunque la reducción se debió asimismo a un cambio en el tratamiento contable del fondo de comercio.

... al igual que los bancos de la mayoría de los países europeos

Los resultados de los bancos europeos generalmente no fueron tan positivos como los de los estadounidenses, aunque sus ingresos en concepto de intereses y de comisiones permanecieron relativamente altos y las provisiones para insolvencias aumentaron sólo ligeramente. La clientela minorista y empresarial de origen local bien consolidada proporcionó una financiación a bajo coste y sustentó el ingreso por comisiones por parte de los bancos. Los beneficios del sector bancario aumentaron en algunos casos gracias a los buenos resultados obtenidos a través de la reducción de costes a través de la inversión en tecnología, la reestructuración y la racionalización de operaciones tras la consolidación de finales de los años 90. Al modificar precios y reestructurar sus carteras de productos, muchos bancos pudieron mantener el crecimiento de sus ingresos con relación a los costes, esfuerzo al que contribuyeron los aumentos de ingresos procedentes de la oferta de una nueva gama de productos destinados a los hogares.

La principal excepción la constituyó la banca alemana, en la que una confluencia de factores cíclicos e institucionales puso de relieve problemas

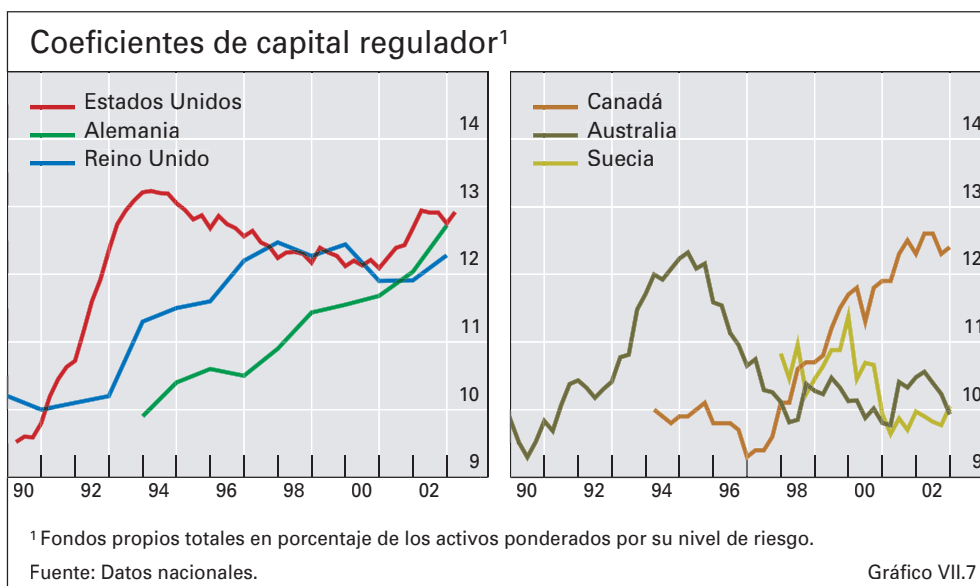


estructurales identificados hace tiempo. El sector bancario alemán se vio afectado por factores cíclicos, debido a la mayor gravedad de la desaceleración económica en su mercado interno. Además, los márgenes crónicamente reducidos, resultantes de un sistema bancario fragmentado y de la competencia intensa por parte de una serie de instituciones regionales respaldadas por el Estado, no lograron compensar las pérdidas por insolvencias, poniendo en peligro el colchón de capital acumulado durante la década de los 90. En el panorama actual, a algunos bancos les puede resultar difícil generar los beneficios que serían necesarios para hacer frente a una nueva reducción significativa de la calidad de los activos, aunque el sector bancario alemán se encuentra en conjunto adecuadamente capitalizado (véase el Gráfico VII.7). De hecho, debido a las presiones sobre los beneficios bancarios y a los esfuerzos por fijar el precio de tales préstamos en consonancia con los riesgos, los bancos alemanes podrían haber aumentado ya los márgenes en los préstamos a pequeñas y medianas empresas (lo que podría perjudicar a esas empresas). De cara al futuro, el esperado fin de las garantías gubernamentales explícitas a cajas de ahorro y bancos regionales en 2005 debería contribuir a suavizar las presiones sobre los márgenes de los bancos alemanes a más largo plazo.

Los bancos alemanes tuvieron que lidiar con grandes dificultades

Las condiciones bancarias en Japón continuaron difíciles, ya que la débil actividad económica y nuevas caídas de los precios aumentaron la presión para las entidades bancarias. Los bancos japoneses, apremiados por las nuevas normas de regulación para la valoración de los créditos concedidos a empresas en dificultades, adoptaron una actitud más agresiva para combatir los graves problemas de los préstamos en mora. En el ejercicio fiscal de 2002, los mayores bancos japoneses registraron pérdidas superiores a 3 billones de yenes en sus carteras de acciones y realizaron provisiones para insolvencias por un importe superior a 5 billones de yenes; así pues, las pérdidas registradas ese año ascendieron a más de 4 billones de yenes.

Los bancos japoneses continuaron batallando



A fin de aumentar su coeficiente de capital, estos bancos emitieron unos 2 billones de yenes en instrumentos de capital, entre los que se incluyen acciones ordinarias, preferentes y preferentes de conversión obligatoria (véase el Capítulo VI). Sin embargo, en algunos casos estos instrumentos se vendieron a otras partes vinculadas al banco o a clientes del banco que los emitía, por lo que no puede afirmarse que el nuevo capital reflejara la confianza por parte de inversionistas externos. A pesar de estas nuevas emisiones, los coeficientes de capital cayeron considerablemente en varios de los principales bancos japoneses, acabando el ejercicio fiscal en algunos casos muy por debajo del 10%, a pesar de las inyecciones previas de fondos públicos. Además, sus niveles actuales de capitalización pueden ser considerablemente inferiores a lo que parece, ya que una importante parte del capital representa activos impositivos diferidos que sólo pueden materializarse si los bancos generan beneficios importantes en un futuro cercano. De hecho, en respuesta a las dudas de los auditores en relación con las estimaciones de los beneficios futuros, un banco de grandes dimensiones redujo el valor anunciado de sus activos impositivos diferidos hasta el punto de provocar la intervención oficial.

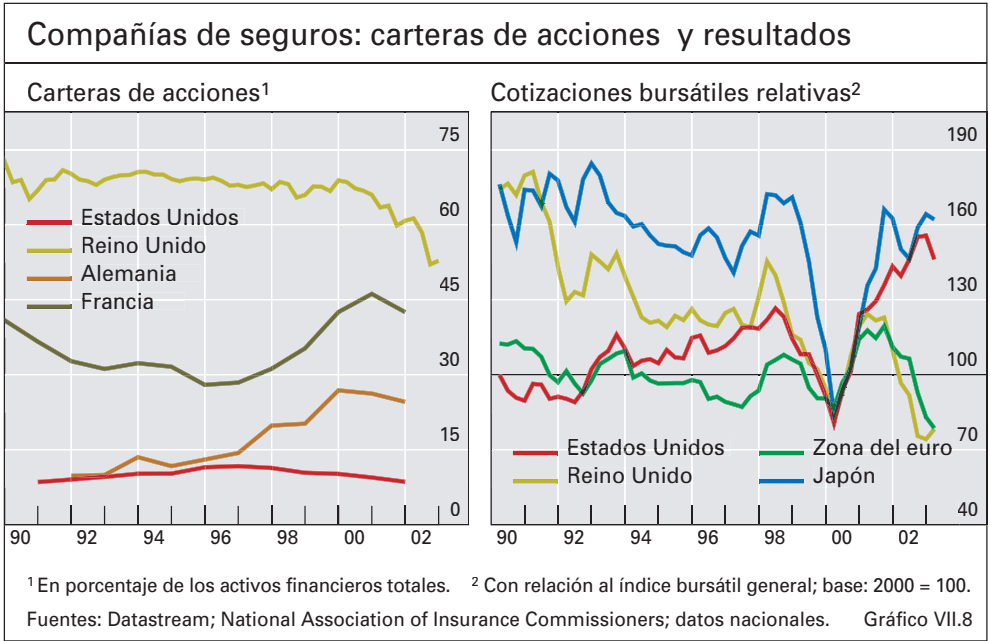
Compañías de seguros

El sector asegurador obtuvo peores resultados que los bancos ...

El pasado año, los resultados del sector asegurador fueron sustancialmente inferiores a los de los bancos, debido en gran medida a los escasos rendimientos de sus carteras de inversión en 2002, lo que redujo los beneficios e incluso provocó pérdidas. En cuanto a los seguros de vida, las ganancias se vieron aún más reducidas en este sector por los elevados rendimientos garantizados en las pólizas. En lo que se refiere a los seguros distintos a los de vida, incluido el reaseguro, los bajos rendimientos de la inversión quedaron compensados parcialmente con aumentos de los ingresos de explotación. Los ingresos en concepto de primas se fortalecieron y las reclamaciones por siniestros, que se habían disparado en 2001 como consecuencia de los atentados en Estados Unidos y de una serie de catástrofes naturales, volvieron a niveles más normales.

... debido a pérdidas de inversión

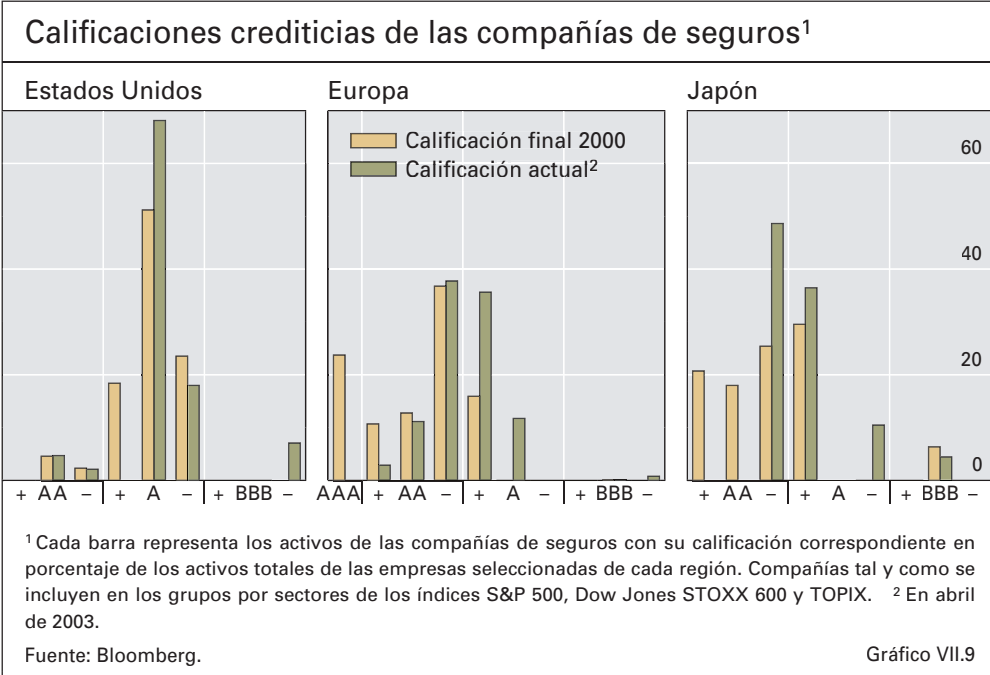
Los escasos rendimientos de las inversiones de las compañías de seguros se debieron a dos factores. Primero, los rendimientos de los nuevos instrumentos de renta fija se redujeron enormemente debido a la marcada relajación de la política monetaria. Más importancia tuvo la caída de los precios de las acciones y de los bonos corporativos, que redujo el valor de las carteras de las compañías de seguros. Además, con la legislación vigente en materia contable para las aseguradoras en muchos países es posible que todas estas pérdidas no se hayan reflejado todavía en las cuentas de las compañías. Analizando las distintas regiones, parece que unas mayores exposiciones en las bolsas están relacionadas con un menor rendimiento del precio de las acciones del sector asegurador (véase el Gráfico VII.8). Ejemplo de lo anterior son los resultados relativos del sector asegurador en el Reino Unido y en Estados Unidos. Las compañías de seguros británicas han mantenido tradicionalmente grandes carteras de acciones y se han visto seriamente afectadas por las actuales condiciones



del mercado, mientras que la mayoría de las compañías de seguros estadounidenses vieron limitada su exposición a los mercados bursátiles mediante regulación.

Las pérdidas en las inversiones, al igual que los escasos ingresos de explotación, amenazaron la solvencia de varias compañías de seguros en 2002. En algunos casos, las compañías respondieron recortando dividendos o emitiendo más capital para reforzar sus balances. En otros casos, algunas empresas aseguradoras vieron cómo se les reducía su calificación crediticia (véase el Gráfico VII.9), y algunas de menor tamaño quebraron. Las

Las calificaciones de las aseguradoras se vieron afectadas



reducciones de la calificación crediticia fueron más habituales en Europa y en Japón que en Estados Unidos. No obstante, a pesar de estos cambios, la calificación crediticia media de las compañías de seguros en Europa permaneció más elevada que en Estados Unidos.

Factores de la reacción

La capacidad de reacción del sector financiero refleja factores tanto cíclicos como estructurales

En la mayoría de los países industrializados, la capacidad de reacción mostrada recientemente por las entidades bancarias fue posible merced a factores cíclicos y estructurales. En lo que se refiere a los primeros, la última desaceleración de la economía ha sido atípica por cuanto que limitó el aumento de las pérdidas por préstamos con respecto a la experiencia reciente, a pesar de los considerables problemas a los que hicieron frente muchas empresas no financieras. En cuanto a los factores estructurales, es indudable que los sistemas de gestión del riesgo de los bancos han mejorado sustancialmente durante los últimos años y los cambios en los mercados financieros han facilitado la dispersión del riesgo de crédito a través del sector financiero.

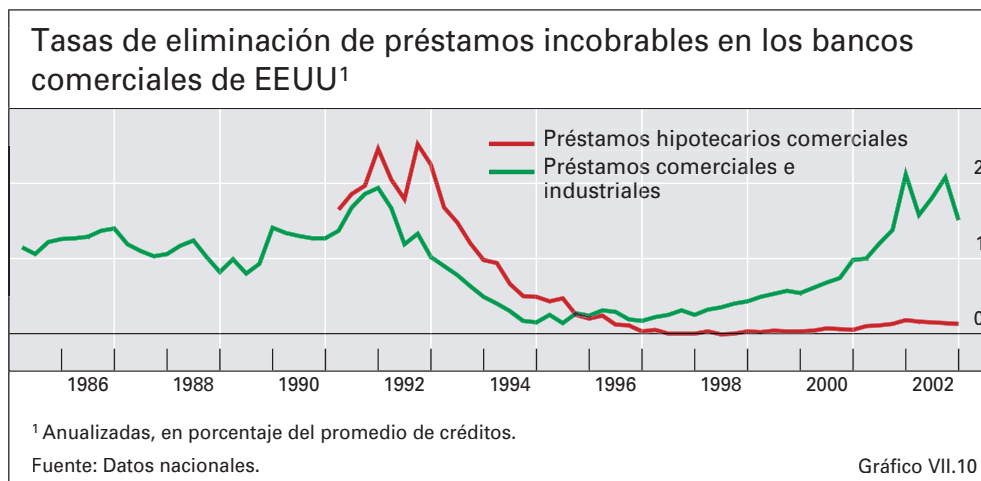
Factores cíclicos

El ciclo reciente ha sido atípico

Dos rasgos atípicos de la reciente desaceleración económica ayudaron a atenuar su impacto en los intermediarios, especialmente en los bancos. En primer lugar, como se analiza en el Capítulo II, esta desaceleración se debió principalmente a una remisión espontánea del auge impulsado por la inversión, que había ido acompañado de valoraciones excesivas de las acciones, y no tanto al resultado de un endurecimiento de la política monetaria para dar respuesta a crecientes presiones inflacionistas. En consecuencia, la política monetaria se volvió significativamente más laxa a medida que se fue desacelerando la economía. Los tipos de interés más bajos contribuyeron a la segunda característica atípica de la desaceleración, a saber, la relativa fuerza de los precios de la propiedad inmobiliaria. La vivienda siguió encareciéndose y los precios incluso se dispararon en algunos países (véase el Capítulo VI). Aunque los precios de los inmuebles comerciales se moderaron, en general no cayeron en la medida observada durante muchas desaceleraciones anteriores.

La calidad del crédito se deterioró menos que en ciclos anteriores ...

Con tipos de interés más bajos reduciendo la carga del servicio de la deuda y elevados precios de bienes inmuebles reforzando los balances, la calidad del crédito se deterioró bastante menos que durante desaceleraciones anteriores. Lo cierto es que la debilidad de la economía y la corrección de los excesos en una serie de sectores (incluido el sector de las telecomunicaciones y la tecnología informática) produjo un aumento sustancial de las pérdidas en los préstamos comerciales e industriales (véase el Gráfico VII.10). Sin embargo, las pérdidas derivadas de la financiación de bienes inmuebles, especialmente los créditos hipotecarios comerciales, siguieron situándose en niveles bajos. Por el contrario, aquellos inversionistas (sobre todo las compañías de seguros) que contaban con una mayor exposición a la renta variable y no tenían flexibilidad en los costes de sus pasivos sufrieron pérdidas



más sustanciales durante el ciclo reciente, a raíz del desmesurado descenso de los precios de las acciones y de la pronunciada caída de los tipos de interés a largo plazo.

El deterioro, relativamente leve, que sufrió el sector inmobiliario comercial en muchos países se explica en gran medida por la inexistencia de un auge en el sector durante la expansión anterior. Al contrario de lo ocurrido con los inmuebles destinados a vivienda, los precios de los inmuebles comerciales se mantuvieron bastante por debajo de sus máximos anteriores (véase el Cuadro VII.2). Asimismo, la actividad en el sector de la construcción permaneció en niveles moderados en la mayoría de los países. Así pues, cuando la economía se frenó, los aumentos de las tasas de desocupación de los inmuebles comerciales y los descensos de los alquileres y de los precios fueron por lo general moderados, lo que redujo la presión a la que estaban sometidos los prestatarios. Es cierto que los aumentos de las tasas de desocupación de los inmuebles comerciales tal vez no reflejen suficientemente la capacidad no utilizada, en la medida en que los actuales arrendatarios pueden querer subarrendar espacio que ya no necesitan. En tales casos, sin embargo, los propietarios siguen recibiendo su alquiler, lo que les permite cumplir, a su vez, con el servicio de sus deudas.

Al ser el exceso de construcción menos notorio que en el pasado, la evolución de los inmuebles comerciales dependió del vigor de la demanda de espacio. El continuo crecimiento del gasto de consumo en muchos países estimuló la demanda de inmuebles comerciales. Por el contrario, los locales de oficinas e industriales se vieron especialmente afectados en los mercados en los que la situación económica era débil, ya sea por un frágil comportamiento general, como en el caso de Alemania, o por problemas relativos a un sector concreto, como en Silicon Valley de Estados Unidos. Los bienes raíces comerciales en algunos centros financieros se vieron seriamente afectados por la disminución de la actividad de la banca de inversión, mientras que aquellos situados en ciudades con negocios más variados tuvieron una evolución más positiva.

... especialmente los créditos destinados a bienes inmuebles

El comportamiento de los bienes raíces comerciales dependió de la demanda

Precios del sector inmobiliario								
	Inmuebles de uso comercial ¹			Viviendas			Pro memoria: deuda de los hogares ²	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	Variación nominal ³		Nivel ⁴	Variación nominal ³		Nivel ⁴	Variación nominal ³	
	Nominal		Real	Nominal		Real	Nominal	
Alemania	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Australia	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Bélgica	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Canadá	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Dinamarca	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
España	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Estados Unidos	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Finlandia	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Francia	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Irlanda	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100
Italia	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Japón ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Noruega	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Países Bajos	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Reino Unido	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Suecia	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Suiza	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3

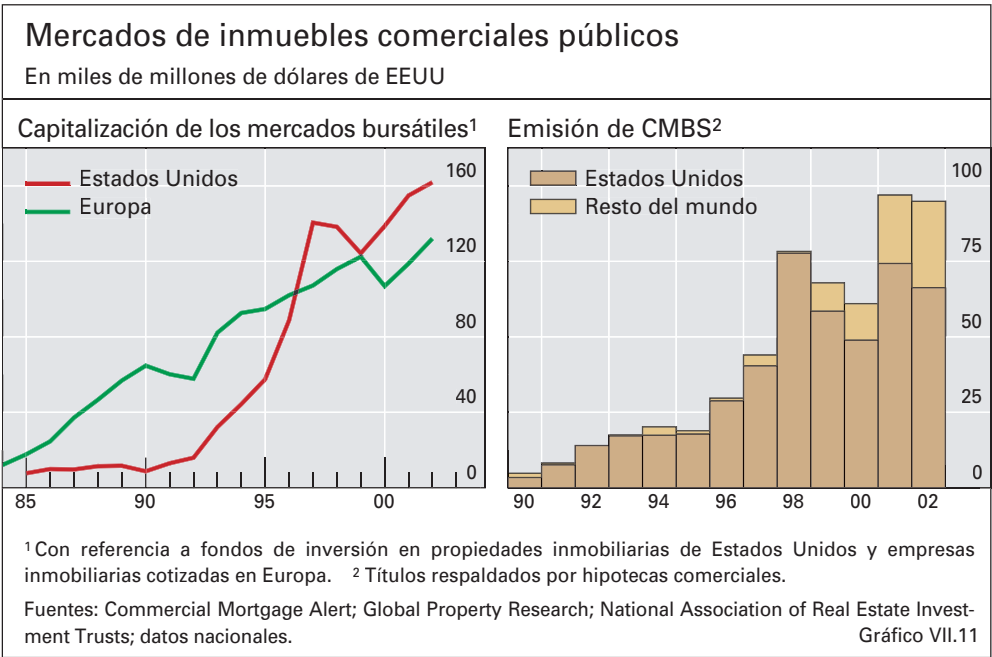
¹ Para Australia, Bélgica, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades. ² Concepto basado en las cuentas financieras en sentido amplio donde sea posible; de lo contrario, crédito bancario; cifras parcialmente estimadas. ³ Variación porcentual anual. ⁴ Periodo en el que los precios en términos reales de los inmuebles comerciales y residenciales alcanzaron su nivel máximo. ⁵ Precios del suelo.

Fuentes: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro VII.2

La falta de excesos refleja las pérdidas anteriores ...

La relativa falta de excesos en el mercado de inmuebles comerciales durante el último ciclo demostró la existencia de una serie de factores. Las pérdidas ocurridas durante el desplome del sector inmobiliario comercial a principios de la década de los 90 parecen haber inspirado cautela entre los inversionistas y prestamistas y un mayor escrutinio de los proyectos. Asimismo, la gradual absorción del exceso de capacidad posibilitado por la temprana ola de construcciones es probable que haya dificultado otras inversiones futuras. La mayor relevancia adquirida por las fuentes de financiación de mercado, incluidos los fondos de inversión inmobiliaria, las sociedades inmobiliarias que cotizan en bolsa y los títulos respaldados por hipotecas comerciales, también podrían haber contribuido a la relativa estabilidad del sector (véase el Gráfico VII.11). La evolución de estas fuentes de financiación abiertas al público aumentó sin duda la transparencia y la disciplina del mercado, al tiempo que permitió una mayor distribución de los riesgos, reduciendo así los riesgos asumidos por los prestamistas ante determinados proyectos. Por último, dichos instrumentos facilitaron el acceso al mercado inmobiliario comercial por parte de nuevos inversionistas, con el potencial de incrementar el flujo

... y una supervisión del mercado más de cerca

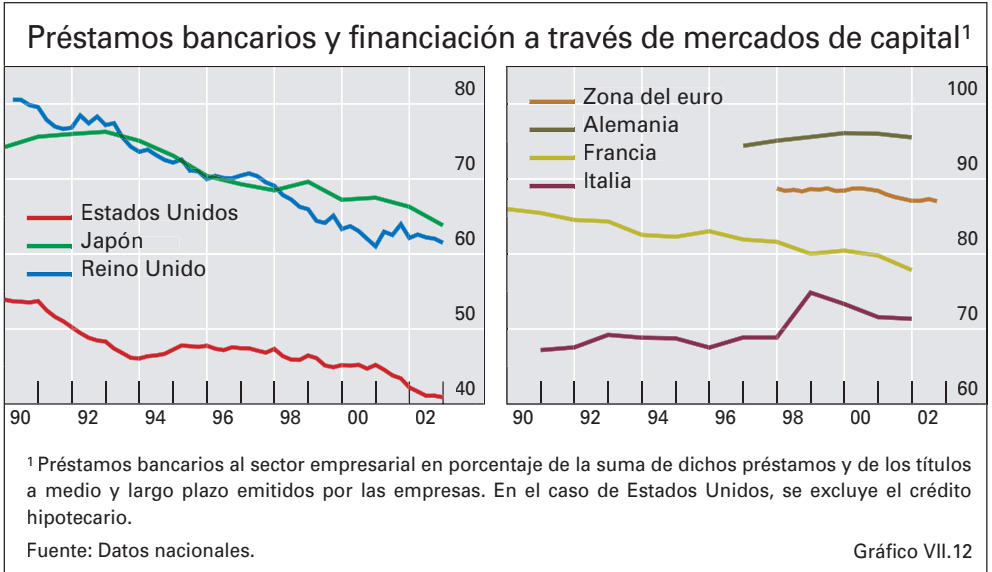


de fondos para proyectos en caso de que las fuentes de financiación tradicionales plantearan problemas.

Factores estructurales

A pesar de que las características del último ciclo ayudaron a reducir su repercusión en las instituciones financieras, especialmente en el caso de los bancos, otros dos acontecimientos también posibilitaron este resultado. En primer lugar, en muchas economías se ha producido durante los últimos años un desplazamiento general de la financiación de las empresas desde los préstamos bancarios hacia la financiación a través de los mercados de capital (véase el Gráfico VII.12). En consecuencia, las pérdidas que hubieran tenido que absorber los bancos en desaceleraciones anteriores

La mejora en la dispersión del riesgo de crédito se vio respaldada por ...



se distribuyeron en esta ocasión entre los inversionistas de cartera. En segundo lugar, los riesgos se dispersaron mejor dentro del sector bancario, estando las concentraciones del riesgo, en términos generales, mejor contenidas que en el pasado.

... una mejor
gestión del riesgo
de crédito ...

Esta circunstancia se vio respaldada por el empleo de mejores técnicas de medición y gestión del riesgo de crédito por parte de los bancos. En concreto, los bancos se beneficiaron de mejoras en las tecnologías informáticas que facilitan la evaluación y fijación de precios del riesgo del prestatario y ayuda a realizar un seguimiento de las posibles concentraciones de riesgo. Esta mayor atención al riesgo por parte de los bancos también respondió a las presiones tanto de los mercados financieros como de los supervisores, en el sentido de mejorar la valoración del riesgo, elevar el nivel de capital y perfeccionar la eficiencia con la que se utiliza.

... y mercados
más amplios para
los instrumentos de
transferencia del
riesgo:

Dicha mejora de la distribución del riesgo también fue posible gracias al desarrollo de los mercados financieros tradicionales y a la aparición de algunos nuevos, como el mercado de bonos de empresas, el de préstamos sindicados, los mercados de bonos de titulización de activos y los de derivados de crédito.

El desplazamiento de la financiación desde los bancos hacia los mercados de bonos durante los últimos años reflejó algunos factores tanto de oferta como de demanda. El coste y la disponibilidad de la financiación mediante bonos han mejorado con la expansión del mercado de títulos de alto rendimiento, especialmente en Estados Unidos, así como con el desarrollo del mercado de renta fija europeo a partir de la introducción del euro en 1999. Asimismo, al estar situados los diferenciales de los bonos en niveles próximos a mínimos históricos, muchas empresas habrían decidido aprovechar los costes de financiación a tipos de interés fijo más reducidos y evitar el riesgo de refinanciación sustituyendo el crédito a corto plazo (incluidos los préstamos bancarios) por bonos (véase el Capítulo VI). Este desplazamiento hacia una financiación a largo plazo también se vio favorecido por una menor disposición de los bancos a ofrecer líneas de crédito de respaldo para las emisiones de deuda comercial, lo que estuvo muy en consonancia con la mejora de las evaluaciones de los riesgos derivados de dichas líneas.

préstamos
sindicados ...

En el mercado de préstamos sindicados a empresas, los bancos transfirieron una importante cantidad de riesgo de crédito hacia inversionistas no bancarios, como compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos de cobertura y sociedades de titulización. Durante los últimos años, estos inversionistas representaron aproximadamente una décima parte del volumen de los créditos sindicados estadounidenses y los créditos que aceptaron conllevaron significativamente mayor riesgo que los de los bancos (véase el Cuadro VII.3). Los resultados mucho peores de estos créditos posiblemente reflejaron la mayor disposición de los inversionistas no bancarios a asumir riesgos, así como las ventas de préstamos en dificultades que realizaron aquellos bancos que deseaban limitar el deterioro de sus propias carteras. De hecho, la actividad secundaria con préstamos en dificultades en el mercado de préstamos sindicados aumentó de forma considerable en los últimos años.

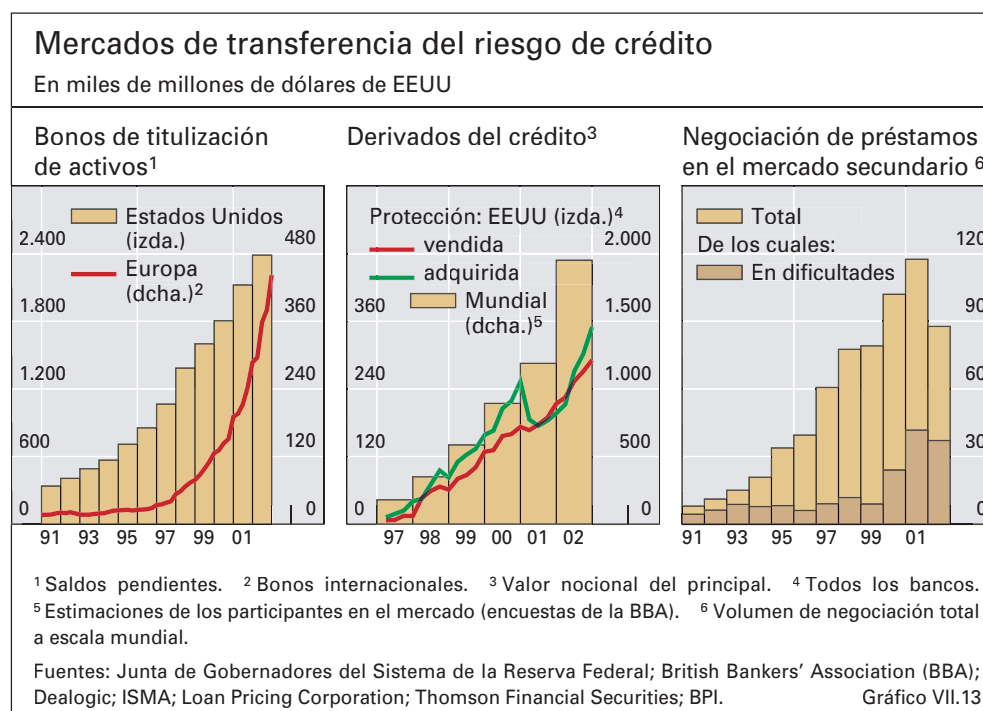
Créditos sindicados en EEUU ¹								
	Porcentaje de créditos totales ²			Pro memoria: <i>Créditos totales (miles de millones de dólares)</i>	Porcentaje clasificado ³			
	Bancos de EEUU	Entidades bancarias extranjeras	Entidades no bancarias		Bancos de EEUU	Entidades bancarias extranjeras	Entidades no bancarias	Créditos totales
2000	48	45	7	1.951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2.050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1.871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Incluye tanto préstamos pendientes como compromisos sin utilizar. ² Volumen en dólares de los créditos de cada grupo de instituciones, en porcentaje del volumen total de créditos en dólares. ³ Volumen en dólares de los créditos clasificados como "inferiores", "dudosos" o "fallidos" por expertos, en porcentaje del volumen total de créditos en dólares.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Cuadro VII.3

Los intermediarios también han utilizado cada vez más el mercado de bonos de titulización de activos con el fin de recortar sus exposiciones al riesgo en una gran variedad de créditos. El volumen en circulación de bonos de titulización de activos (*asset-backed securities*) ha aumentado de forma considerable durante los últimos años en Estados Unidos y especialmente en Europa, donde creció a tasas que excedieron el 50% anual (véase el Gráfico VII.13). En Estados Unidos, que cuenta con el mayor de estos mercados, los activos que más se utilizaron para respaldar los títulos fueron hipotecas para adquisición de vivienda. Los préstamos al consumo y a empresas, así como los derechos de cobro comerciales se utilizan también para respaldar volúmenes significativos de bonos de titulización de activos. En líneas generales, Europa sigue una pauta similar.

... bonos de titulización de activos ...



... y derivados
de crédito

El mercado de derivados de crédito, entre los que se incluyen los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), los pagarés con vinculación crediticia (*credit-linked notes*), los *swaps* de rendimiento total (*total return swaps*) y otros instrumentos derivados similares, se expandieron con enorme rapidez durante los últimos años. El valor nominal del principal de estos contratos casi se ha multiplicado por diez desde finales de la década de los 90, hasta alcanzar un valor cercano a los 2 billones de dólares el año pasado. Sin embargo, esta elevada cifra en cierta medida refleja las transacciones y operaciones de creación de mercado, más que las posiciones netas utilizadas para cubrirse o asumir riesgo de crédito. Así, por ejemplo, desde 1997 los bancos estadounidenses adquirieron protección en el mercado de derivados de crédito por un valor prácticamente idéntico al de sus ventas de protección crediticia, habiendo aumentado ambas cifras desde entonces de unos niveles insignificantes hasta los aproximadamente 300–350 mil millones de dólares alcanzados a finales de 2002. Con el tiempo, la posición neta del conjunto de los bancos estadounidenses fluctuó ampliamente con respecto a sus posiciones brutas, siendo algunos bancos en ocasiones incluso vendedores de protección. A pesar de todo, a finales del año pasado, los bancos de Estados Unidos compraron protección crediticia por un valor neto de 60 mil millones de dólares, lo que supuso aproximadamente el 8% de sus préstamos comerciales e industriales.

Los bancos son
compradores netos
de protección
crediticia ...

En una reciente encuesta realizada por Fitch Ratings entre muchas de las principales instituciones financieras de Estados Unidos y Europa, se informa sobre el tamaño y la estructura del mercado de derivados de crédito en otoño de 2002 (véase el Cuadro VII.4). Las posiciones brutas asumidas por los encuestados en el mercado de derivados crediticios ascendieron a 1,2 billones de dólares en términos de su valor principal nominal, alcanzando las obligaciones de deuda garantizada otros 117 mil millones de dólares. La mayoría de estas posiciones correspondió a los bancos, si bien las compañías de seguros y los avalistas también asumieron riesgos importantes. Para el total de instituciones encuestadas, sus posiciones netas fueron considerablemente más reducidas que las brutas. En el momento de realizarse la encuesta, tanto los bancos estadounidenses como los europeos eran compradores netos de protección crediticia, mientras que las compañías de seguros y, como es de esperar, las compañías de cauciones y avales fueron importantes vendedoras netas. En Europa, los mayores bancos habían comprado protección a los bancos regionales de segundo orden, en un intento de obtener rendimientos más atractivos y diversificar sus riesgos de crédito.

... mientras que
las compañías de
seguros son
vendedoras netas

Estos mercados
también permiten
la transferencia de
riesgo entre países

Las instituciones financieras utilizaron estos mercados en diversa medida para transferir riesgos a otros países y a otros sectores. La transferencia transfronteriza de riesgos pareció ser especialmente amplia en el caso de los préstamos sindicados y de bonos de empresas. En el mercado de préstamos sindicados, las organizaciones bancarias europeas y japonesas representaron aproximadamente un 30% de los préstamos sindicados concertados con prestatarios estadounidenses en los últimos años (véase el Cuadro VII.5). Por el contrario, los bancos de Estados Unidos y Japón

Posiciones en derivados de crédito ¹							
A finales de septiembre de 2002, en miles de millones de dólares de EEUU							
	Swaps de incumplimiento crediticio	Productos de cartera	Bonos con vinculación crediticia	Swaps de rendimiento total	Otros	Total ²	Pro memoria: ODC ³
	Posiciones brutas ⁴						
Total	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1.184,4	117,4
Estados Unidos	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Bancos	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Compañías de seguros	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Avalistas financieros	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Bancos	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Compañías de seguros	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
	Posiciones netas ⁴						
Total	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
Estados Unidos	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Bancos	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Compañías de seguros	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Avalistas financieros	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Bancos	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Compañías de seguros	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...
¹ Recopilación del resultado de encuestas realizadas a aproximadamente 150 participantes en los mercados de derivados del crédito, con énfasis en aquellos que venden protección del crédito. ² Los valores para otras regiones son 13,9 mil millones de dólares (brutos) y 8,7 mil millones de dólares (netos). ³ Obligaciones de deuda con colateral; el total para otras regiones es 0,6 mil millones de dólares. ⁴ Las "posiciones brutas" intentan plasmar las ventas brutas agregadas de protección del crédito para las contrapartes y miden la pérdida máxima en caso de quiebra de todas las entidades de referencia en tales contratos. Por el contrario, las "posiciones netas" reflejan las ventas netas agregadas de protección del crédito, teniendo en cuenta cualquier posición opuesta en la misma entidad de referencia. Las definiciones específicas de exposiciones brutas y netas difieren según los encuestados dependiendo en parte de los sistemas de información internos.							
Fuente: Fitch Ratings.							Cuadro VII.4

proporcionaron alrededor de un 20% de los créditos sindicados concedidos a empresas en Europa. A pesar de no existir datos similares disponibles para el mercado de bonos de titulización de activos, los bonos de empresas estadounidenses en manos de extranjeros han aumentado sustancialmente en los últimos años, hasta alcanzar los 1,3 billones de dólares a finales de 2002, lo que representa más del 20% de la cantidad total existente.

Por el contrario, la escasa información disponible no sugiere que la utilización de derivados de crédito haya generado grandes transferencias transfronterizas netas de riesgo de crédito. Tomada en su conjunto, la encuesta anteriormente citada no muestra ventas netas de protección en unas regiones y compras netas en otras. A escala institucional, un reciente sondeo entre

Préstamos sindicados mundiales a prestatarios no financieros						
En porcentaje						
Nacionalidad de los prestatarios ¹	Nacionalidad de los proveedores de fondos					<i>Pro memoria: Proporción con respecto al crédito bancario³</i>
	Estados Unidos	Zona del euro	Reino Unido	Japón	Otros ²	
Estados Unidos						
1993–95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996–99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000–02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Zona del euro						
1993–95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996–99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000–02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Reino Unido						
1993–95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996–99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000–02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japón						
1997–99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000–02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ Residencia del prestatario. ² Incluye préstamos de origen indeterminado. ³ Promedio de los nuevos acuerdos de préstamos sindicados durante el periodo, incluyendo tramos utilizados y no utilizados, en porcentaje del promedio de los préstamos bancarios totales pendientes a entidades no financieras. ⁴ 1997–99.

Fuentes: Dealogic Loanware; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.5

grandes bancos estadounidenses indica que una gran mayoría de sus tenencias de *swaps* de incumplimiento crediticio (el derivado de crédito más común) estaba suscrita con contrapartes estadounidenses.

Vulnerabilidades

Mientras que las instituciones financieras han salido relativamente bien paradas del último ciclo, todavía existen riesgos que afectan a la continuidad de su solidez financiera. Los riesgos más importantes se hacen eco de la incertidumbre que reina en el panorama macroeconómico. Está claro que la inesperada debilidad de la economía actual podría reducir el valor de los activos todavía más y añadir presión a la situación patrimonial. Además de estos riesgos de carácter cíclico, algunas instituciones también se enfrentan a los riesgos legal y de reputación con respecto a su comportamiento durante el auge económico de finales de los años 90, sin olvidar que la posible fragilidad de los jóvenes mercados de transferencia del riesgo de crédito podría conllevar riesgos para los participantes.

Riesgos cíclicos

El principal factor común a una serie de riesgos potenciales para las empresas financieras es la evolución de la economía mundial. La opinión mayoritaria acerca de una recuperación paulatina hacia el crecimiento potencial podría,

con el tiempo, producir una mejora de la calidad de los activos y, por ende, aumentar las ganancias de las empresas financieras. Sin embargo, un periodo más prolongado de debilidad económica o incluso una nueva desaceleración, podría presionar a las instituciones al erosionar todavía más las protecciones que han sustentado hasta el momento su capacidad de reacción.

La prolongada debilidad económica es el riesgo principal

Es probable que la debilidad de los precios de los activos pudiera resultar fundamental en cualquiera de las circunstancias anteriores. En el momento en que se redacta este Informe, las valoraciones de los mercados bursátiles, a pesar de su prolongada caída, permanecen relativamente elevadas a la espera de que se cumplan las expectativas sobre una fuerte recuperación de las ganancias en el futuro próximo (véase el Capítulo VI). Asimismo, la experiencia indica que los precios de las acciones tienden a sobrevalorarse al final de grandes correcciones, por lo que podrían bajar todavía más si la recuperación económica se retrasara lo suficiente. De igual modo, los precios de la propiedad inmobiliaria han dado muestras de contenerse en los últimos meses (véase el Capítulo VI). No cabe duda de que la continua debilidad de la economía podría provocar importantes caídas, al menos en aquellos mercados que registraron un mayor crecimiento en los últimos años. Además, el creciente uso de financiación a través del mercado que está haciendo el sector inmobiliario comercial podría resultar un arma de doble filo. La demanda de seguridad y liquidez por parte de los inversionistas podría muy bien intensificarse si se deterioraran las condiciones del mercado, lo que reduciría los precios de los títulos respaldados con hipotecas comerciales, como ocurrió en otoño de 1998.

Importancia de los precios de los activos

Dada la estructura de sus carteras, las compañías de seguros son las que están expuestas más directamente a otra caída sustancial de los precios de estos activos, especialmente en un entorno de tipos de interés bajos. Unas capitalizaciones seriamente dañadas apenas dejan margen de maniobra, a lo que hay que sumar que un deterioro en las condiciones del mercado podría complicar esfuerzos adicionales por emitir más títulos. Asimismo, de producirse más ventas urgentes de valores por parte de las aseguradoras, podría agravarse la caída de los precios de las acciones.

Las compañías de seguros son las más vulnerables

En los últimos años, el valor de las carteras de los fondos de pensiones de empresas cayó pronunciadamente ante unos precios de las acciones más reducidos, quiebras empresariales y diferenciales de crédito más amplios. Los fondos de pensiones también se vieron afectados por los bajos tipos de interés, que aumentaron el valor actuarial de sus pasivos. Ante la decreciente cobertura de estos pasivos, muchas empresas, en general grandes sociedades industriales con plantillas de cierta edad, tuvieron que aumentar sus contribuciones a los planes de pensiones en un momento en el que los beneficios ya estaban cayendo. Asimismo, teniendo en cuenta las prácticas contables actuales en muchos países, es probable que los elevados costes de las pensiones sigan pesando en los beneficios declarados por aquellas empresas que cuentan con grandes planes de jubilación con prestaciones definidas, lo que retrasaría el impacto que tendría una recuperación económica en sus cotizaciones en bolsa. En algunos casos, las preocupaciones acerca del impacto que podrían tener unos planes de pensiones con

insuficiente capitalización sobre las estructuras de capital de las empresas dispararon las reducciones de las calificaciones crediticias y aumentaron los costes de financiación (véase el Capítulo VI).

Los planes de pensiones también podrían verse afectados

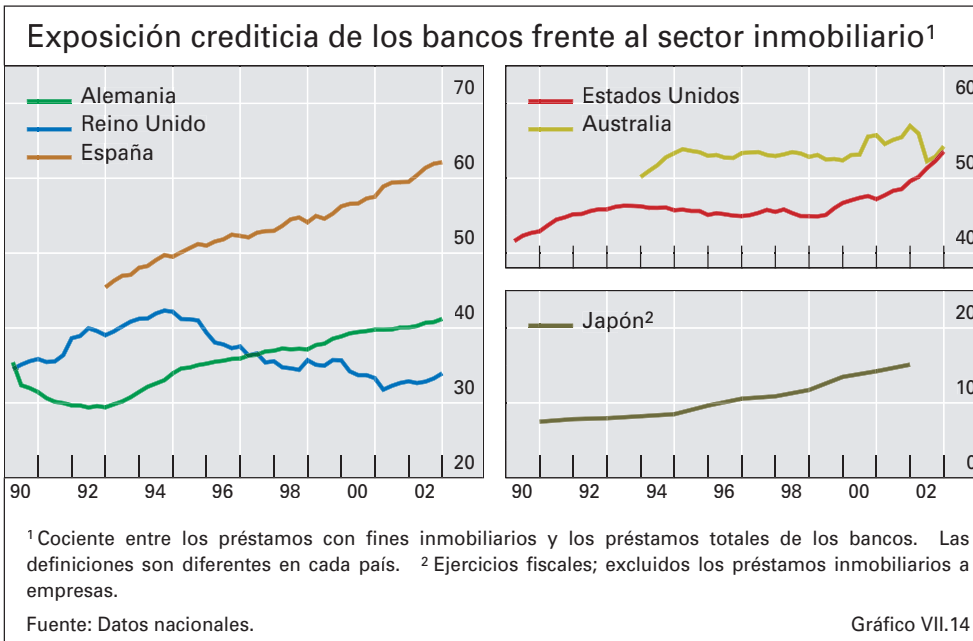
Una mayor caída del precio de los activos podría ejercer todavía más presión en la situación financiera de los planes de pensiones con prestaciones definidas y en las empresas que los respaldan. Al estar los participantes en el mercado más al tanto de los efectos que podrían tener los pasivos de los planes de jubilación en los balances de las empresas, es posible que siga aumentando la sensibilidad de los precios de los bonos y acciones al estado de las pensiones. Cabe añadir que en muchas jurisdicciones se han llevado a cabo o es probable que se produzcan modificaciones de las normas y prácticas que rigen el tratamiento contable de estas partidas del balance y su relación con los ingresos registrados por las empresas. Dichas modificaciones podrían complicar la gestión de los descensos en los valores de los activos, ya que suelen restringir la flexibilidad con la que cuentan actualmente las empresas a la hora de amortizar en un plazo más largo el impacto que tiene en sus ganancias la escasez de fondos para planes de pensiones.

Los efectos adversos sobre los bancos podrían tardar más en surgir

Un periodo prolongado de debilidad económica, acompañado de unos precios de los activos inferiores, también podría hacer mella en la situación financiera de los bancos, si bien estos efectos podrían tardar más en manifestarse. A pesar de algunas iniciativas recientes destinadas a sanear los balances, la carga de la deuda que soportan las empresas continúa siendo pesada en muchos países, al tiempo que un continuo crecimiento débil, al reducir los ingresos y beneficios de las empresas, podría disparar las pérdidas que sufren los bancos en los préstamos a empresas. En concreto, las entidades bancarias siguen manteniendo considerables riesgos frente a empresas pertenecientes a sectores frágiles, como las tecnologías informáticas, los medios de comunicación, las telecomunicaciones y los servicios de viajes. El abaratamiento de los inmuebles también podría ser perjudicial para los bancos, porque en muchos países sus préstamos respaldados por bienes raíces representan una proporción muy elevada, que en algunos casos incluso ha aumentado recientemente (véase el Gráfico VII.14). Si el crecimiento de la renta y del empleo permanece escaso y los precios de la vivienda más bajos limitan la flexibilidad que ofrece la utilización del patrimonio inmobiliario, la calidad de los préstamos destinados a adquisición de vivienda podría muy bien deteriorarse más allá del sector de baja calidad crediticia, el cual ya ha dado muestras de soportar una tensión considerable. Una economía más débil y los descensos en los precios de los inmuebles podrían también presionar sobre los créditos hipotecarios con fines comerciales, socavando así una fuente de vigor tanto para bancos como para compañías de seguros durante la reciente desaceleración.

Algunas instituciones pueden verse expuestas a un aumento de los tipos de interés

Un periodo sostenido de debilidad económica podría producir una subida de los tipos de interés a largo plazo, ya sea al socavar las finanzas del sector público o al desencadenar una huida hacia la liquidez en respuesta a una mayor incertidumbre. Esta circunstancia podría poner en peligro a las instituciones financieras con gran exposición a las variaciones de los tipos de interés. Si bien algunos participantes en el mercado pueden preferir estas exposiciones



ante unas expectativas de tipos de interés estables o a la baja, para otros esta opción puede representar la falta de alternativas atractivas, como en el caso de los bancos japoneses. Además, algunas instituciones pueden tener dificultades para cubrir sus posiciones complejas en tipos de interés, como ocurre con las empresas hipotecarias respaldadas por el Gobierno de Estados Unidos, que se enfrentan al riesgo que supone la incertidumbre de una amortización anticipada de las hipotecas. Asimismo, en cuanto empiece la subida, podría verse impulsada por las reducciones de la liquidez del mercado si dicho aumento hace que algunos participantes en el mercado decidan no contratar o no crear mercado, como ocurrió cuando subieron los tipos de interés a principios de 1994. Por supuesto, una recuperación económica anticipada también podría aumentar los tipos de interés, aunque en ese caso los aumentos de la renta y del precio de los activos podrían ayudar sin duda a mitigar los riesgos para las instituciones financieras.

Otros riesgos

Incluso en el caso de que se afiancen los valores de los activos a medida que avanza la recuperación gradual de la economía mundial, algunas instituciones podrían hacer frente a otras dificultades, lo que en cierta medida es un legado del auge del mercado financiero a finales de la década de los 90. Los riesgos de reputación y legal resultantes de las actuaciones de las instituciones durante ese periodo, así como los posibles problemas en la operativa de los nuevos mercados para la transferencia del riesgo de crédito, son dos ejemplos de estas fuentes de vulnerabilidad. Estos riesgos resultan más difíciles de valorar y posiblemente están menos generalizados que aquellos procedentes de la debilidad económica y de los precios más bajos de los activos. Sin embargo, podrían causar problemas a las grandes instituciones financieras y, dependiendo de las circunstancias, las consecuencias últimas pueden tener un impacto más amplio.

Los riesgos de reputación y legal para las mayores instituciones

En esta coyuntura, es difícil dilucidar cuáles son los riesgos de reputación y legal a los que podrían enfrentarse los principales bancos de inversión como resultado de los negocios que realizaron a finales de los años 90. Una serie de grandes empresas financieras con negocios en Estados Unidos han alcanzado recientemente un acuerdo con las autoridades federales y estatales sobre aspectos relacionados con los estudios de inversión y la gestión de las ofertas públicas iniciales. Dicho acuerdo impone costes sustanciales, aunque aceptables, para la industria, si bien no impide posibles diligencias posteriores por parte de las autoridades con relación a interrelaciones cuestionables con Enron u otras empresas en dificultades, ni tampoco restringe posibles acciones judiciales emprendidas por inversionistas privados.

A finales de 2002, dos grandes bancos estadounidenses constituyeron reservas para cubrir los anticipos relacionados con cualquiera de estas investigaciones o litigios. Dada la incertidumbre inherente a estas cuestiones jurídicas, el gran número de demandantes potenciales y la posible magnitud de los daños y perjuicios solicitados, no es fácil estimar el nivel más adecuado para estas reservas, por lo que los costes que resulten al final podrían exceder fácilmente las reservas acumuladas hasta la fecha. Por lo tanto, en el peor de los casos, las instituciones podrían enfrentarse a título individual a una reducción de su calificación crediticia y a mayores problemas de liquidez.

Los nuevos mercados para la transferencia del riesgo de crédito inquietan por su opacidad ...

La dependencia de algunas empresas financieras de los mercados para transferir riesgo de crédito plantea una serie de consideraciones. En primer lugar, a pesar de que estos mercados han logrado solucionar diversas quiebras de empresas de renombre, no se pueden descartar futuros problemas, ya que estos mercados son relativamente nuevos y no se han puesto a prueba en momentos de gran tensión. Preocupa especialmente la falta de transparencia de los mercados en cuanto a la distribución última de los riesgos de crédito, de modo que algunos participantes pueden asumir más riesgos que otros o pueden estar haciéndolo en mayor medida de lo que saben las autoridades financieras. Además, el protagonismo de algunas instituciones financieras importantes, sumado a los lazos que las vinculan, hace que los problemas puedan dispersarse de una empresa a otra a pesar de los esfuerzos por parte de los participantes en el mercado por limitar sus exposiciones. En el caso de que estas transmisiones dañen la liquidez y la capacidad del mercado, otros participantes pueden tener dificultades para gestionar sus riesgos de crédito, lo que podría producir una disminución de la disponibilidad del crédito y un aumento de sus costes.

... riesgo de concentración ...

... y conflictos de interés

Un segundo riesgo para estos mercados refleja una cuestión estructural de mayor trascendencia. Muchas de las instituciones financieras que utilizan derivados de crédito para gestionar sus posiciones crediticias mantienen lazos de financiación o de suscripción con las empresas cuyos riesgos están negociando. Por ello, estas instituciones podrían tener acceso en ocasiones a información privada que podría conferirles una ventaja desleal con respecto a otros participantes del mercado que no tienen acceso a dicha información. La actividad comercial basada en esta información confidencial puede constituir un delito y podría desalentar a contrapartes potenciales. En principio, las

instituciones financieras cuentan con mecanismos internos para garantizar que los operadores no tengan acceso a información restringida o no puedan utilizarla en sus operaciones. Sin embargo, estos mecanismos podrían limitar, quizás de forma significativa, la capacidad de las instituciones para utilizar derivados crediticios para gestionar el riesgo de sus créditos.

Múltiples canales de financiación y capacidad de reacción del sector financiero

El ciclo actual supone un distanciamiento respecto a la experiencia habitual en el pasado en cuanto a las causas de la desaceleración y al comportamiento del sector financiero. Además, también plantea algunos interrogantes con respecto a los papeles complementarios que desempeñan la intermediación de balance y la intermediación de mercado para hacer frente a las tensiones financieras. Así pues, la experiencia reciente señala la importancia de comprender los puntos fuertes y débiles de ambos canales de intermediación.

La financiación de balance y de mercado se complementan

El valor económico del sistema financiero viene medido por su capacidad de canalizar recursos de los ahorradores a los usuarios productivos y de distribuir el riesgo entre aquellos que están más dispuestos a asumirlo y son más capaces de hacerlo. A este respecto, el mejor sistema es aquél que realiza estas funciones de forma eficiente y es menos susceptible a las alteraciones y los estrangulamientos.

La principal ventaja de la intermediación de balance es su mayor capacidad de superar obstáculos de información y de incentivos mediante el seguimiento y las relaciones múltiples a más largo plazo. Sin embargo, como los intermediarios normalmente asumen el riesgo de crédito resultante en sus propias cuentas, el margen de diversificación se ve constreñido por el tamaño del balance y por los costes fijos que conlleva la participación en relaciones intensivas en información.

La financiación de balance puede ayudar a subsanar problemas de información y de incentivos ...

La intermediación de mercado, por el contrario, permite una mejor dispersión del riesgo a través del sistema, siempre y cuando los inversionistas últimos mantengan sus carteras debidamente diversificadas. Esta inversión diversificada se basa, por un lado, en la disponibilidad de información de acceso público, de tal modo que todos los inversionistas puedan valorar los riesgos y rendimientos de las diversas inversiones, y por el otro, en unos costes de transacción bajos que permitan un fácil ajuste de las carteras ante la divulgación de nueva información sobre las empresas. Por consiguiente, los valores negociables y las normas que rigen la divulgación y la manipulación de la información resultan fundamentales para conseguir un sistema de mercado eficaz.

... aunque la financiación de mercado puede mejorar la diversificación

La capacidad de alternar fácilmente entre los canales de intermediación de balance y de mercado resulta muy deseable para un sistema financiero. Los sistemas que ofrecen dicha flexibilidad tienden a ser más sólidos que aquellos que dependen de un sólo tipo de intermediación. En otras palabras, ambos sistemas ofrecen una forma de diversificación para el sistema en su conjunto, ya que las perturbaciones en uno de ellos se pueden mitigar aumentando la utilización del otro. Asimismo, en la medida en que los conglomerados

Redundancia útil en momentos de tensión

financieros participan tanto en la provisión directa de crédito como en la suscripción y creación de mercado, pueden gozar de un flujo de ingresos más regular que las empresas más especializadas.

Al mismo tiempo, las aparentes ventajas económicas que ofrece el contar con canales de financiación alternativos puede verse erosionada por la consolidación de las grandes entidades financieras. Desde el punto de vista de una empresa, el acceso a una amplia gama de funciones y productos debe ofrecer oportunidades de marketing cruzado y diversificación que pueden impulsar la rentabilidad y reducir el riesgo. Sin embargo, desde la perspectiva de la estabilidad sistémica, los grandes conglomerados pueden crear nuevos riesgos. Al participar cada vez más las mismas instituciones en ambos tipos de actividad financiera, es una misma base del capital la que sustenta la intermediación dentro del balance, los servicios de banca de inversión y las funciones de creación de mercado (véase el Cuadro VII.6). El resultado es que las pérdidas sufridas en una actividad

La consolidación puede reducir esta redundancia ...

... ya que ambos canales pueden estar respaldados por la misma base del capital ...

Medidas de concentración en líneas de productos financieros				
En porcentaje				
Cinco instituciones principales en:	Participación de las instituciones en: ¹			
	Suscripción de bonos internacionales	Suscripción de acciones internacionales	Acuerdos sobre facilidades de préstamos sindicados	Total de derivados
Suscripción de bonos				
1991-93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
Suscripción de acciones				
1991-93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
Acuerdos sobre préstamos sindicados				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
Operaciones con derivados				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Participación porcentual en el volumen total de actividad en una categoría determinada (columnas) correspondiente a las cinco entidades principales en una actividad dada (filas). Por ejemplo, en 1991-93, los cinco suscriptores de bonos más importantes representaron un 36,5% del volumen total de suscripciones de bonos internacionales. Las mismas entidades representaron un 42,2% del volumen total de suscripciones de acciones internacionales en el mismo periodo. ² Sólo 1993.

Fuentes: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; cálculos del BPI. Cuadro VII.6

pueden afectar a toda la empresa y tener repercusiones en sus actividades en otros ámbitos.

Estas consecuencias hacen posible que una perturbación de grandes dimensiones, a través de sus efectos en una o varias instituciones financieras grandes y complejas, pueda perturbar el funcionamiento de ambos canales de intermediación. El riesgo de que se produzcan este tipo de transmisiones puede incluso haber aumentado, ya que la consolidación ha ido acompañada de una importante concentración de operaciones entre las mayores instituciones. Un riesgo relacionado es que a medida que los conglomerados financieros se van diversificando más en distintas líneas de negocio, el sector financiero en su conjunto pierde diversificación, ya que las grandes instituciones se parecen cada vez más en cuanto a sus exposiciones al riesgo. Por un lado, una mayor diversificación de las instituciones podría incrementar la capacidad de reacción del sistema financiero ante perturbaciones de pequeña o mediana magnitud. Por otro lado, una escasa diversificación sistémica hace que una única perturbación de grandes proporciones pueda perjudicar simultáneamente a todas las grandes empresas financieras de una misma economía, lo que podría ocasionar problemas macroeconómicos. Tal vez la globalización pueda mitigar este riesgo en la medida en que las instituciones extranjeras puedan reemplazar a las instituciones nacionales afectadas.

... y las empresas pueden llegar a tener perfiles de riesgo similares

Otro coste económico asociado a los grandes conglomerados cuyas actividades alternan entre los dos canales de intermediación es el potencial para la creación de conflictos de intereses. El aprovechamiento de las sinergias derivadas de la producción conjunta de servicios financieros puede dar lugar a situaciones en las que las actuaciones de una institución podrían beneficiar a algunos clientes, o a la propia institución, a costa de otros. Dos ejemplos de estos conflictos entre incentivos para los conglomerados serían, por un lado, la suscripción y colocación de valores para empresas con las que la rama de banca comercial de la institución financiera realiza operaciones de crédito y, por el otro, la realización de análisis sobre acciones por parte de una institución que a su vez las ha suscrito. La experiencia reciente demuestra que, en tales circunstancias, las instituciones financieras pueden actuar de una manera que reduzca la capacidad del sistema para procesar y analizar información. De este modo, pueden haberse producido distorsiones en los mecanismos de fijación de precios que comprometieran la eficiencia del papel de asignación que desempeña el sistema financiero.

Los conflictos de intereses ...

... pueden dificultar la eficiencia financiera

Las instituciones financieras complejas que combinan ambos modos de intermediación plantean una serie de dificultades para las autoridades financieras prudenciales. En primer lugar, desde una perspectiva microprudencial, sus actividades desafían el marco tradicional de gestión del riesgo —y por extensión, también las normas reguladoras—, estructurado en torno al concepto de empresas con actividades especializadas. Una mayor mezcla de actividades en el seno de una misma institución requiere la adopción de un marco de gestión del riesgo más flexible y general, que adopte un enfoque holístico de la empresa. Cabe destacar la participación

Las instituciones complejas plantean dificultades a los supervisores

del sector asegurador en la provisión de protección frente al riesgo de crédito a través de derivados crediticios. Estos instrumentos se sitúan a caballo entre las actividades de inversión y de suscripción de una empresa, las cuales se gestionan convenientemente por separado.

En segundo lugar, desde un punto de vista macroprudencial, las instituciones grandes y complejas agudizan el peligro que pueda presentar la concentración excesiva de riesgos para la estabilidad financiera en general. Como se ha indicado anteriormente, los problemas de una empresa se pueden transmitir más fácilmente a sus contrapartes y éstas a su vez pueden verse igualmente expuestas a riesgos similares, aumentando así la probabilidad de que una serie de empresas acaben atravesando por dificultades al mismo tiempo. Por esta razón, los mecanismos de supervisión y regulación deben estar adaptados a la naturaleza concreta de los riesgos que pueden afectar a estas instituciones de grandes proporciones y complejidad, así como a los potenciales costes macroeconómicos que pueden implicar las tensiones en estas empresas.

Por último, una mayor probabilidad de que las grandes perturbaciones perjudiquen simultáneamente a muchas instituciones también repercute sobre la forma en que las autoridades responden a dichas alteraciones. Si las tensiones se concentran en un grupo pequeño de participantes, las medidas de política económica específicamente adaptadas a este grupo pueden ser eficaces. Sin embargo, si las tensiones son generalizadas, tal vez no sea factible adoptar estas medidas. Así pues, es posible que las autoridades tengan que solucionar los problemas existentes mediante herramientas de política económica más generalizadas y necesariamente menos precisas, como unos tipos de interés inferiores.