

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

A lo largo del periodo examinado, el sector financiero del mundo industrializado obtuvo mejores resultados. Los bancos comerciales, tras haber demostrado su capacidad de reacción ante la reciente desaceleración económica, lograron aumentar sus beneficios ayudados por la disminución de los créditos fallidos. La mejora en países con un historial reciente de tensiones en su sector bancario se debió en parte a las medidas adoptadas para resolver problemas persistentes y en parte a un entorno macroeconómico más favorable. Asimismo, las compañías de seguros progresaron en el saneamiento de su deteriorada situación financiera, ayudadas por la evolución positiva de los mercados de activos.

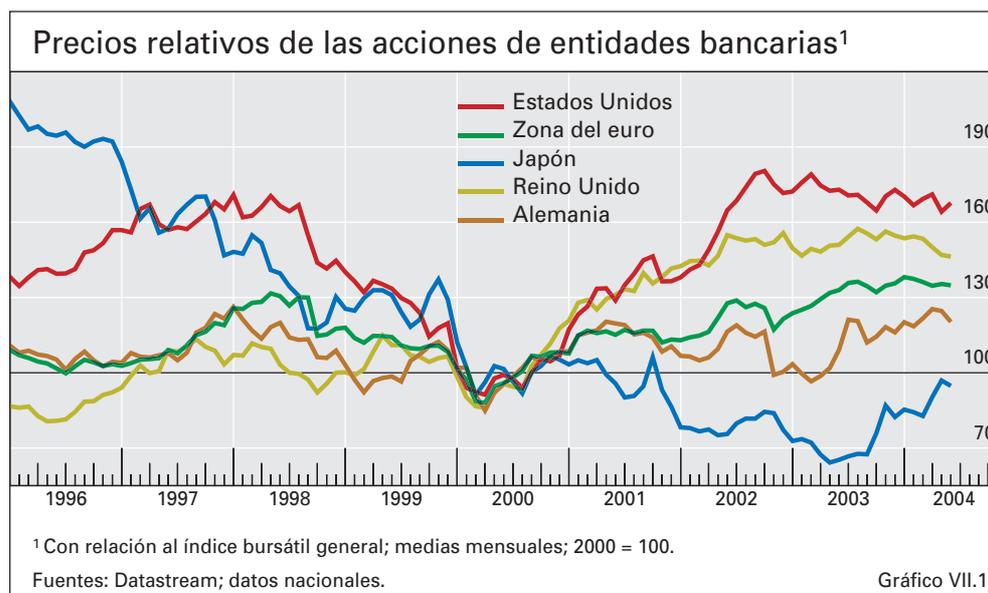
El afianzamiento de la recuperación económica influyó significativamente en los resultados de las instituciones financieras, pero también hubo factores estructurales que continuaron siendo fundamentales. Los esfuerzos de las entidades bancarias por mejorar su eficiencia racionalizando operaciones, adoptando nuevas tecnologías y consolidándose dieron sus frutos en forma de una mejor composición de costes. Además, el desarrollo y la profundización de los mercados de titulización y de transferencia del riesgo contribuyeron a que los sistemas financieros repartieran las tensiones entre un conjunto de agentes económicos más amplio y diverso, reforzando así su capacidad de reacción ante acontecimientos adversos.

La principal preocupación de cara al futuro radica en saber si el sector financiero, tras haber salido relativamente indemne de la reciente desaceleración, puede estar adelantándose al ciclo económico. En un intento por invertir de forma más rentable su capital acumulado, algunas instituciones podrían haber realizado inversiones basadas en hipótesis poco sostenibles sobre las perspectivas de crecimiento y el nivel de los tipos de interés.

La evolución del sector financiero

La mejora del entorno macroeconómico en el periodo examinado se tradujo en unos sólidos resultados para el sector financiero de los países industrializados. A medida que se multiplicaron las señales de recuperación generalizada, los beneficios de las empresas se estabilizaron, los riesgos en perspectiva disminuyeron y los precios de los activos financieros repuntaron (véase el Capítulo VI). Este entorno propició unos mejores resultados para la banca comercial tanto en los países donde el sector partía de una base sólida como en aquéllos donde las instituciones habían atravesado por

Mejores resultados en un entorno económico más próspero



tensiones (véase el Gráfico VII.1). Además, las favorables condiciones en los mercados de activos incrementaron los beneficios de los bancos de inversión y ayudaron a las compañías de seguros a avanzar en el saneamiento de sus debilitados balances.

La banca comercial

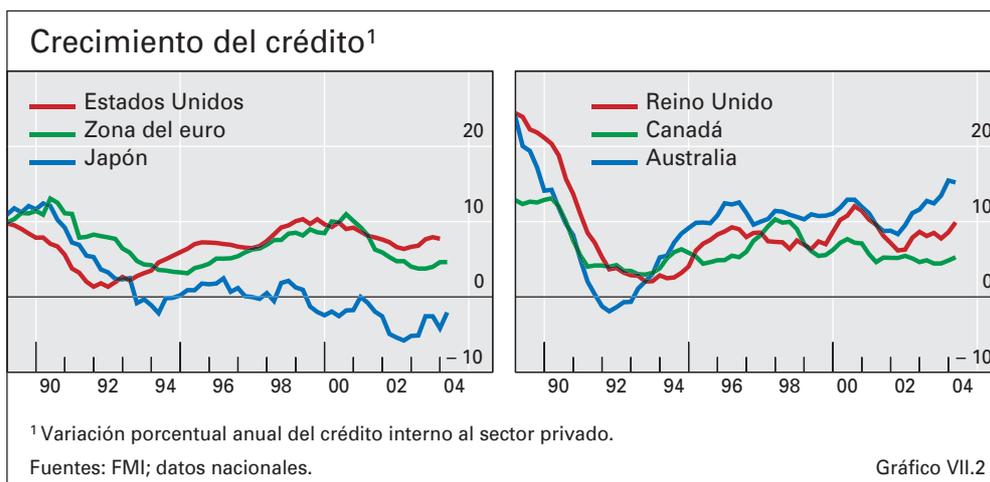
Mayores beneficios para los bancos estadounidenses y europeos ...

La disminución de los índices de morosidad, el mayor rendimiento de las inversiones y las mejoras en el control de costes favorecieron la rentabilidad de los bancos comerciales a ambos lados del Atlántico. En general, los buenos resultados coincidieron con una reducción de las provisiones para préstamos incobrables, al aplicar los bancos criterios para la

Rentabilidad de los principales bancos¹												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Estados Unidos (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Canadá (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Japón (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australia (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Reino Unido (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Suiza (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Suecia (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Austria (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Alemania (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
Francia (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italia (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Países Bajos (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
España (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

¹ Las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. Para Australia, Canadá y Japón, ejercicios fiscales.
Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1



concesión de créditos más conservadores que a principios de la década de los 90.

La capacidad de los bancos comerciales para seguir siendo rentables puso de manifiesto su talento para hacer frente a las presiones tendentes a deprimir sus ingresos mediante reajustes inmediatos en la composición de su negocio. El primer obstáculo al aumento de los ingresos fue la persistente debilidad de la demanda de crédito por el sector empresarial, particularmente en Estados Unidos. Este reto se mantuvo a pesar de la mejora en la calidad del crédito circulante, ya que las empresas permanecieron centradas en recomponer sus balances y las mejoras de eficiencia primaron sobre el aumento de capacidad (véanse los Capítulos II y VI). En Estados Unidos, los bancos reaccionaron ante la escasa demanda de crédito por parte de las empresas aumentando sus ingresos por comisiones gracias al gasto sostenido de los hogares y a la refinanciación de hipotecas. En Europa, las entidades de crédito también buscaron el crecimiento a través del crédito al consumo, una línea de negocio que en 2003 representó el 70% de sus ingresos. El vigoroso mercado de crédito hipotecario a los hogares, donde los costes de financiación fueron bajos con relación a los ingresos, facilitó que los bancos europeos hiciesen acopio de recursos propios, resultando especialmente lucrativo en España y el Reino Unido.

El segundo reto lo plantearon los bajos tipos de interés oficiales y las reducciones de los diferenciales crediticios, que comprimieron el margen entre los tipos de interés de préstamo y los de depósito. Los escasos márgenes de intermediación fueron muy relevantes en Europa, donde los márgenes representan más de la mitad de la base de ingresos de las entidades bancarias (véase el Cuadro VII.1). La banca comercial española, que se enfrentó a la fuerte competencia de entidades financieras no bancarias, y el fragmentado sector italiano vieron sus ingresos muy presionados, pero lograron impulsar sus resultados por gestión de activos. En Francia, donde la dependencia en los márgenes tradicionalmente ha sido menor, la reducción de los tipos de interés reglamentarios para depósitos contribuyó a sostener los beneficios. Los márgenes de intermediación en Estados Unidos continuaron siendo los más altos entre los países industrializados; aun así, permanecieron

... pese al lento crecimiento del crédito empresarial ...

... y a los reducidos márgenes

en mínimos históricos, siendo compensados con unos mayores ingresos por comisiones.

Los bancos alemanes afrontaron sus retos

Alemania se reveló la principal excepción a la situación generalizada de prosperidad en los bancos europeos. La combinación de un entorno fuertemente competitivo y de la lenidad de la disciplina de mercado para fomentar una gestión prudente del riesgo continuó lastrando los resultados. La desaceleración económica deprimió los beneficios de los bancos alemanes hasta el nivel más bajo de la Europa industrializada. Además, los analistas estiman que el sector bancario mantiene préstamos dudosos por valor del 9,5% del total de créditos, un legado de la tendencia anterior de búsqueda de mayores ingresos mediante préstamos de alto riesgo. En este contexto, y en previsión de la retirada de avales estatales explícitos en 2005, algunas agencias de calificación advirtieron sobre posibles rebajas en las calificaciones de los bancos del sector público evaluados de forma independiente.

A pesar de estas dificultades, el sector bancario alemán dio muestras de algunas mejoras alentadoras que fueron principalmente reflejo de iniciativas adoptadas por las mayores instituciones del sector privado. A principios de 2003, la titulización de préstamos para crear crédito de mayor calificación mejoró la liquidez de los balances de las entidades bancarias. Asimismo, la reestructuración de préstamos de dudoso cobro para su adjudicación final a inversionistas internacionales hizo que aumentara el grado de suficiencia de capital a finales de año.

El sistema bancario japonés

Los bancos japoneses volvieron a registrar beneficios ...

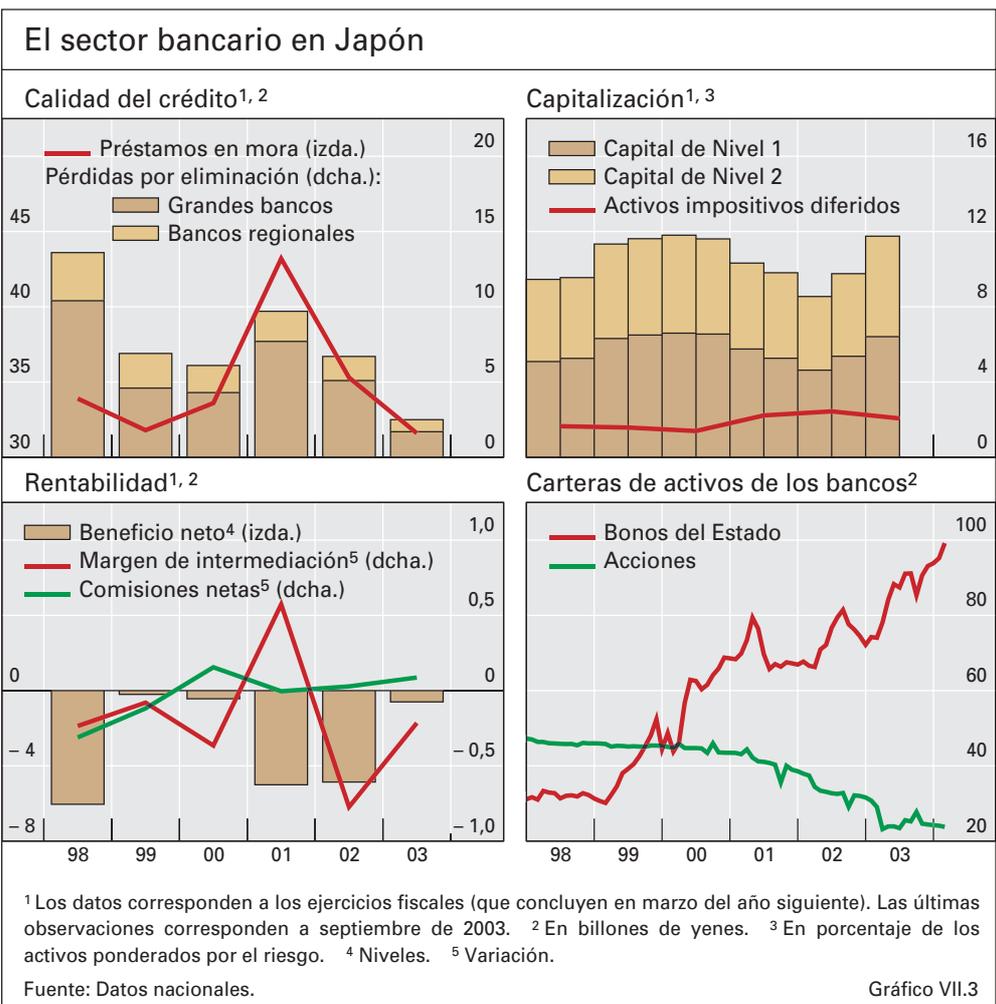
El año pasado, los bancos japoneses mostraron síntomas esperanzadores de mayor solidez, pese a la persistente influencia de ciertas deficiencias crónicas. Por primera vez en 11 años, los beneficios de explotación de los principales bancos superaron los costes crediticios, gracias al efecto combinado de la recuperación de las condiciones macroeconómicas, la mejora del problema de los préstamos en mora y el buen comportamiento del mercado bursátil.

... redujeron el porcentaje de préstamos en mora ...

El problema de los préstamos en mora, que ha pesado sobre el sistema bancario japonés durante toda una década, pareció remitir finalmente a lo largo del periodo examinado. Los grandes bancos, que redoblaron sus esfuerzos para cumplir el objetivo establecido por la autoridad reguladora de reducir a la mitad las tasas de morosidad en el plazo de tres años hasta finales de marzo de 2005, parecen bien encaminados para cumplir su objetivo, al haber eliminado ya aproximadamente 13,2 billones de yenes en los primeros dos años de dicho plazo. Sin embargo, el avance fue mucho más lento para los bancos regionales, cuyos préstamos en mora disminuyeron sólo ligeramente, de 14,8 billones de yenes en marzo de 2002 a 13,9 billones en septiembre de 2003 (véase el Gráfico VII.3).

... y aprovecharon la recuperación del mercado bursátil

El repunte del mercado bursátil imprimió un impulso inesperado a los beneficios de las entidades bancarias, facilitando la amortización de préstamos en mora. Para cumplir las directrices de la autoridad reguladora, los principales bancos habían reducido drásticamente sus participaciones accionariales en años anteriores, una tendencia que invirtieron en los últimos meses para sacar partido de la subida de las bolsas. Dado que las plusvalías



de sus carteras de acciones compensaron con creces las pérdidas incurridas en el mercado de renta fija, las entidades bancarias contabilizaron un beneficio neto al revalorizarse por vez primera los títulos-valores desde que en abril de 2001 se introdujera el criterio contable de valoración a precios de mercado. Al mismo tiempo, con sus carteras accionariales sólo ligeramente por encima del capital de Nivel 1, los principales bancos se encontraron en una mejor posición para hacer frente a futuras fluctuaciones de las cotizaciones.

Aun así, persisten algunos riesgos. La mejora coyuntural de la economía puede haber reducido la vulnerabilidad de los bancos, pero ha tenido sólo un efecto limitado en los márgenes de intermediación, que continuaron siendo muy inferiores a los de otros países industrializados. Cabría afirmar que el problema de los reducidos márgenes se debe en parte a que, en el entorno deflacionario actual, los tipos de interés pasivos acusan la restricción impuesta por el límite inferior cero. También agravaron la situación obstáculos estructurales como la competencia procedente del sector público y la falta de sistemas de fijación de precios en función de los riesgos. Existen casos anecdóticos de bancos que pueden haber adoptado medidas para resolver este problema. No está tan claro, sin embargo, cómo el sector en su conjunto podría hacer lo mismo sin ir en detrimento de la oferta de crédito hacia el sector empresarial.

Sin embargo, los márgenes permanecen estrechos ...

... la calidad del capital es incierta ...

La calidad de la composición de los recursos propios bancarios también merece atención especial, dado que los fondos públicos y los activos impositivos diferidos aún representan el grueso del capital de Nivel 1. Los coeficientes de suficiencia de capital cayeron ligeramente en el ejercicio fiscal cerrado en marzo de 2003, para reponerse con fuerza en el primer semestre del siguiente. No obstante, esta mejora de los coeficientes esconde una fuerte reducción de los activos ponderados por su nivel de riesgo durante ese periodo.

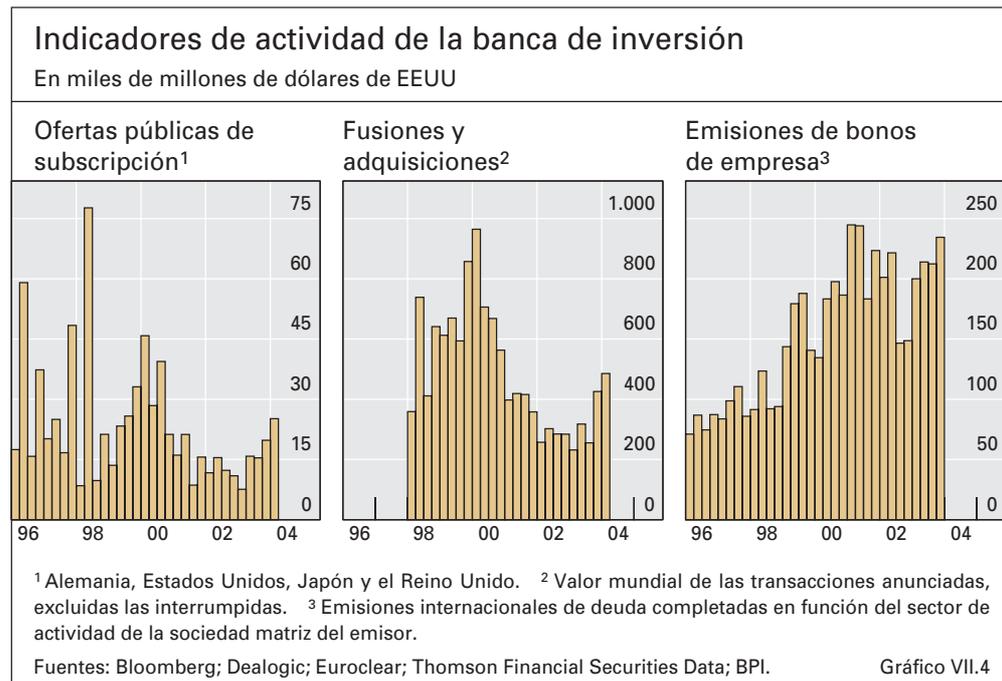
... y el papel del sector público no está claro

Un asunto más delicado al respecto es la función desempeñada por el Gobierno en la reestructuración bancaria. La considerable inyección de fondos públicos para recapitalizar bancos en situación de debilidad y rescatar entidades en dificultades hizo temer que la magnitud de las ayudas estatales pudiera debilitar el compromiso de las entidades bancarias con la reforma. Desde esta perspectiva, algunas iniciativas recientes dirigidas a eliminar gradualmente otras distorsiones causadas por la intervención estatal podrían ser de ayuda para establecer una situación de igualdad de condiciones y crear un entorno más competitivo a largo plazo. Estas medidas incluyen la privatización del servicio público de correos japonés (Japan Post) en 2003 y, a partir de abril de 2005, la imposición de un techo sobre los importes cubiertos por el fondo de garantía de depósitos y la interrupción de la compra de préstamos en mora por parte de la Industrial Revitalization Corporation, una sociedad pública creada para relanzar la actividad económica.

La banca de inversión

La banca de inversión recuperó su rentabilidad ...

Impulsados por unos precios de los activos favorables, los bancos de inversión de una serie de países registraron resultados muy satisfactorios durante el último año. La recuperación de los mercados bursátiles disparó sus ingresos por operaciones sobre valores, sustentados en años anteriores principalmente



en la actividad en los mercados de renta fija. La negociación con títulos hipotecarios fue otra fuente importante de ingresos. La vacilante recuperación de los mercados de fusiones y adquisiciones y de ofertas públicas iniciales de suscripción de acciones en el segundo semestre, después de tres años de escasa actividad, apenas contribuyó a la rúbrica de ingresos por servicios de asesoramiento. Por el contrario, la intensificación de la actividad en el mercado primario de títulos deuda, fruto del afán de los prestatarios por aprovechar los bajos tipos de interés y los reducidos diferenciales crediticios, contribuyó a un significativo aumento de los beneficios (véase el Gráfico VII.4).

El repunte de la rentabilidad hizo que los bancos de inversión empezaran a revertir el proceso de reducción de personal que había seguido al desplome de la inversión y del mercado bursátil a finales de la década de los 90. Las cifras de empleo, que habían caído de forma pronunciada, comenzaron a aumentar. Las instituciones buscaron crecer activamente reconstruyendo su capacidad operativa y expandiéndose hacia nuevas áreas de negocio.

... y las entidades siguieron creciendo

El sector asegurador

En 2003, varios acontecimientos macroeconómicos favorecieron los resultados de las compañías de seguros, si bien quedaron contrarrestados en parte por las dificultades por el lado del pasivo de años anteriores. En general, los sectores de no vida y de reaseguro comenzaron 2004 en mejor condición que las compañías de seguros de vida, que todavía tienen que hacer frente a retos derivados de la suficiencia de capital.

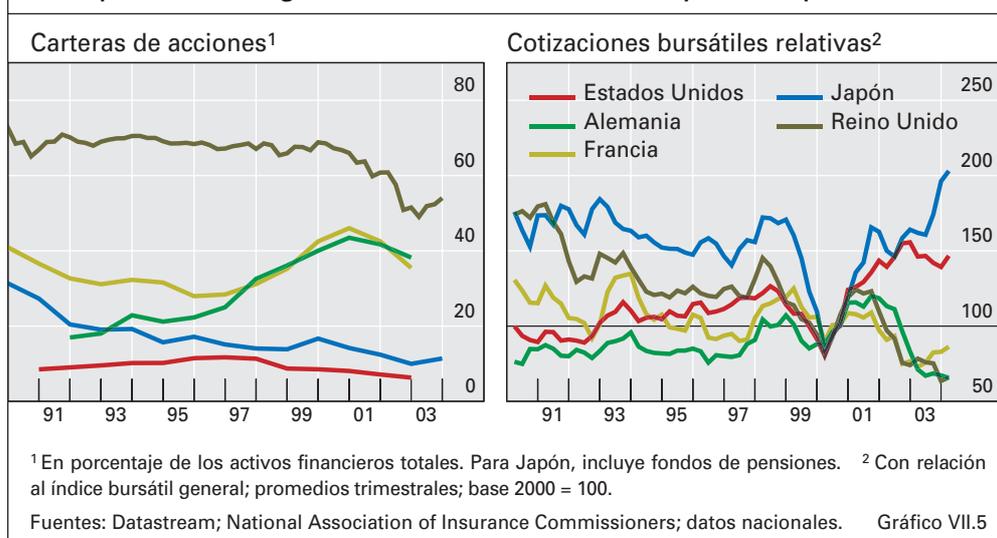
Divergencias en el sector asegurador entre ...

En el ejercicio examinado, las entidades del ramo de vida que mejores resultados obtuvieron fueron las que conjugaron pasivos valorados de forma conservadora con inversiones en renta fija de baja volatilidad y supieron aprovechar la recuperación de los mercados bursátiles. Esta estrategia sustentó los buenos resultados que de forma sostenida registraron las compañías francesas y españolas. Por su parte, el sector del ramo de vida en Estados Unidos, con un 74% de activos en bonos, se vio favorecido especialmente por el descenso de las pérdidas por préstamos fallidos. A escala más amplia, la acentuación de la pendiente de la curva de rendimientos respaldó los beneficios de las compañías de seguros de vida al ampliar la brecha entre la rentabilidad de sus inversiones y los pagos garantizados en sus pólizas. Ayudado además por un descenso de las tasas de mortalidad y por una menor presión sobre los márgenes procedente de las rentabilidades garantizadas, el sector japonés batió al índice bursátil general por el margen más amplio entre los principales países industrializados (véase el Gráfico VII.5).

... las compañías del ramo de vida que arrastran un legado de pérdidas ...

No obstante, el pasado año también puso de manifiesto problemas en la actividad del ramo de vida que probablemente persistan. En Estados Unidos, el abandono de los productos de vida tradicionales y las presiones competitivas aumentaron la volatilidad de los ingresos y frenaron la acumulación de capital. Los sectores alemán y británico experimentaron graves dificultades, incluida la quiebra de grandes empresas nacionales, como consecuencia de las pérdidas por pólizas excesivamente generosas que

Compañías de seguros: carteras de acciones y desempeño



habían inducido a las aseguradoras a buscar mayores rendimientos en inversiones más arriesgadas.

... y se enfrentan a nuevos entornos reguladores ...

Las compañías del ramo de vida de la Unión Europea se enfrentan a otros retos; a saber, los cambios propuestos en las normas de presentación de informes financieros y las normas reguladoras de solvencia. Las nuevas normas internacionales de contabilidad propuestas apuestan por un equilibrio más transparente entre la rentabilidad de las inversiones y las pólizas vendidas, pero también es probable que aumenten la volatilidad de los resultados registrados. También se prevé que la introducción de un nuevo marco de solvencia incremente los requerimientos de capital de una serie de compañías de la Unión Europea. Las aseguradoras de Alemania, el Reino Unido y Suecia son responsables de gran parte del déficit de capital (estimado en 65 mil millones de euros) que habría registrado el ramo de seguros vida de la Unión Europea si dichos requisitos hubieran estado en vigor en 2003. Este déficit latente representa aproximadamente una cuarta parte de los recursos propios totales del sector, pero se concentra en aproximadamente una tercera parte de las compañías, lo cual indujo a los expertos a predecir una redistribución considerable de la cuota de mercado hacia las compañías de seguros de vida que mantienen unos balances holgados y estables.

... y las compañías del ramo de no vida en mejor condición

La disciplina en el aseguramiento de riesgos, sumada a una incidencia de catástrofes naturales inferior al promedio, reportó grandes beneficios al ramo de no vida. Los mejores resultados de suscripción de pólizas en las compañías estadounidenses redujeron sus índices de siniestralidad, aun cuando sus costes aumentaron. Sin embargo, las mayores provisiones técnicas requeridas para cubrir las obligaciones contraídas en períodos de suscripción previos siguieron afectando a la rentabilidad. En Europa, a diferencia de las entidades del ramo de vida, las de no vida consiguieron aislarse bastante bien de la volatilidad de los mercados bursátiles y vieron crecer sus volúmenes de primas por encima de su tendencia histórica. Igualmente, en las aseguradoras del ramo de no vida japonesas el repunte de las primas contribuyó a mejorar los resultados.

La mejora general de los precios de las acciones del sector reasegurador, tanto en Europa como en Estados Unidos, fue ante todo consecuencia de la mayor confianza del mercado en compañías que adoptaron medidas enérgicas para reforzar sus recursos propios. En Estados Unidos, las compañías de reaseguro de reciente creación o recapitalización presumieron de una rentabilidad sobre recursos propios del 20% anual. En Europa, el sector aumentó sus beneficios en 2003 merced a la reducción en la dotación de provisiones y a la pronunciada curva de rendimientos, que aumentó la rentabilidad de las inversiones.

Las entidades de reaseguros subsanaron sus deficiencias

Factores que favorecieron los buenos resultados

Factores cíclicos

Los buenos resultados del sector financiero se debieron en gran parte a la confluencia de una serie de factores cíclicos, principalmente el fortalecimiento del ritmo de recuperación económica y la orientación acomodaticia de las políticas económicas, especialmente la monetaria. Los bajos tipos de interés

El sector financiero aprovechó la recuperación y los bajos tipos de interés

Precios de los inmuebles de uso comercial ¹					
	1995-2002	2003	2003	Pro memoria: Tasas de desocupación de espacio de oficinas ²	
	Variación nominal ³		Nivel ⁴	2002	2003
Estados Unidos	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Japón	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Alemania	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Reino Unido	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
Francia	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italia	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Canadá	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
España	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Países Bajos	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australia	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Suiza	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Bélgica	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Suecia	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Noruega	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Dinamarca	7,2	-1,2	82,5	2,5 ⁵	9,0
Finlandia	4,2	-4,7	59,4	1,7 ⁵	7,0
Irlanda	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

¹ Para Australia, Bélgica, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del suelo. ² Porcentaje del espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios terminados dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia, Italia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales. ³ Variación porcentual anual. ⁴ Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo = 100. ⁵ 2001.

Fuentes: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales.

Cuadro VII.2

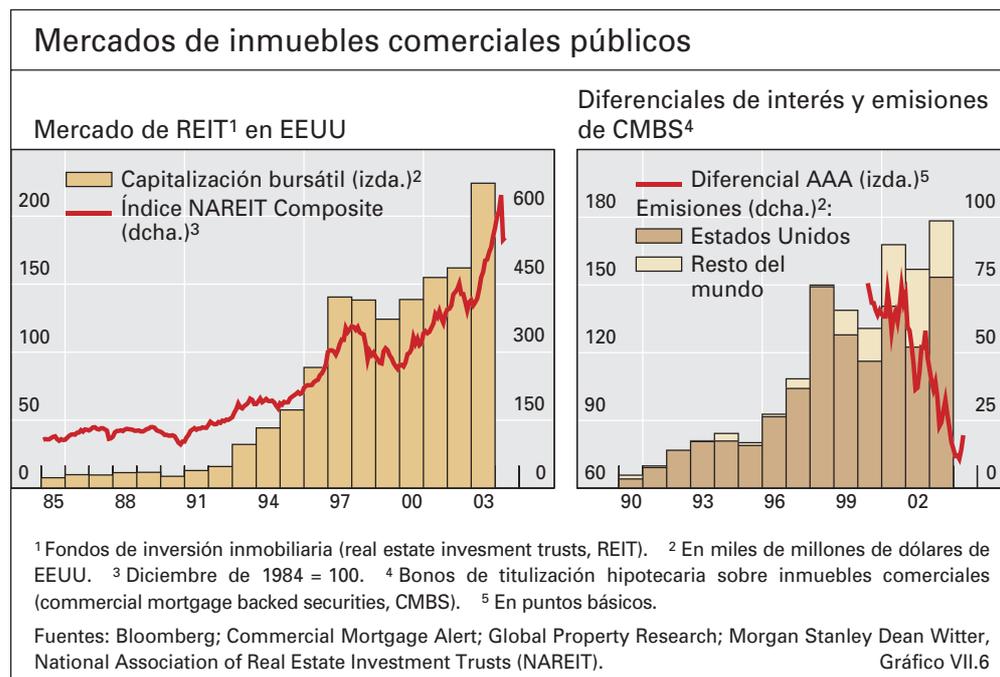
ayudaron a las instituciones a financiar sus posiciones y protegieron sus resultados de explotación frente al impacto de las dificultades por las que atravesaron durante el reciente periodo de desaceleración. Los precios de los activos también fueron esenciales para modelar la situación general de las instituciones financieras. La reciente recuperación de estos precios sustentó los buenos resultados de los bancos de inversión y ayudó a sanear los balances de las compañías de seguros. El auge de la actividad en los mercados de la vivienda constituyó una sustancial fuente de ingresos para los bancos de muchos países, al tiempo que la ausencia de problemas con las inversiones en inmuebles de uso comercial, a menudo un importante motivo de tensión para los bancos en el pasado, también favoreció el resultado neto.

La caída de precios de los inmuebles comerciales ...

Cabe señalar que los precios de los inmuebles de uso comercial cayeron en 2003 en casi todos los países industrializados, tras haber subido levemente desde 1995 (véase el Cuadro VII.2). Aun cuando las bajadas de los precios fueron moderadas en la mayoría de los casos, en Alemania, Japón y España superaron el 10%. Asimismo, los indicadores fundamentales siguieron divergiendo. La demanda de espacio de oficinas (sin incluir inmuebles de primera calidad) no se recuperó dada la ausencia de un repunte en el empleo, mientras que la demanda de suelo para locales comerciales creció, reflejando así la continuada fortaleza del consumo.

... no afectó a los beneficios de los bancos gracias a la titulización

Aun así, el reajuste de los precios de los inmuebles comerciales fue limitado con respecto a la experiencia reciente, como también lo fue su efecto en la rentabilidad del sector bancario. Ello se debió en parte a la prudencia en la concesión de préstamos para la promoción de inmuebles comerciales tras el último desplome del mercado a principios de los años 90, lo que contribuyó a evitar un auge de precios. También fue un reflejo del continuo desarrollo de los mercados de instrumentos ligados a la financiación de inmuebles de uso



comercial (bonos de titulación de activos, fondos de inversión inmobiliaria y otros instrumentos de participación en capital), que proporcionaron una alternativa al crédito intermediado por bancos y aportaron un canal de dispersión de los riesgos asociados (véase el Gráfico VII.6). Los precios de estos instrumentos aumentaron al intensificarse la demanda de inversionistas institucionales en busca de oportunidades de inversión más rentables al margen de las categorías de activos más tradicionales.

Factores estructurales

Además de estas influencias cíclicas, varios factores estructurales sostuvieron el buen comportamiento del sector financiero. Dichos factores guardan relación con la reestructuración a más largo plazo de las líneas de negocio de los bancos, la mayor atención concedida al negocio minorista y el perfeccionamiento de los mecanismos de transferencia de riesgos.

Reestructuración del sector bancario

Durante la década de los 90, las entidades bancarias buscaron racionalizar su estructura de costes internos y mejorar la eficacia de sus actividades comerciales, al tiempo que tendieron a aumentar la estabilidad de sus resultados diversificando sus fuentes de ingresos. Resultado visible de estos esfuerzos fue también la ola de fusiones y adquisiciones en el sector financiero que marcó la segunda mitad del decenio. La capacidad de recuperación del sector financiero ante la reciente fase de desaceleración económica es fruto en parte de estos esfuerzos.

La reestructuración ha generado capacidad de reacción

La contención de costes internos se materializó ante todo en reducciones de personal. El mayor recurso a las tecnologías informáticas (TI) y a la externalización de actividades y servicios (*outsourcing*) permitió a los bancos aprovechar economías de escala y centrar sus operaciones en las actividades básicas de intermediación y distribución de productos financieros (véase el Cuadro VII.3). Los bancos de Norteamérica comenzaron este proceso con anterioridad en la década de los 90 y podría decirse que han avanzado más rápido. Las instituciones europeas, por su parte, les han seguido con plena determinación en los últimos tiempos. El proceso lo desencadenó en una serie de países la retirada del sector público de la estructura accionarial de entidades bancarias, pero se vio dificultado a menudo por la rigidez de los mercados de trabajo nacionales. Los bancos japoneses, tras un arranque especialmente lento, han acelerado la ejecución de planes de racionalización.

Búsqueda de la eficiencia interna en todas las áreas

A diferencia de las tendencias en torno a los costes de personal, el panorama es menos nítido en el área de las redes de sucursales (véase el Cuadro VII.3). Mientras que el despliegue de nuevas tecnologías supondría pasar a canales de distribución más rentables que la oficina bancaria tradicional, el éxito de las diversas formas de banca a distancia ha sido más bien desigual. Además, una concentración más intensa en el segmento de la banca minorista (véase más adelante) ha transformado las redes de sucursales en espacios de venta clave de unos servicios financieros cada vez más diversos.

Reestructuración del sector bancario ¹											
	Concentración ²			Número de sucursales ³				Empleo ³			
	1990	1997	2003 ⁴	1990	1997	2003 ⁴	Variac. ⁵	1990	1997	2003 ⁴	Variac. ⁵
Estados Unidos	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1.911	1.847	2.129	0,0
Japón	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Alemania	17 ⁶	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
Francia	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Reino Unido	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italia	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Canadá	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
España	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australia	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Países Bajos	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Bélgica	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Suecia	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Austria	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Suiza	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Noruega	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finlandia	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

¹ Entidades de depósito, que generalmente incluyen bancos comerciales, cajas de ahorros y diversos tipos de mutuas y cooperativas bancarias. ² Porcentaje de los activos de los cinco bancos principales con respecto a los activos de todos los bancos. ³ En miles. ⁴ Para Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Suecia, 2002. ⁵ Variación porcentual desde el máximo (a partir de 1990) hasta las observaciones más recientes; 0,0 indica que 2003 fue el año del máximo. ⁶ 1995.

Fuentes: Asociaciones nacionales de bancos; datos nacionales. Cuadro VII.3

Un ritmo de consolidación más lento

La consolidación entre entidades continúa siendo una opción estratégica preferente en el sector, a pesar de la considerable desaceleración del ritmo de fusiones en comparación con finales de los años 90. Prueba de ello fueron las dos importantes operaciones que el año pasado dieron lugar a la segunda y tercera entidades bancarias más grandes de Estados Unidos por volumen de activos. Además, la consolidación bancaria a escala local y regional prosiguió en aquel país tras el desmantelamiento de estructuras institucionales que históricamente habían contribuido a la fragmentación del sistema bancario estadounidense. En Europa, también siguió la consolidación entre bancos a escala nacional, aunque a un ritmo más lento, si bien las operaciones internacionales fueron de nuevo la excepción. De hecho, la decepción por las persistentes dificultades para crear un mercado bancario paneuropeo persuadió a algunos bancos europeos a reducir el tamaño de sus participaciones estratégicas internacionales, consideradas antes preludios de operaciones de mayor entidad, a fin de reforzar su posición financiera en el mercado interno.

Estrategias de la banca minorista

Crecimiento en el negocio bancario minorista

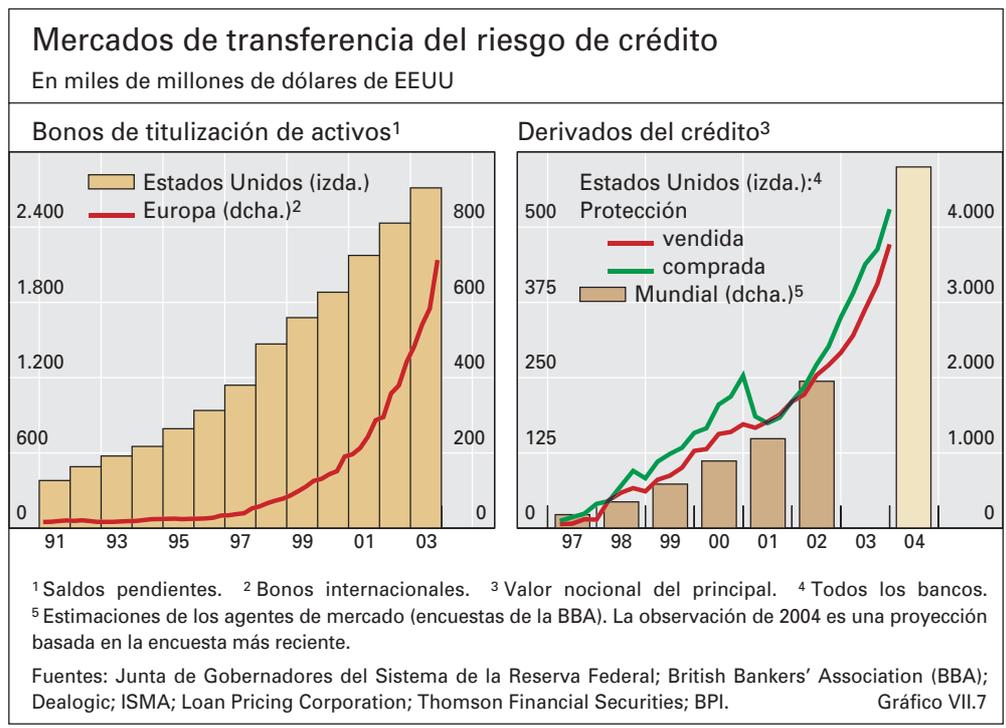
La pujante demanda de crédito al consumo ha representado una grata fuente de ingresos para los bancos enfrentados a un estancamiento de la demanda de crédito en el sector empresarial y a márgenes de intermediación reducidos. Las entidades bancarias de numerosos países han seguido una estrategia de intensa expansión centrada en el crecimiento de su negocio de banca minorista. El crédito hipotecario, la financiación mediante tarjetas de crédito,

los préstamos para la compra de automóviles y las líneas de crédito sin garantía real son algunas de las líneas de productos que más crecen. Además, otros servicios a comisión destinados a las familias, como la comercialización de productos financieros de terceros y los servicios de intermediación de valores, se han convertido en una sustancial fuente de ingresos. Esta tendencia podría intensificarse con la introducción en los próximos años del nuevo marco de suficiencia de capital para las entidades bancarias, que reconoce el efecto mitigador de una mayor diversificación del riesgo en el segmento minorista y de crédito a particulares en comparación con el crédito a empresas.

Los ingresos por comisiones se ven como un posible modo de suavizar el carácter cíclico de los resultados, en especial cuando las entidades han logrado crearse un nombre y mantener su cuota de mercado. La experiencia reciente corroboró esta afirmación, dado que los ingresos por comisiones amortiguaron en buena medida la caída de los márgenes de intermediación. De hecho, la sustitución del margen de intermediación por ingresos por comisiones fue más intensa en los países con un entorno más competitivo. Esta situación demostró en parte que la demanda de los consumidores parecía menos sensible a los cargos por comisiones que a los tipos de interés, posiblemente porque las estructuras de comisiones son más opacas y dificultan las comparaciones entre distintos proveedores de servicios.

Mercados de transferencia del riesgo

El rápido desarrollo de nuevos mercados de transferencia del riesgo en los últimos años ha aumentado la capacidad del sistema financiero de absorber pérdidas y ha contribuido a su buen funcionamiento al facilitar la dispersión del riesgo entre instituciones e inversionistas.



El aumento de la titulización ...

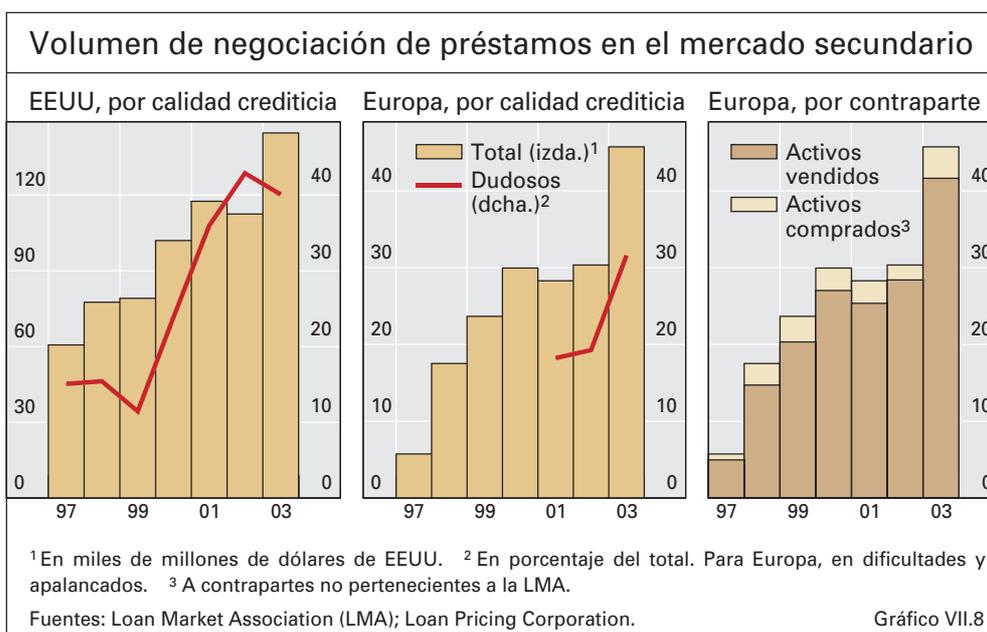
El crecimiento de los mercados de titulización de créditos bancarios se vio impulsado por la demanda de los inversionistas institucionales y por los avances en las tecnologías financieras, informáticas y de comunicaciones (véase el Gráfico VII.7). El segmento de titulización hipotecaria se expandió de forma particularmente intensa en Estados Unidos, estimulado por un mercado primario en auge y el aumento de la liquidez. En Europa, los mercados de bonos de titulización de activos se beneficiaron de la introducción de la moneda única y de mejoras en la infraestructura operativa y jurídica.

... y la profundización de los mercados secundarios de crédito ...

El mercado secundario de créditos sindicados también ha crecido en los últimos años. Durante el periodo examinado, la negociación de créditos sindicados en Estados Unidos (el mayor mercado secundario de crédito) creció un 25% (véase el Gráfico VII.8), mientras que en Europa lo hizo más de un 50%. Los préstamos dudosos siguieron representando un porcentaje considerable del volumen total negociado en el mercado secundario estadounidense y ganaron importancia en Europa. Cabe señalar que esta situación fue reflejo en cierta medida de las mayores dificultades financieras por las que atravesaron las empresas europeas. No obstante, también fue indicativa del sostenido apetito de los inversionistas por el riesgo y de la mejor capacidad del mercado para absorber una proporción mayor de préstamos negociados por debajo de su valor nominal.

... han introducido nuevos actores

La creciente participación de inversionistas de todo tipo en el mercado secundario de crédito ha sido un factor clave de su éxito para dispersar riesgos a través del sistema financiero. La proporción de créditos sindicados nacionales en poder de las entidades bancarias estadounidenses ha ido descendiendo lentamente en los últimos años. Al mismo tiempo, las entidades no bancarias y los agentes extranjeros mantienen proporcionalmente más préstamos dudosos que sus bancos homólogos en Estados Unidos.



Una evolución similar se observó en el mercado de derivados de crédito, donde las entidades no bancarias (principalmente las compañías de seguros y los fondos de cobertura) han sido vendedoras netas de protección. Además, las entidades bancarias más pequeñas con una mayor orientación regional en su negocio crediticio se han servido de instrumentos derivados para aumentar sus operaciones con entidades extranjeras como una forma de diversificación.

Mayor propensión a asumir riesgos

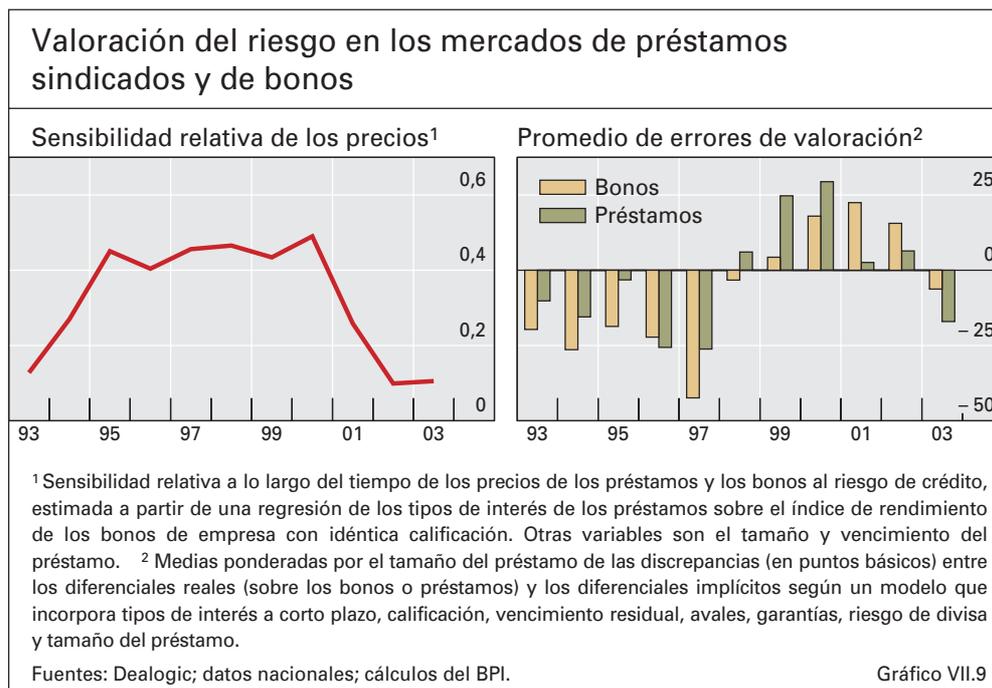
Los buenos resultados, junto con unas expectativas cada vez más optimistas, han fomentado una mayor asunción de riesgos en un sector financiero que salió relativamente indemne de la reciente fase de desaceleración económica. También podrían haber contribuido unos elevados niveles de capitalización, el recrudescimiento de la competencia, la abundancia de liquidez en los mercados financieros y el entorno de bajos tipos de interés. Manifestaciones de este tipo de comportamiento pueden encontrarse en las prácticas de determinación de precios y en la creciente importancia de determinados segmentos del negocio, como la negociación por cuenta propia. Preocupa que el sector financiero pueda haberse vuelto más vulnerable ante imprevistos en el ritmo y tipo de crecimiento de la actividad económica, así como en la evolución futura de los tipos de interés.

Mayor asunción de riesgos por los bancos ...

Manifestaciones de la asunción de riesgos

En los últimos años, se han dado muestras de una valoración más agresiva del riesgo de crédito en los mercados de bonos y, en especial, en los de préstamos sindicados. Los rendimientos observados en ambos segmentos son sustancialmente inferiores a los niveles previstos extrapolando su

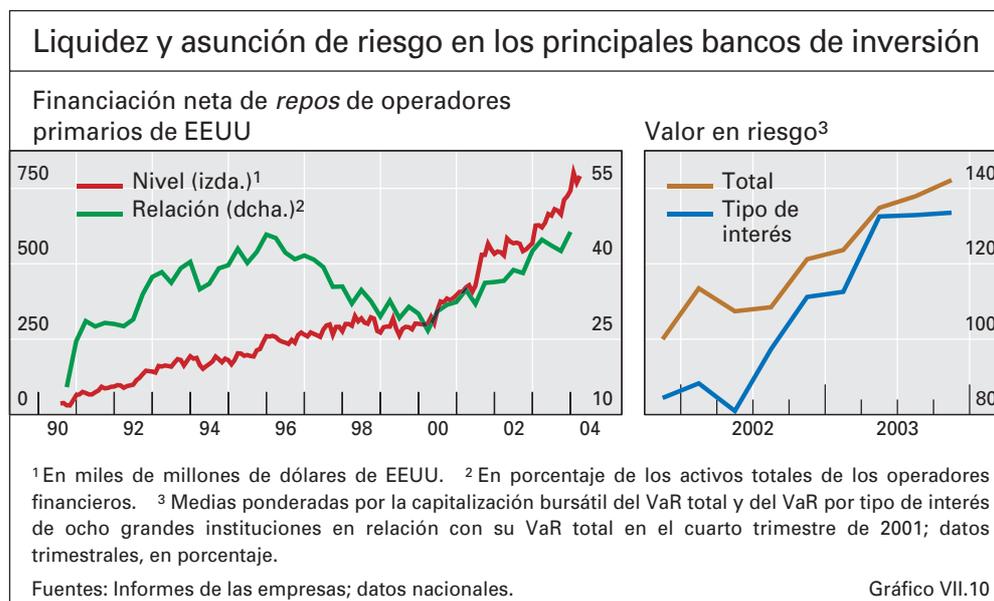
... puesta de manifiesto en la valoración de los créditos ...



relación histórica con el nivel habitual de tipos de interés y en función del riesgo asociado con la idiosincrasia de las distintas facilidades. Aunque en los dos últimos años la valoración de dicho riesgo ha sido cada vez menos conservadora en ambos mercados (véanse, por ejemplo, los comentarios del Capítulo VI), los diferenciales en el mercado de préstamos sindicados parecen haber caído relativamente más rápido (véase el Gráfico VII.9, panel derecho). El reciente estrechamiento de márgenes en los dos mercados recuerda a las condiciones imperantes hacia finales del periodo anterior de bajos tipos de interés de 1993–95, si bien resulta menos acentuado si se compara con el bienio que abocó a la crisis asiática. La valoración del riesgo se tornó crecientemente rigurosa a finales de los años 90, posiblemente favorecida por la intensidad de la demanda, antes de que se impusiese la reciente contracción de los diferenciales de crédito. Una comparación de la valoración de riesgos en préstamos y bonos en sus respectivos mercados revela que, para prestatarios de calificación crediticia similar, la sensibilidad de los rendimientos al riesgo de crédito ha sido menor en los préstamos que en los bonos (véase el Gráfico VII.9, panel izquierdo). De hecho, la convergencia en la valoración de riesgos observada en la década de los 90 parece haberse invertido rápidamente a medida que los mercados crediticios parecen haberse vuelto mucho menos discriminatorios desde 2001.

... y en el énfasis en la negociación por cuenta propia

Otro síntoma de la mayor asunción de riesgos es una mayor exposición de los bancos de inversión a la negociación por cuenta propia. Esta tendencia se aprecia en que la mayor parte del aumento generalizado en la exposición del capital al riesgo de mercado, según refleja el valor en riesgo (VaR) del sector en 2003, puede atribuirse a un mayor riesgo de tipos de interés (véase el Gráfico VII.10). La alta volatilidad de los mercados de bonos durante el verano boreal habría desempeñado un papel fundamental en el aumento del VaR por tipos de interés de los bancos en el tercer trimestre de 2003. Sin embargo, a finales de 2003 este cálculo del VaR seguía siendo un 20% superior



al de un año antes, incluso después de que las instituciones hubieran tenido tiempo de ajustar sus posiciones de riesgo.

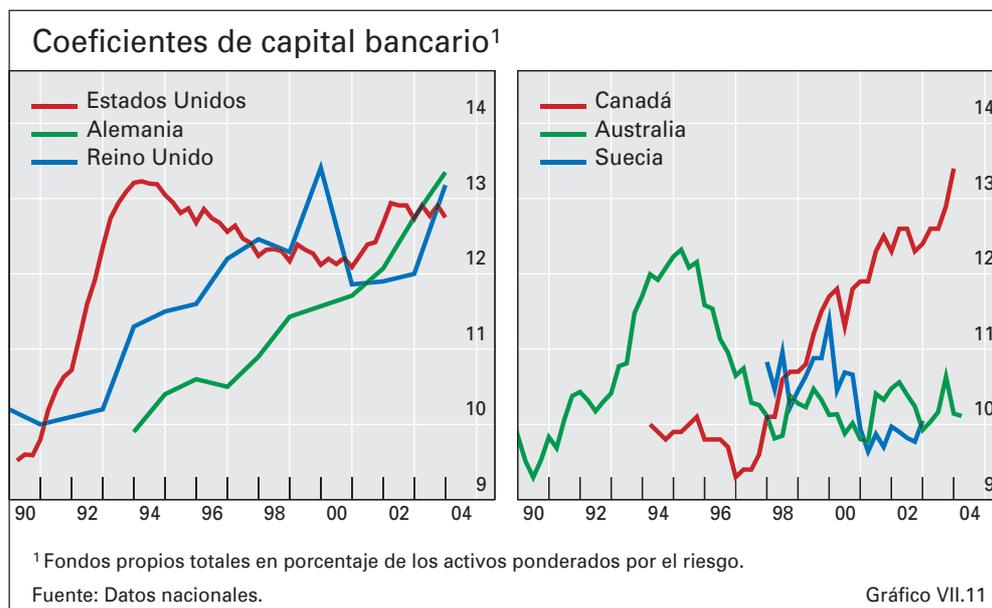
Durante el periodo examinado, el sistema financiero continuó aumentando su exposición directa e indirecta al sector de fondos de cobertura (*hedge funds*). A medida que estos fondos de gestión alternativa crecieron en número y tamaño, se intensificó la competencia entre las mayores entidades bancarias por el rentable negocio de servicios especializados de intermediación, atrayendo a actores que prácticamente se habían retirado de esta actividad unos años antes. Asimismo, los bancos habrían invertido cantidades significativas de su propio capital en fondos de cobertura de renta fija, como estrategia complementaria a la expansión de sus operaciones de negociación por cuenta propia. Estas afluencias de capital, unidas al creciente interés mostrado por los inversionistas institucionales, han contribuido a que los fondos de cobertura se conviertan en actores importantes del mercado de crédito a empresas.

Factores que contribuyen a asumir más riesgo

La mayor asunción de riesgos por parte de las entidades bancarias puede hallar explicación en la confluencia de una serie de factores de la coyuntura actual. El factor principal parece ser la acumulación de unos sólidos excedentes de recursos propios como consecuencia de los buenos resultados anteriores y de unas mejores condiciones económicas (véase el Gráfico VII.11). La escasa rentabilidad en algunas de las líneas de negocio más tradicionales puede haber apremiado a los bancos a buscar oportunidades lucrativas para su capital en actividades de mayor riesgo. De modo similar, una disminución de los ingresos procedentes de la clientela en el ámbito de la consultoría empresarial ha motivado la búsqueda de rentabilidad en la banca de inversión.

La asunción de riesgos estimulada por el excedente de capital ...

Otro factor está relacionado con la intensificación de la competencia en el segmento de la intermediación financiera tradicional. La demanda de crédito



... una mayor
competencia ...

por parte de las empresas ha sido escasa debido a la reducción de sus inversiones, a la menor actividad de fusiones y adquisiciones y al aumento de préstamos sindicados contratados directamente por los prestatarios. Todo ello ha endurecido la competencia de precios entre los prestamistas con el fin de captar negocio de inversión crediticia, incluso aunque no existan perspectivas reales de que el prestatario vaya a generar en el futuro un negocio secundario que origine comisiones, como servicios de asesoría en fusiones o de aseguramiento de emisiones de deuda. El estrechamiento de los diferenciales de los bonos y del crédito (véase el Gráfico VII.9) es indicativo de este fenómeno generalizado de búsqueda de negocio.

... y una amplia
liquidez

Por último, el creciente interés por la negociación por cuenta propia se vio favorecido por una abundante liquidez en los mercados financieros y por un mayor apetito por el riesgo. La financiación neta de operaciones con pacto de recompra por los principales intermediarios financieros de Estados Unidos se ha acelerado en los tres últimos años. En porcentaje de sus activos totales, dicha financiación casi se duplicó entre principios de 2002 y finales de 2003 (véase el Gráfico VII.10, panel izquierdo). La comodidad derivada del uso más generalizado de tecnologías avanzadas para la gestión de riesgos y de la actitud más relajada de los accionistas ante unos rendimientos volátiles durante un periodo de crecimiento de los beneficios bien ha podido reforzar el recurso de los bancos a la negociación por cuenta propia.

Peligros potenciales

El principal peligro de asumir más riesgos radica en que el sector financiero se vuelve más vulnerable ante una evolución negativa del crecimiento económico y de los tipos de interés.

Vulnerabilidad
ante la subida
de los tipos de
interés ...

El principal riesgo de la búsqueda de nuevos negocios antes mencionada es que las entidades bancarias pueden haber otorgado préstamos a un precio demasiado bajo apoyándose en previsiones optimistas de un entorno duradero de tipos de interés bajos y de elevadas tasas de crecimiento económico sostenido. Cuando los diferenciales de crédito son estrechos, se reduce considerablemente la capacidad de absorber pérdidas. Si la recuperación económica resultara desequilibrada o más lenta, podría generarse un mayor número de incumplimientos entre las empresas prestatarias de lo que las entidades bancarias han descontado en sus diferenciales de riesgo. Esta situación podría desembocar en pérdidas por insolvencias crediticias inesperadamente altas para los prestamistas. A su vez, un sector financiero dañado por un entorno macroeconómico adverso podría debilitar aún más el panorama macroeconómico, por ejemplo restringiendo en mayor medida la concesión de créditos.

... y ante una curva
de rendimientos
más plana

El riesgo principal que corren los bancos de inversión en la negociación de productos de renta fija por cuenta propia surge de confiar en la abundante liquidez del mercado y en la inclinación de la curva de rendimientos. Si estas actividades registrasen grandes pérdidas, algunos participantes podrían verse afectados si la liquidez del mercado se agotara o la curva de rendimientos se aplanara más allá de las expectativas ya incorporadas en los actuales tipos de interés a plazo. Además, deshacer simultáneamente

las posiciones más arriesgadas podría activar o agudizar movimientos desfavorables en el mercado, particularmente en mercados con mucha concentración (véase el Capítulo VI).

Las autoridades de Estados Unidos han expresado similar preocupación con respecto al nivel de endeudamiento de las empresas respaldadas por el Gobierno. En septiembre de 2003, estas empresas acumulaban una deuda por importe de 2,4 billones de dólares, cuyos recursos se destinaron a acumular carteras de hipotecas y de bonos de titulización hipotecaria, muy sensibles a las oscilaciones en los tipos de interés o a la actividad de refinanciación. Aun cuando las instituciones siguen cubriendo estos riesgos, la magnitud de los mismos ha suscitado dudas acerca de la capacidad del sistema en su conjunto para absorber sin problemas el riesgo de tipos de interés más altos. Dado que la cobertura requiere vender bonos con vencimiento a largo plazo a medida que suben los tipos, el efecto en el mercado de bonos podría ser significativo.

La deuda de los hogares y la estabilidad financiera

Tal y como se ha señalado anteriormente, la capacidad de reacción del sector bancario se debió en parte a la fuerte demanda de servicios financieros por los hogares, incluidos servicios hipotecarios y crédito al consumo. El crecimiento de la deuda de los hogares no sólo proporcionó ingresos por comisiones a las entidades bancarias, sino que también redujo el riesgo de crédito gracias al buen comportamiento de los préstamos inmobiliarios en un contexto de subida del precio de la vivienda.

A lo largo de los últimos años, la deuda de los hogares ha aumentado hasta alcanzar niveles históricos en muchos países, principalmente por el bajo coste del endeudamiento y el relajamiento de las restricciones de liquidez. El crecimiento de la deuda de los hogares ha sido especialmente marcado en Australia, España y los Países Bajos, con tasas de crecimiento medio anual entre el 12% y el 15% en los últimos cinco años, seguidos de Italia, el Reino Unido, Estados Unidos y algunos de los países nórdicos (véase el Cuadro VII.4). Por el contrario, el endeudamiento de los hogares en Alemania y Japón casi no ha experimentado variaciones. En conjunto, la relación entre la deuda de los hogares y la renta personal disponible aumentó de forma constante en la mayoría de los países industrializados, pasando de un promedio cercano al 90% en 1990 al 115% en 2003.

El aumento del endeudamiento de los hogares se ha producido en un contexto de rápido crecimiento de la riqueza de las familias y de niveles de tipos de interés muy bajos. Con respecto a la riqueza, el valor de los activos de los hogares creció de forma considerable en la última década, estimulado en un primer momento por el auge del mercado de valores y más recientemente por unos precios de la vivienda más elevados. Concretamente en 2003, el buen comportamiento de ambos mercados provocó un notable incremento del patrimonio neto de las familias en los países de la OCDE. Por consiguiente, el aumento de la deuda de los hogares es menos señalado cuando se lo compara con el crecimiento de los activos totales de las familias

La deuda de los hogares ha aumentado considerablemente ...

... al tiempo que lo ha hecho la riqueza ...

Precios de la vivienda y deuda de los hogares					
	Inmuebles residenciales			Deuda de los hogares ¹	
	1995–2002	2003	2003	1995–2002	2003
	Variación nominal ²		Nivel ³	Variación nominal ²	
Estados Unidos	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Japón ⁴	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Alemania	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Reino Unido	11,9	10,0	100	8,5	9,3
Francia	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italia	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Canadá	3,6	11,0	100	5,9	6,2
España	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Países Bajos	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australia	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Suiza	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Bélgica	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Suecia	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Noruega	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Dinamarca	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finlandia	8,2	7,4	84	7,0 ⁵	12,3
Irlanda	14,5	13,9	100

¹ Concepto basado en las cuentas financieras en sentido amplio cuando sea posible; de lo contrario, crédito bancario; cifras parcialmente estimadas. ² Variación porcentual anual. ³ Periodo en el que los precios de los inmuebles destinados a vivienda en términos reales alcanzaron su nivel máximo = 100. ⁴ Precios del suelo. ⁵ 1996–2002.

Fuentes: Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Wüest & Partner; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro VII.4

que cuando se hace con el crecimiento de la renta personal disponible. Con respecto a los tipos de interés, el coeficiente de servicio de la deuda —indicador clave de la solvencia financiera del sector hogares— se ha mantenido por debajo de los promedios históricos en muchos países, principalmente porque los tipos de interés han permanecido en niveles históricamente bajos (véase el Gráfico VII.12).

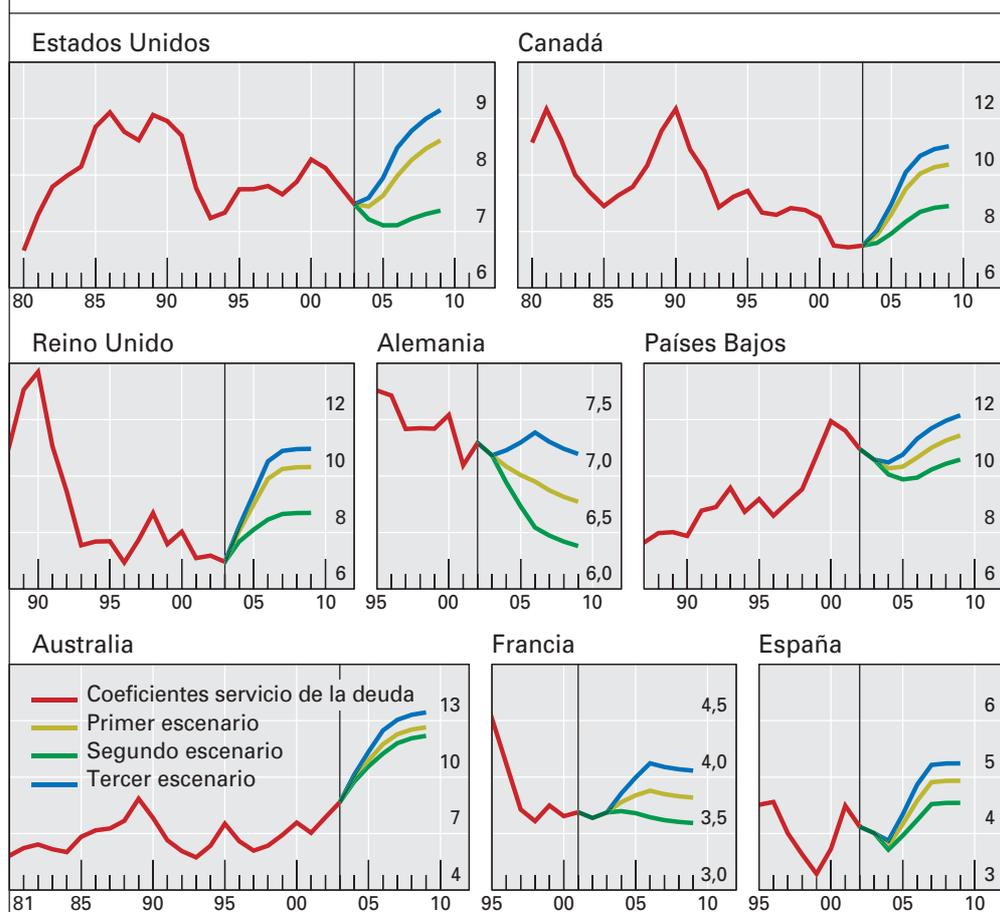
En todo caso, el alto endeudamiento de los hogares genera preocupación sobre la vulnerabilidad financiera de los consumidores, lo que podría tener consecuencias para el sistema financiero.

La primera preocupación tiene que ver con una subida de los tipos de interés. El consiguiente aumento de la carga del servicio de la deuda podría conducir a impagos de créditos hipotecarios y pérdidas para los intermediarios financieros. Es importante señalar que la repercusión de la subida de los tipos de interés varía de forma significativa según los países, dependiendo de las características de cada sistema de financiación hipotecaria. Entre los factores que pueden diferir ampliamente figuran la duración del tipo de interés hipotecario, el coste de refinanciación, el grado de desarrollo de la titulización hipotecaria, los costes de transacción y el tratamiento fiscal específico aplicable a la compra de viviendas. En países en los que prevalecen los tipos de interés variables para los créditos hipotecarios, como es el caso de Australia, España, Irlanda, el Reino Unido y la mayoría de los países

... aumentando la vulnerabilidad de los hogares ...

... ante una subida de los tipos de interés ...

Análisis de sensibilidad de los coeficientes del servicio de la deuda¹



¹ Las proyecciones reflejan la sensibilidad estimada de los tipos de interés efectivos de la deuda de los hogares a los tipos de interés oficiales y a los diferenciales sobre la base de datos históricos para cada país. El efecto sobre el coeficiente del servicio de la deuda se calcula entonces en función de la trayectoria prevista del tipo de interés efectivo y de la relación deuda/renta de los hogares en tres supuestos. En el primer escenario, el tipo de interés a corto plazo vuelve a su promedio histórico (desde 1990) en tres años y la relación deuda/renta se mantiene en su nivel actual. En el segundo escenario, el tipo de interés a corto plazo aumenta progresivamente 200 puntos básicos en tres años y el crecimiento de la renta anual supera el crecimiento de la deuda de los hogares en un 2%. El tercer escenario es similar al primero, pero la deuda de los hogares crece un 2% anual más rápido que la renta de los hogares en los tres años siguientes.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.12

nórdicos, una subida de los tipos de interés afectaría rápidamente al sector de los hogares, sobre todo si se produce de forma inesperada. Las tensiones financieras en este sector podrían provocar un deterioro de la calidad de la cartera de préstamos de las instituciones financieras. Por el contrario, cuando los créditos hipotecarios son principalmente a tipo de interés fijo, como ocurre en Alemania, Estados Unidos, Francia e Italia, el riesgo de tipos de interés lo soportan directamente las instituciones de crédito. La eficacia de las estrategias de cobertura frente al riesgo de tipos de interés podría verse muy dificultada en presencia de alternativas de refinanciación poco costosas que introducen el riesgo de amortización anticipada. Existen otros factores que tienden a limitar la vulnerabilidad de las entidades bancarias ante tensiones en el mercado hipotecario. En países donde la titulización hipotecaria está plenamente desarrollada, los préstamos inmobiliarios podrían venderse

fuera del sistema bancario, transfiriendo así parte del riesgo de interés al mercado de capitales. Adicionalmente, la desgravación de los pagos de intereses hipotecarios tiende a rebajar el tipo de interés efectivo de la deuda de los hogares, reduciendo por ello la sensibilidad del coste del servicio de la deuda a los tipos de interés.

No obstante, no es muy probable que el riesgo de tipos de interés por sí solo plantee una seria amenaza a la situación patrimonial de las familias. Manteniendo constante la relación entre el endeudamiento y la renta de los hogares, una subida de los tipos de interés a corto plazo tiende a aumentar el tipo de interés efectivo de la deuda familiar y, por extensión, la carga del servicio de la misma. Sin embargo, estimaciones basadas en datos agregados indican que el coeficiente de servicio de la deuda permanecería muy por debajo de su máximo histórico en la mayoría de los países (con la notable excepción de Australia), aun en el caso de que se produjera una fuerte subida de tipos de interés (primer escenario del Gráfico VII.12). Por ejemplo, un retorno del tipo oficial a su promedio histórico en el Reino Unido (es decir, un aumento de 335 puntos básicos) en tres años situaría el coeficiente de servicio de la deuda ligeramente por encima del 10%, un nivel muy inferior al máximo alcanzado a principios de los años 90.

El efecto de las variaciones de los tipos de interés sobre la capacidad de servicio de la deuda también depende de forma crítica del crecimiento de la renta. Si la economía experimentara una fuerte recuperación y la renta creciera más que la deuda, los aumentos en la carga del servicio de la deuda serían mucho menores. Sin embargo, si la relación entre deuda y renta familiar siguiera aumentando, una subida de tipos de interés podría generar dificultades financieras significativas en el sector de los hogares (el tercer escenario del Gráfico VII.12).

Una segunda preocupación gira en torno a la posibilidad de que tasas de encarecimiento de la vivienda significativamente más bajas, o incluso una caída de precios, podrían obligar a las familias a reducir su gasto. Si esto ocurriera antes de afianzarse la expansión del sector empresarial, el sector financiero perdería una importante fuente de resistencia. Además, si los precios acabaran por caer, probablemente se producirían incumplimientos de créditos hipotecarios y tensiones financieras. La severidad de esta reacción depende en parte del establecimiento de límites prudenciales para la relación importe del préstamo/valor de tasación. Éstos varían considerablemente: del 50% en Italia al desorbitado 110% recientemente observado en los Países Bajos. El efecto de una relación préstamo/valor alta se refuerza si se combina con prácticas contables hipotecarias basadas en el valor de mercado actual del inmueble (como las que siguen la mayoría de los países industrializados, excepto Alemania, Dinamarca y Suiza).

Mientras que lo anterior se aplica a todos los agentes económicos, la incidencia de las tensiones no tiene por qué repartirse uniformemente entre los diferentes subgrupos de hogares. Los hogares de renta más baja, que son los que tienen mayor probabilidad de verse afectados por un descenso de la renta o por un aumento del desempleo, soportan una carga por servicio de la deuda relativamente pesada. En Estados Unidos, por ejemplo, alrededor de

... o ante un crecimiento de la renta más lento

La exposición de las entidades bancarias a los precios de la vivienda ...

... y a la deuda de los hogares ...

una cuarta parte de los hogares con escasos ingresos soporta un servicio de la deuda superior al 40% de su renta. Por el contrario, sólo el 2,5% de los hogares en el decil de renta superior están endeudados a un nivel comparable. Por tanto, tener en cuenta el efecto de la distribución de la deuda entre los hogares podría tener repercusiones importantes para la valoración del riesgo asociado al creciente endeudamiento de los mismos.

En términos generales, si bien la deuda de los hogares no debería constituir un riesgo directo importante para los intermediarios financieros, podría tener un efecto indirecto en forma de mayor sensibilidad del gasto de los consumidores a los tipos de interés y a los precios de los activos (véase el Capítulo II). Si el gasto de los consumidores se redujera de manera sensible, podrían verse afectados los beneficios empresariales y su capacidad para afrontar el servicio de la deuda. Además, no se puede descartar del todo la posibilidad de que estos acontecimientos desfavorables, incluidas una subida de los tipos de interés o una disminución de los precios de los activos, puedan producirse simultáneamente. De ser así, los efectos macroeconómicos del incremento del endeudamiento serían más complejos, por lo que este riesgo indirecto para las instituciones financieras sería más difícil de cubrir.

... es sólo indirecta