

VII. El sector financiero en las economías industriales avanzadas

Aspectos más destacados

El periodo analizado se caracterizó por tensiones generalizadas en el sector financiero de las economías industriales avanzadas.

Los años de crecimiento y de alta rentabilidad para las entidades financieras terminaron de improviso en 2007 al transmitirse por todo el sistema financiero tensiones procedentes principalmente de la exposición al sector inmobiliario residencial. La creciente tasa de impagos en el mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo (*subprime*) obligó al reconocimiento de cuantiosas pérdidas de valoración en las carteras de titulización hipotecaria de muchas instituciones. La situación se deterioró por rachas tras el verano y numerosas entidades sufrieron problemas de financiación en el mercado interbancario. El periodo también estuvo salpicado de amagos de quiebra de importantes instituciones financieras, que indujeron la intervención del sector público para evitar un colapso desordenado con posibles alteraciones sistémicas.

La gravedad y la velocidad con que se transmitieron las tensiones pusieron a prueba la robustez de numerosas estructuras innovadoras creadas durante los últimos años en el sector financiero, al tiempo que pusieron de manifiesto el grado de interconexión entre mercados e instituciones. Lo que había comenzado siendo un problema específico de un segmento del mercado hipotecario estadounidense se convirtió en una fuente de pérdidas para entidades financieras de todo el mundo que mantenían valores relacionados con dicho mercado. La incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas se vio exacerbada por la complejidad de las nuevas estructuras empleadas en los procesos de titulización. La reticencia a asumir riesgos ocasionó la falta de liquidez, poniendo de relieve las deficiencias de los mecanismos de financiación de numerosas entidades financieras.

Dado que numerosas instituciones financieras siguen manteniendo balances debilitados pese al continuo deterioro de las perspectivas macroeconómicas, es probable que una inflexión del ciclo crediticio plantee persistentes contratiempos para la actividad económica. La evolución de la situación dependerá crucialmente de las interacciones dinámicas entre el sector financiero y el entorno macroeconómico. La menor disponibilidad de crédito, consecuencia de las medidas adoptadas por el sector financiero para intentar mantener su base de capital, podría prolongar el periodo de escasa rentabilidad al afectar al gasto agregado, la actividad económica y la calidad de los activos. Estos efectos podrían propagarse asimismo entre países, a medida que los debilitados sistemas bancarios tiendan a reducir sus posiciones internacionales. Aparte de sus repercusiones en el ciclo económico, este periodo de fuertes tensiones anuncia cambios

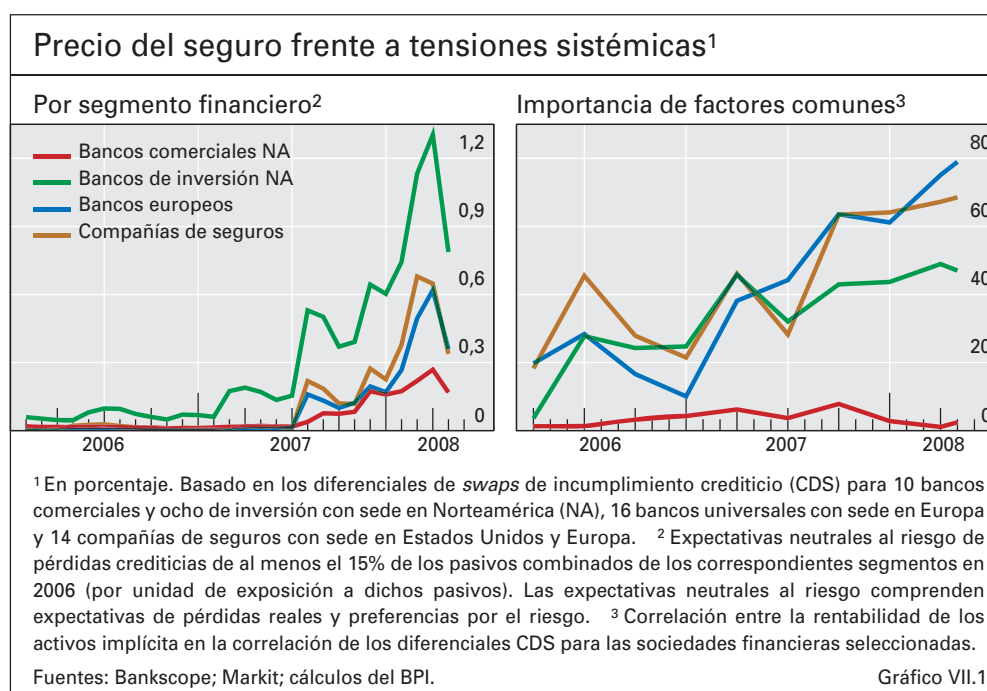
estructurales. Las entidades financieras están revisando los supuestos que alentaron el giro hacia un modelo de negocio centrado en la concesión de préstamos y la distribución de sus riesgos mediante la titulización. Al mismo tiempo, los poderes públicos están revisando aspectos del marco de regulación prudencial que no funcionaron como se esperaba.

El sector financiero está sometido a tensiones

La persistente y compleja convulsión financiera...

La inestabilidad afectó en diversa medida a entidades de casi todos los segmentos del sector financiero de las economías industriales avanzadas. En comparación con otros episodios de tensión recientes, éste se ha caracterizado por una mayor persistencia y complejidad. Los agentes del mercado y los poderes públicos se han visto sorprendidos por igual ante el fuerte grado de transmisión de las tensiones entre entidades y mercados, así como por la limitada eficacia de los instrumentos de política tradicionales. El coste de la cobertura frente a pérdidas importantes del valor del activo de las mayores entidades financieras permite conocer tanto el grado en que los agentes del mercado revaluaron la probabilidad de riesgo sistémico, como su decreciente tolerancia a éste. Los indicadores aproximados del precio de esa cobertura basados en las cotizaciones de los derivados de crédito se dispararon hasta niveles inéditos en el verano de 2007, permaneciendo en cotas elevadas durante el resto del periodo analizado en todos los segmentos del sector (véase el Gráfico VII.1). Esta escalada puede atribuirse a una creciente percepción del riesgo de impago entre los agentes del mercado y a su convicción de que estaban operando factores comunes de ese riesgo en los distintos segmentos.

Tres elementos interconectados caracterizaron este periodo de fuertes tensiones. El primero fueron las tasas de morosidad de los préstamos



hipotecarios para la adquisición de vivienda, muy superiores a las expectativas incorporadas en los precios de esos préstamos. El segundo fue la errónea apreciación de numerosos agentes del mercado sobre la complejidad y opacidad inherentes a los instrumentos complejos de financiación estructurada, lo que hizo difícil valorar su exposición al riesgo. Conforme las entidades se afanaban por reajustar la valoración de los riesgos asumidos en sus balances, cayeron en la cuenta de la sensibilidad de esas valoraciones ante cambios en los supuestos implícitos en sus modelos de valoración. Por último, la incertidumbre de los agentes del mercado sobre la magnitud de las pérdidas subyacentes y su distribución a lo largo y ancho del sistema contribuyó a un drenaje generalizado de liquidez en el mercado, lo que a su vez exacerbó las incertidumbres sobre los precios y complicó cada vez más las condiciones de financiación.

... aumentó la percepción del riesgo de las instituciones financieras

Banca comercial

Los bancos, tanto comerciales como universales, fueron de los más perjudicados por este episodio de convulsión. El reconocimiento de pérdidas de valoración en sus carteras de riesgo hipotecario en Estados Unidos durante el periodo analizado redujo considerablemente la rentabilidad del sector. En comparación con años anteriores, los beneficios de la banca en 2007 (cuando se produjo la primera oleada de pérdidas por ajustes de valoración) se mantuvieron estables en el mejor de los casos, aunque disminuyeron en la mayoría de los países (véase el Cuadro VII.1).

El acusado deterioro de los beneficios bancarios en Estados Unidos reflejó el empeoramiento generalizado de las distintas partidas de la cuenta de resultados. El margen de intermediación se redujo y aumentaron los gastos

Notables caídas de los beneficios bancarios en EEUU...

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Provisiones para préstamos dudosos			Margen de intermediación			Costes de operación		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australia (4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canadá (5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Suiza (6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70
Alemania (7) ²	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
España (5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
Francia (5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Reino Unido (8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Italia (4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Japón (13) ²	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Países Bajos (4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Suecia (4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
Estados Unidos (11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51

¹ Todos los valores se han calculado con las NIIF; las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. ² Los valores se han calculado combinando las normas GAAP locales y de Estados Unidos.

Fuentes: Bankscope; FitchRatings.

Cuadro VII.1

de operación, revirtiéndose la tendencia a la contención de costes iniciada varios años atrás. Todos los indicadores de costes relacionados con el crédito repuntaron al alza. La dotación de provisiones para insolvencias experimentó su mayor aumento en 20 años, como reflejo de los problemas en los mercados hipotecarios y, eventualmente, por la desaceleración gradual de la actividad económica y el aumento de la morosidad. Aun así, las reservas dotadas no pudieron seguir el ritmo de los préstamos fallidos, con el resultado de una caída del coeficiente de cobertura por debajo de la unidad por vez primera desde 1993.

... al igual que en Suiza y Alemania

El panorama en Europa fue más dispar. Aunque los beneficios cayeron en general, en algunos países los gastos de operación mantuvieron su tendencia a la baja de los últimos años. La dotación de provisiones para insolvencias se mantuvo estable en la mayoría de los casos y la menor rentabilidad pareció deberse básicamente a un estrechamiento de los márgenes de intermediación. Uno de los motivos de esta caída de márgenes podría ser la creciente utilización por bancos europeos de fuentes de financiación mayoristas y de mercado, cuyo precio suele ser más sensible que el de la base de depósitos minorista a desplazamientos de las curvas de rendimiento y al riesgo. Apartándose un tanto de la tendencia general, la banca española mejoró sus resultados, incluidos sus márgenes de intermediación, pese al apreciable aumento de la dotación de provisiones para insolvencias. Los beneficios de los bancos suizos y alemanes cayeron con fuerza pese a la relativa estabilidad de sus provisiones para insolvencias, posiblemente porque las tensiones se concentraron en sus carteras de valores más que en las de créditos. El descubrimiento en un importante banco francés del mayor fraude de la historia en la intermediación de valores reveló deficiencias en los controles internos, si bien la pérdida de 4.900 millones de euros no provocó el colapso de la entidad.

Los problemas de financiación conllevaron la nacionalización de una institución británica...

Los bancos británicos anunciaron cancelaciones contables considerables como resultado de su exposición al sector inmobiliario estadounidense, pero en conjunto no registraron pérdidas importantes durante el año. Sin embargo, el pánico bancario que se adueñó de los depositantes minoristas de Northern Rock, tras divulgarse las dificultades de la entidad para financiar su cartera hipotecaria en el mercado monetario mayorista, fue la típica estampa de un sistema bancario en dificultades. El rápido deterioro de la liquidez del banco desencadenó la intervención de los supervisores nacionales, primero mediante inyecciones de liquidez respaldada por garantías ilíquidas y más tarde con la nacionalización de la entidad para preservar su valor hasta que mejorasen las condiciones del mercado. A fin de evitar la propagación del pánico entre los depositantes, el Gobierno anunció la garantía generalizada de los depósitos en todos los bancos británicos. La evolución de los acontecimientos también obligó a las autoridades británicas a analizar a fondo los mecanismos institucionales para gestionar entidades bancarias en dificultades.

... mientras la banca japonesa sufría en menor medida los efectos de la convulsión

Aunque los beneficios de la banca japonesa se redujeron en el periodo analizado, la convulsión financiera les afectó menos que a los bancos europeos y norteamericanos. La tasa de morosidad de la cartera de inversión crediticia siguió disminuyendo. El descenso de las provisiones fue limitado,

Coeficientes de capital y liquidez de los principales bancos ¹									
	Capital Nivel 1/activos ponderados por riesgo			Préstamos en mora/activos totales			Préstamos netos/depósitos totales		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australia (4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canadá (5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Suiza (4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3
Alemania (7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
España (5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
Francia (4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Reino Unido (7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Italia (4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Japón (10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Países Bajos (4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Suecia (4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
Estados Unidos (11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5

¹ Medias ponderadas por los activos totales; en porcentaje; las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos.
Fuente: Bankscope. Cuadro VII.2

debido básicamente a los riesgos asumidos frente a entidades de crédito al consumo. En conjunto, la solvencia de la banca japonesa no se vio muy alterada y su acceso a la financiación no resultó perjudicado, gracias en parte a su amplia base de depósitos.

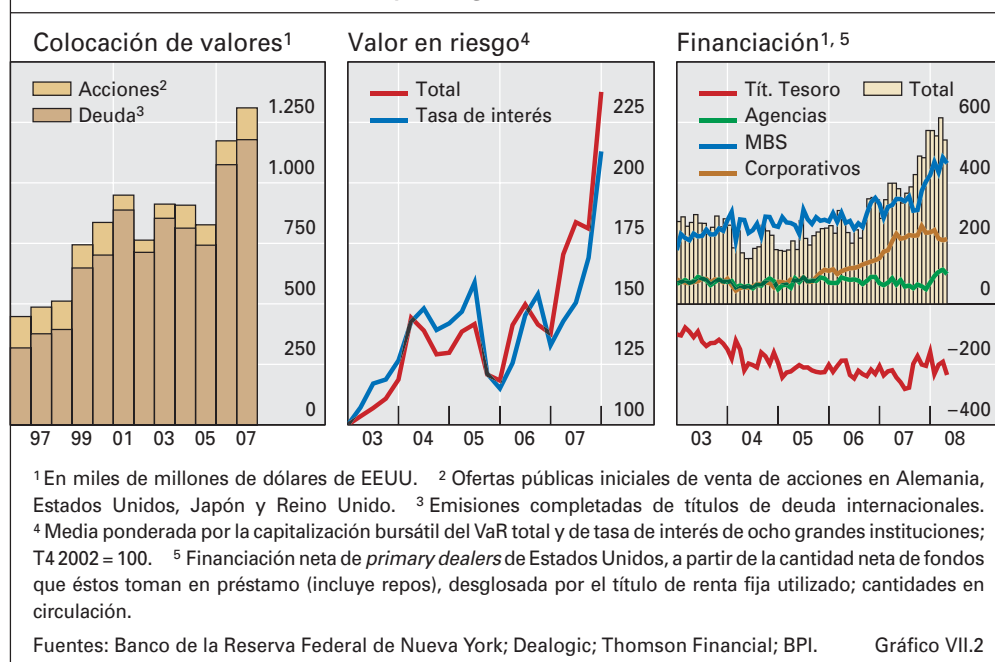
Banca de inversión

La banca de inversión puede haber sido el segmento del sector financiero más afectado por la inestabilidad. Sus beneficios cayeron drásticamente y algunas instituciones se vieron obligadas a captar importantes volúmenes de capital nuevo. El episodio de crisis próximo a la quiebra de una de las mayores firmas de Wall Street marcó un punto crítico en la evolución de los acontecimientos. Al mismo tiempo, la reacción de las autoridades estadounidenses facilitando liquidez al sector indicó un cambio de actitud con posibles repercusiones a largo plazo sobre el diseño de la política de supervisión prudencial.

Los graves problemas de la banca de inversión...

La rentabilidad de los bancos de inversión se deterioró bruscamente a partir de agosto de 2007. La rentabilidad sobre recursos propios de las mayores entidades estadounidenses y europeas cayó en 2007 a niveles cercanos al 7,4% y al 4,6%, respectivamente, menos de un tercio de los máximos alcanzados en 2006, y los resultados de algunas entidades fueron incluso negativos en el año. La mayor parte del deterioro de la rentabilidad se debe a pérdidas por exposición a activos de titulación hipotecaria, crédito al consumo y derivados relacionados. Los ingresos de la cartera de negociación se redujeron a la mitad por efecto de la inestabilidad en numerosos mercados de valores. En cambio, los ingresos procedentes de la gestión de activos y patrimonios, así como las comisiones de colocación y aseguramiento de ofertas públicas iniciales de venta de valores (OPV) y de asesoramiento en operaciones de fusión y adquisición de empresas, sostuvieron en general los resultados, al menos hasta final de año (véase el Gráfico VII.2). Sin embargo,

Indicadores de actividad y riesgo en la banca de inversión



ambas líneas de negocio mostraron síntomas claros de debilidad en el primer trimestre de 2008 conforme remitía el flujo de operaciones y se cancelaban numerosas OPV.

... a raíz de sus importantes riesgos de contraparte y de liquidez...

Debido a la naturaleza de sus actividades, la banca de inversión es más vulnerable a condiciones de mercado desfavorables que la banca comercial, al operar con menores coeficientes de capital y asumir en general mayor riesgo. Sin una base de depositantes minoristas, la captación de fondos de los bancos de inversión depende en mayor grado de los mercados de capitales, al tiempo que la gestión de su liquidez a corto plazo requiere del buen funcionamiento de los mercados monetarios. Durante la convulsión financiera, la incertidumbre de las contrapartes sobre la magnitud y distribución de los riesgos asumidos por la banca de inversión en categorías de activos poco rentables ocasionó una grave escasez de liquidez. Los más afectados fueron los bancos de inversión independientes que no pertenecen a grupos financieros con actividades de banca comercial. La gravedad de los problemas de financiación obligó a la Reserva Federal a extender excepcionalmente sus facilidades de financiación a sociedades de valores que son también *primary dealers* en las operaciones del banco central (véase el Capítulo IV). Los bancos de inversión hicieron amplio uso de esas facilidades para sustituir bonos de titulación hipotecaria (MBS) de sus carteras por títulos de deuda pública que utilizarían como garantía en sus operaciones de financiación con pacto de recompra (véase el panel derecho del Gráfico VII.2).

... indujeron una intervención pública a gran escala

La crisis cercana a la quiebra de Bear Stearns marcó un hito fundamental en este dilatado periodo de agitación financiera. Esta importante sociedad de Wall Street se encontró muy pronto en el ojo del huracán como consecuencia de su destacada participación en procesos de titulación hipotecaria. En el verano de 2007, la firma tuvo que respaldar a *hedge funds* asociados que habían incurrido en fuertes pérdidas debido a su exposición a hipotecas de

alto riesgo. En marzo de 2008, la liquidez de la entidad sufrió un rápido deterioro, lo que indujo a la Reserva Federal a intervenir con medidas inéditas desde la Gran Depresión. Así, le concedió inicialmente un préstamo utilizando como intermediario a un banco comercial y días después concedió financiación y garantías para facilitar su total adquisición por dicho banco. Esta intervención extraordinaria intentaba evitar el cierre descontrolado de las importantes posiciones que Bear Stearns mantenía en los mercados al contado y de derivados, que de haberse producido, habría exacerbado la incertidumbre y la falta de liquidez en el mercado. Especial preocupación revistieron los riesgos relacionados con la función de esta sociedad como creador de mercado en el segmento CDS y como intermediario en operaciones con pacto de recompra tripartitas. La determinación de las autoridades al adoptar medidas decisivas para estabilizar la situación contribuyó a revertir la crisis de confianza de los agentes del mercado, propiciando el estrechamiento de los diferenciales y la reducción de las primas de riesgo (véase el Gráfico VII.1, así como el Capítulo VI). Al mismo tiempo, el carácter nada convencional de la intervención suscitó interrogantes acerca de sus efectos a largo plazo sobre la estructura de incentivos del sistema. Es probable que una voluntad manifiesta de extender la red de seguridad del banco central a los bancos de inversión, incluso aunque sólo fuera en circunstancias extremas, tenga consecuencias para el diseño de la vigilancia prudencial de esas entidades, que no están sujetas a la supervisión del banco central.

Sector asegurador

En general, la convulsión financiera afectó a las entidades aseguradoras menos que a las instituciones bancarias. La mayoría de las compañías de seguros cosecharon resultados positivos y sus ingresos por primas conservaron su fortaleza. Con la salvedad de las aseguradoras de bonos (*monolines*), no se constató una exposición generalizada a las categorías de activos más afectadas por las turbulencias. Las pérdidas reconocidas en las carteras de activos hipotecarios de las mayores entidades aseguradoras fueron asequibles, salvo contadas excepciones, y a diferencia del sector bancario, no originaron problemas de financiación.

En el ramo de responsabilidad civil y accidentes, la ausencia de desastres naturales a gran escala limitó los costes por indemnizaciones y contribuyó a mejorar los beneficios y los coeficientes de solvencia de las aseguradoras. No obstante, de cara al futuro, la mayor frecuencia de desastres naturales a pequeña escala podría hacer necesario revisar al alza las estimaciones de costes.

El ramo asegurador más afectado por la inestabilidad fue el especializado en ofrecer cobertura crediticia a los emisores de bonos. Las compañías de seguros denominadas *monoline*, avalistas tradicionales de emisiones de bonos municipales, habían ampliado gradualmente su negocio proporcionando caución o crédito reforzado a productos financieros estructurados. Las pérdidas en estos productos conllevaron pagos superiores a los previstos en los contratos de garantía, poniendo a prueba los balances apalancados de las aseguradoras de bonos. Como resultado, su calificación crediticia quedó en entredicho y el precio de su deuda se desplomó (véase el panel izquierdo del Gráfico 8 del

Pese al buen funcionamiento generalizado del sector asegurador...

... las tensiones afectaron a las compañías *monoline*, fuertemente apalancadas

Capítulo VI). Algunas de las compañías más pequeñas sufrieron rebajas en su calificación y otras se vieron obligadas a conseguir inyecciones de capital para poder mantener una triple A, fundamental para su modelo de negocio. Las dificultades a las que se enfrentaron al intentar obtener capital nuevo motivaron la intervención de las autoridades supervisoras para evitar repercusiones en otros segmentos del mercado de deuda y en otras instituciones financieras.

Inversión apalancada

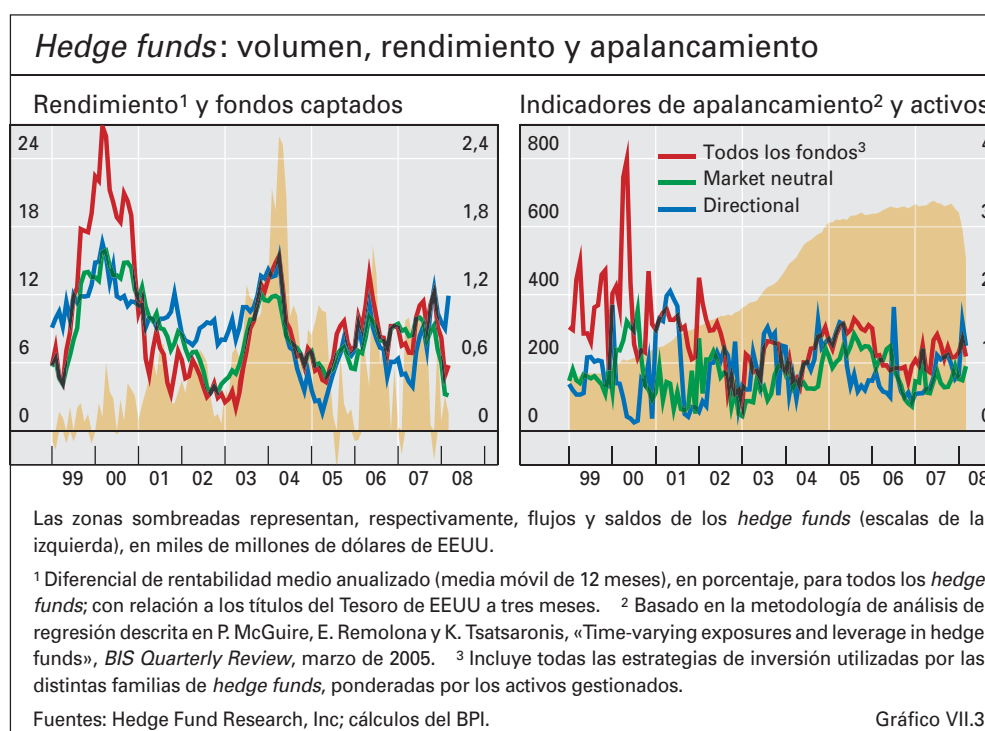
Conforme se endurecieron las condiciones de financiación en los mercados...

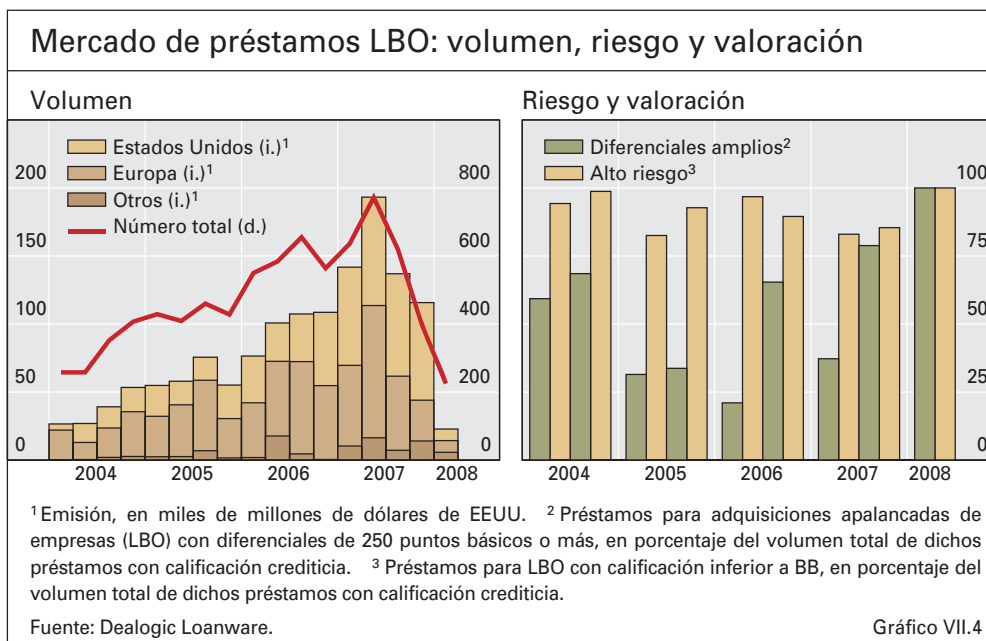
El segmento de inversión apalancada sufrió también las tensiones registradas en el sistema financiero, aunque sobre todo de forma indirecta. Los creadores de mercado y los prestamistas reaccionaron al deterioro de los balances y de los beneficios con un endurecimiento de las condiciones de financiación. Como resultado, los *hedge funds* y los fondos de capital inversión (*private equity funds*) tuvieron que adaptar su estrategia de inversión al mayor coste del endeudamiento.

Aunque los primeros síntomas de tensión estuvieron relacionados con *hedge funds* vinculados a importantes firmas de inversión, los resultados iniciales del segmento en conjunto fueron relativamente buenos. Durante 2007, la rentabilidad de la mayoría de las estrategias utilizadas por los *hedge funds* superó la de 2006 (véase el Gráfico VII.3), a excepción de los fondos de renta fija. Durante el año natural, las entradas netas en todos los tipos de fondos se mantuvieron en niveles comparables a los del pasado reciente.

... la actividad de los *hedge funds* se redujo...

En los primeros meses de 2008, la complicada situación del mercado se tradujo en resultados decepcionantes para muchos *hedge funds*, lo que provocó la retirada de algunos inversionistas. La situación se agravó por el deseo de los *prime brokers* (intermediarios especializados en la prestación unificada de servicios financieros) de reducir sus riesgos intensificando los





márgenes de garantías que exigían y endureciendo las condiciones de financiación. Numerosos fondos, sobre todo aquéllos que no ocupan los primeros puestos del segmento, encontraron dificultades para mantener abiertas sus posiciones y se vieron obligados a liquidar parte de sus carteras.

Los fondos de capital inversión sufrieron notables presiones durante el periodo analizado, al volverse más restrictivas las condiciones de financiación y disminuir las oportunidades de inversión. El éxito de años anteriores en la captación de fondos generó un exceso de recursos invertibles cuya colocación no se realizó de la forma habitual. La inversión en productos de financiación estructurada produjo abultadas pérdidas en algunos fondos de capital inversión e incluso la quiebra de una prestigiosa entidad recientemente cotizada en bolsa y vinculada a una destacada sociedad de capital inversión.

La concesión de préstamos ligados a adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) disminuyó sustancialmente durante el segundo semestre de 2007, paralizándose casi por completo en el primer trimestre de 2008 (véase el Gráfico VII.4). Las entidades promotoras encontraron crecientes dificultades para titular esos créditos ante las reticencias de otros prestamistas a asumir riesgos. La inquietud por los mayores riesgos de crédito y de concentración debido a la involuntaria acumulación de dichas exposiciones drenó el flujo de financiación destinado a estas operaciones.

Mercados inmobiliarios y pérdidas de valoración en entidades financieras

Los acontecimientos en el mercado inmobiliario desempeñaron un papel protagonista en la génesis y en la dinámica de la inestabilidad financiera. La exposición a las hipotecas estadounidenses para adquisición de vivienda, especialmente en los segmentos de mayor riesgo del mercado, fue la principal fuente de pérdidas tanto para las propias carteras de hipotecas como para las de valores relacionados con deuda hipotecaria. De cara al futuro, es probable que la dinámica del mercado inmobiliario también sea clave para la evolución de la situación económica general.

... y aumentaron las presiones sobre el capital inversión...

... conducentes a una contracción del mercado LBO

La desaceleración de los mercados inmobiliarios...

Absorción de pérdidas por <i>subprimes</i> y recapitalización ¹				
	Absorción de pérdidas			Recapitalización ²
	Volumen ²	% de beneficios ³	% del capital ⁴	
Bancos comerciales ⁵	197	102	21	169
Bancos de inversión ⁶	64	163	24	37

¹ A mediados de mayo de 2008. ² En miles de millones de dólares de EEUU. ³ Beneficios antes de impuestos en 2007 (para dos bancos comerciales, 2006). ⁴ Capital de Nivel 1 en 2007 (para bancos de inversión, patrimonio total). ⁵ Los 20 mayores. ⁶ Los cinco mayores.

Fuentes: Bankscope; Bloomberg. Cuadro VII.3

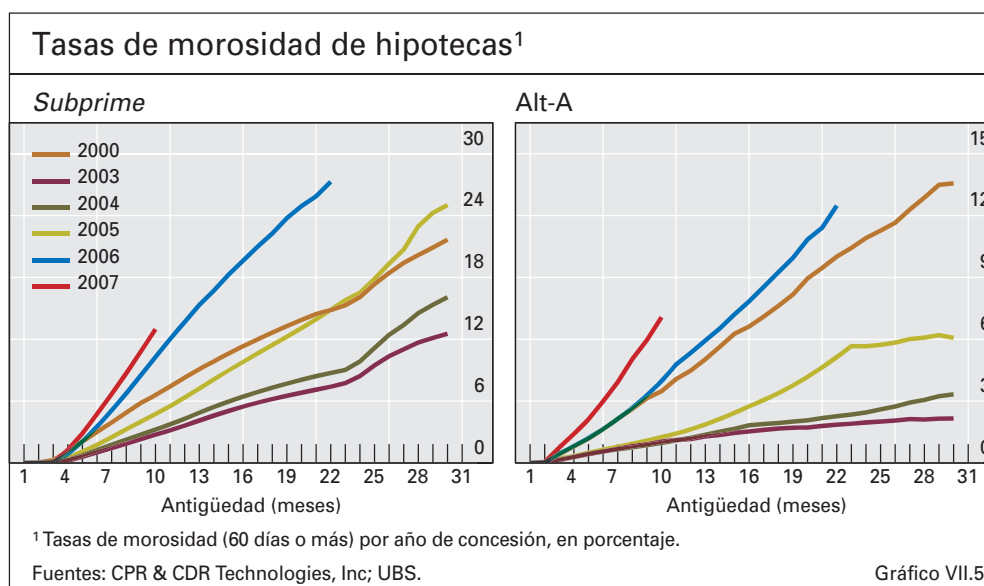
... obligó a las entidades financieras a asumir abultadas pérdidas...

La mayoría de las pérdidas contables reconocidas por entidades financieras durante el periodo analizado tuvieron que ver con la caída del valor de sus carteras de instrumentos relacionados con hipotecas. Las pérdidas contabilizadas desde agosto de 2007 fueron bastante severas (véase el Cuadro VII.3) y reflejaron la interacción de la mayor morosidad en la deuda hipotecaria y del reajuste masivo de las valoraciones de las carteras de titulación hipotecaria. La magnitud de las pérdidas obligó a un gran número de instituciones a buscar activamente nuevo capital con el que recomponer sus balances.

Las pérdidas vinculadas a hipotecas se dispararon en Estados Unidos al aumentar las tasas de morosidad, que en septiembre de 2007 ascendían al 3,1% en los préstamos de alta calidad crediticia (*prime-quality*) y al 16% en los de baja calidad (*subprime*). Las últimas añadas de préstamos *subprime* han registrado tasas de morosidad mucho más elevadas, revelando la progresiva relajación de los criterios de concesión de crédito durante el auge inmobiliario (véase el Gráfico VII.5).

... y a revisar sus modelos de valoración

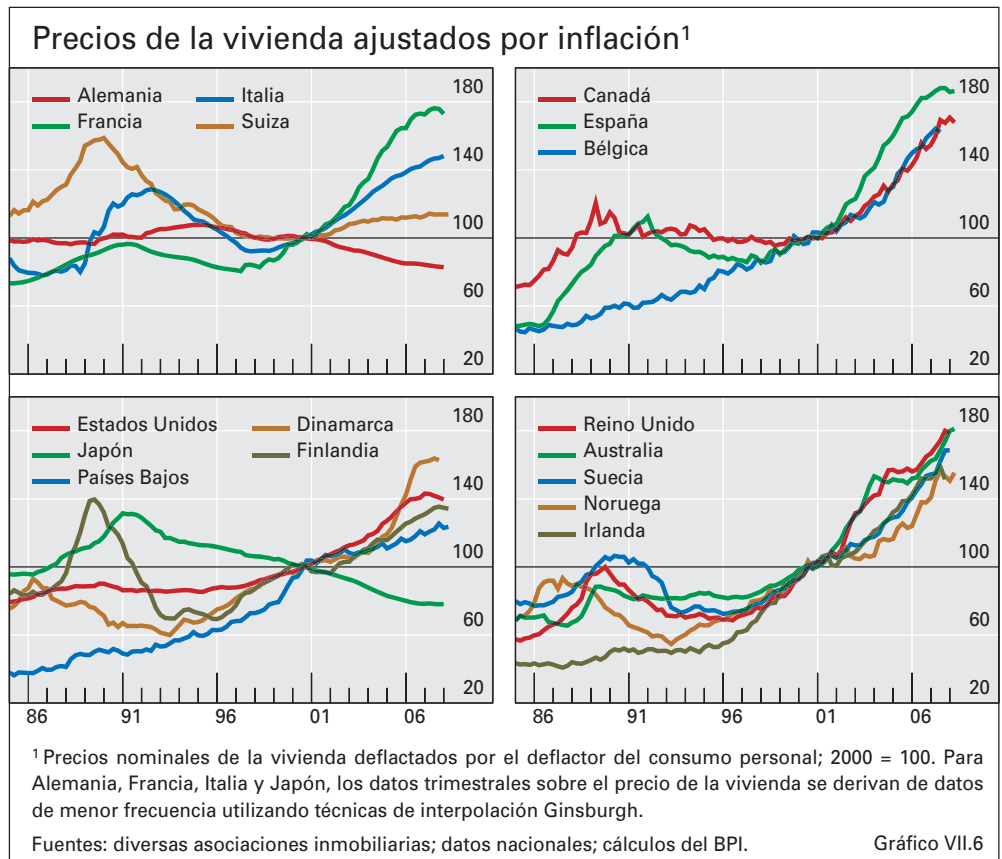
El aumento de la morosidad hipotecaria llevó a reconsiderar los supuestos en los que se basa la valoración de los instrumentos vinculados a hipotecas. Los reducidos diferenciales de los fondos de titulación hipotecaria reflejaban en cierta medida la percepción de que los prestatarios, por muy endeudados que estuvieran, serían capaces de refinanciar o revender



fácilmente sus activos inmobiliarios en el boyante mercado de la vivienda, evitando costosos procedimientos de ejecución hipotecaria. Las valoraciones de los productos de financiación estructurada ligados a hipotecas se basaban además en supuestos optimistas sobre la relación entre morosidad y factores «sistemáticos» de riesgo. En consecuencia, las manifestaciones de un mayor nivel de riesgo provocaron rebajas a gran escala en las calificaciones crediticias de los instrumentos de titulización hipotecaria y una brusca caída de la valoración a precios de mercado de los productos de financiación estructurada vinculados a aquéllos.

La caída de precios se vio agravada por dos aspectos concretos de los productos de financiación estructurada. El primero fue la complejidad de la estructura que rige la distribución de los flujos de caja entre los distintos inversionistas. Por diseño, la titulización redistribuía el riesgo de forma que éste se concentrase en los tramos subordinados. Sin embargo, la reducida pérdida esperada característica de los tramos preferentes llevaba un coste aparejado: su mayor sensibilidad a los supuestos de valoración subyacentes. En segundo lugar, ante la escasa liquidez en los mercados secundarios de estos instrumentos, sus valoraciones han tendido a basarse en la colocación en el mercado primario de nuevas emisiones de estructura similar o bien en modelos de estimación del riesgo, en vez de apoyarse en información actualizada sobre el comportamiento de las cestas de activos subyacentes. Conforme se agotaba la demanda de nuevos instrumentos y tuvieron que revisarse los supuestos iniciales de valoración, la naturaleza no lineal de las estructuras obligó a introducir ajustes muy sustanciales en las valoraciones

La complejidad de las operaciones provocó pérdidas contables por ajuste de valoración



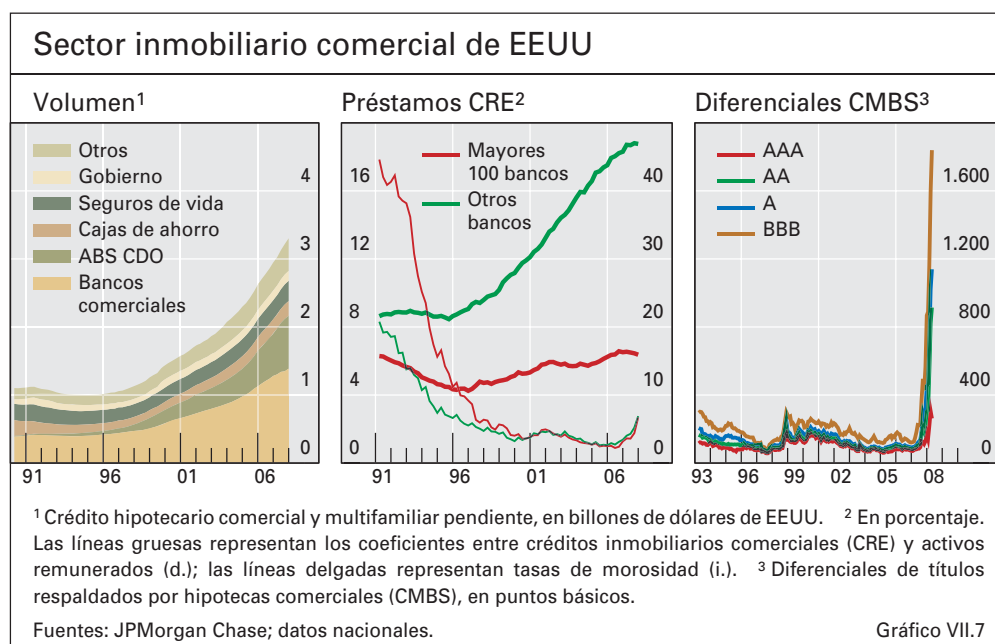
realizadas. Este hecho explica por qué las pérdidas asumidas por las entidades financieras son significativamente superiores a las realmente sufridas en las carteras de hipotecas fallidas.

Una caída sustancial de la inflación de la vivienda...

Las tendencias del mercado inmobiliario han sido determinantes en la evolución del ciclo actual. Los precios de los inmuebles residenciales se frenaron considerablemente durante el periodo analizado (véase el Gráfico VII.6). En la mayoría de los países, los precios de la vivienda se estabilizaron o moderaron sustancialmente su ritmo de crecimiento. En Estados Unidos disminuyeron, aunque el descenso del índice medio de precios a escala nacional esconde una evolución muy diversa entre los mercados locales. Las áreas donde más subieron los precios en los últimos años fueron también las que han registrado mayores caídas. Los índices más sensibles a los inmuebles de grandes áreas urbanas o financiados por hipotecas de elevada cuantía o concedidas con escasos requisitos documentales muestran caídas anuales de precios del orden del 12%. En términos más generales, la moderación mundial del crecimiento de los precios de inmuebles residenciales puede atribuirse básicamente a un descenso de la demanda de vivienda, que en algunos países ha venido precedido de un reciente auge del sector de la construcción. Entre los factores que han frenado en diversa medida la demanda de vivienda en diferentes países destacan las mayores tasas de interés hipotecarias, la incipiente desaceleración económica y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares.

... se transmitió al mercado inmobiliario de uso comercial

La desaceleración de los precios de los inmuebles también afectó al sector inmobiliario de uso comercial. En los últimos años, el encarecimiento de los inmuebles comerciales se aceleró en varias economías, si bien partían de niveles inferiores al de los mercados residenciales y mostraron mayor disparidad entre países (véase el Cuadro VII.4). La exposición de las entidades bancarias a este sector también creció. Así, la exposición directa al sector inmobiliario de uso comercial representa casi el 14% de los activos de la banca estadounidense, proporción que, en los seis últimos años, pasó del 19% al 33% en el caso de los bancos de tamaño medio (véase el Gráfico VII.7).



Precios de los inmuebles de uso comercial ¹							
	Variación nominal ²			Nivel ³	<i>Pro memoria: tasa de desocupación de oficinas⁴</i>		
	1998–2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
Estados Unidos	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Japón	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Alemania	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Reino Unido	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
Francia	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italia	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Canadá	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
España	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Países Bajos	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australia	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Suiza	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Suecia	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Noruega	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Dinamarca	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finlandia	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irlanda	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

¹ Para Australia, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del suelo. ² Variación porcentual anual. ³ Período en el que los precios de los inmuebles comerciales ajustados de inflación alcanzaron su nivel máximo = 100. ⁴ Espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios ya construidos dentro de un mercado, en porcentaje de 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, la ciudad más grande.

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.4

Con todo, durante el periodo analizado fueron acumulándose síntomas de una mayor sensibilidad de los inversionistas al riesgo en el sector inmobiliario de uso comercial. Así, la tendencia al crecimiento en la emisión de valores garantizados mediante inversiones en inmuebles comerciales cambió de signo durante el pasado año, al tiempo que sus diferenciales de rendimiento se ampliaron de forma muy sustancial (véase el panel derecho del Gráfico VII.7). Esto contrasta con las informaciones sobre una relajación gradual de los criterios de concesión de crédito durante los últimos años, similar a la observada en los mercados hipotecarios residenciales.

La inestabilidad financiera en perspectiva

El episodio de tensiones que ha dominado desde mediados de 2007 el panorama financiero bien podría ser uno de los más graves de la historia reciente. Además de afectar a numerosas instituciones financieras, está resultando más persistente que otros muchos incidentes anteriores de inestabilidad generalizada del sector financiero. Desde la perspectiva de los poderes públicos, algunas de las principales cuestiones que plantea esta inestabilidad tienen que ver con las interacciones entre los sectores real

y financiero de la economía. Un interrogante clave es si el ciclo crediticio podría estar dirigiendo la evolución del ciclo económico, al responder las instituciones financieras al deterioro de sus balances contrayendo su oferta de crédito. Además, la propagación de tensiones a través del mercado bancario internacional indica que sus efectos sobre la economía podrían ser más amplios de lo que sugieren los focos de tensión originales. Por último, cabe preguntarse por el riesgo sistémico y cómo influye en su configuración el modelo de intermediación financiera basado en originar y distribuir riesgos.

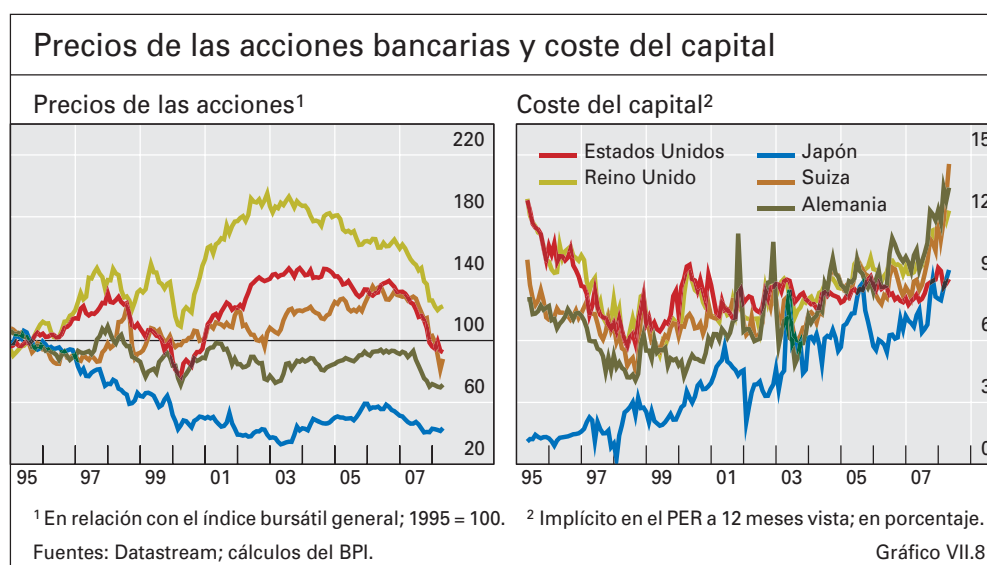
El ciclo crediticio

Las fuertes tensiones vividas durante el periodo analizado han obligado a las entidades financieras a revisar sus planes de negocio. En muchos casos, las instituciones cuya base de capital se contrajo tuvieron que recurrir a recapitalizaciones de emergencia para mantener su posición en sus respectivas áreas de actividad. Con todo, un aspecto clave de cara al futuro es la repercusión que tendrá la inestabilidad financiera sobre la oferta de crédito al sector no financiero.

La asimilación de pérdidas contables en activos del mercado hipotecario y las perspectivas de mayor deterioro de la calidad de los activos indujeron a muchas entidades a tomar medidas para recomponer sus balances. En concreto, numerosos grandes bancos han captado nuevo capital mediante ofertas públicas o colocaciones privadas de derechos de suscripción por un importe cercano a 200.000 millones de dólares (véase el Cuadro VII.3). Estas emisiones han sido particularmente costosas en un entorno de mercado adverso en el que la preocupación de los inversionistas por la fragilidad de los resultados de las instituciones financieras ha afectado negativamente al precio de sus acciones (véase el Gráfico VII.8). Con todo, para algunas instituciones, los costes financieros y de reputación derivados de la adopción inmediata de medidas han sido menores que los beneficios de evitar nuevas restricciones a la disponibilidad de capital y de poder mantener recursos propios suficientes para preservar su posición en el mercado. Estas medidas fueron avaladas por

Las fuertes pérdidas obligaron a los bancos a...

... captar nuevo capital...

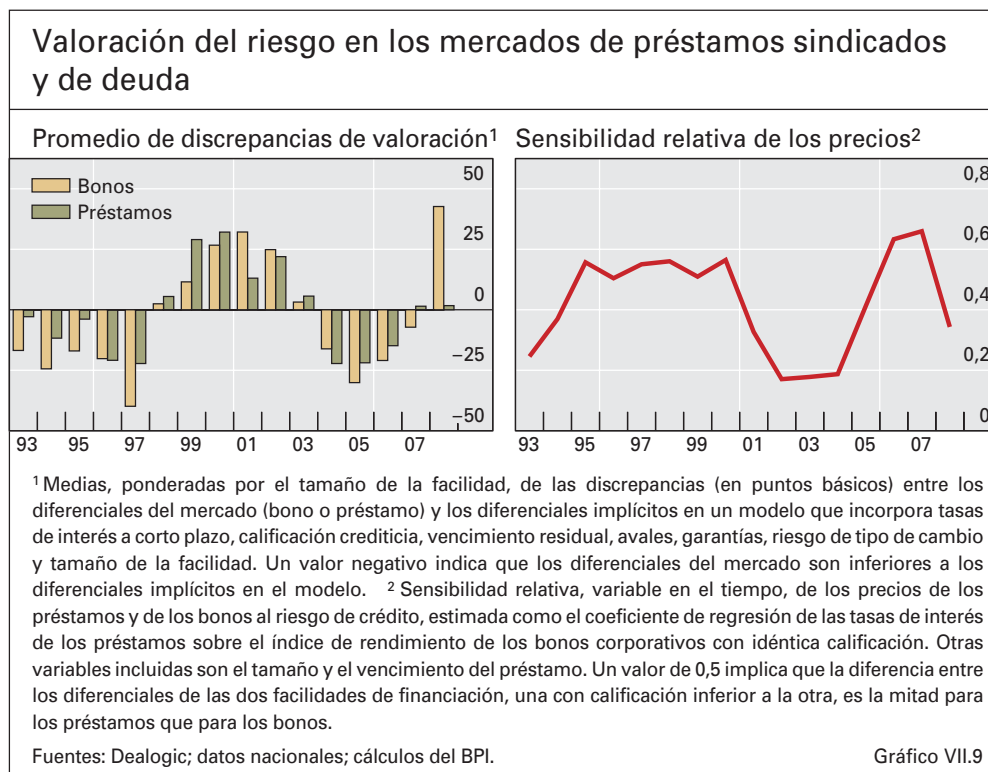


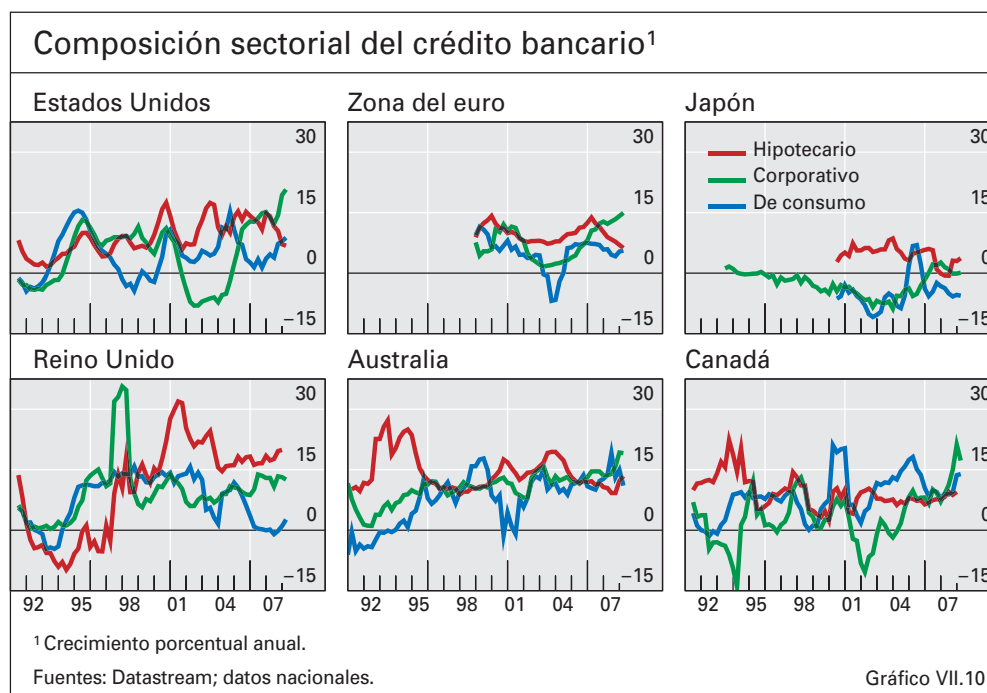
los supervisores, que han instado a los bancos a realizar un análisis crítico de sus niveles de capitalización y a subsanar con prontitud eventuales deficiencias.

Otra reacción de las entidades financieras, más generalizada que la anterior, ha consistido en adoptar una estrategia más defensiva para el crecimiento de sus activos. El deterioro de éstos indujo a los prestamistas a retirarse de los segmentos más perjudicados, como préstamos hipotecarios y crédito al consumo. Los datos procedentes de encuestas revelan con claridad el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en esos segmentos, no sólo en Estados Unidos, donde la evolución de esas categorías de crédito empeoró manifiestamente, sino también en Europa, donde el problema ha sido mucho menos grave (véanse el Capítulo II y el panel derecho del Gráfico II.12). Hay síntomas de que el crédito al sector empresarial también está bajo presión, habiendo endurecido los bancos sus criterios de concesión. Particularmente destacable ha sido la desaparición de cláusulas permisivas en los contratos de préstamo, que se habían popularizado durante el reciente auge de financiación apalancada. Por lo general, los diferenciales crediticios también han aumentado, aunque de forma más acusada en el mercado de bonos que en el de préstamos (véase el Gráfico VII.9).

... y a endurecer el crédito

En muchos países, las tasas de crecimiento del crédito agregado han abandonado ligeramente sus máximos recientes (véase el Gráfico VII.10). Sin embargo, estos datos podrían subestimar en algunos casos la contracción de la oferta de crédito, por distintos motivos. El primero es que, ante la escasa rentabilidad de los instrumentos titulizados, los bancos patrocinadores volvieron a incluir en sus balances carteras que habían mantenido en entidades jurídicas separadas como parte de la estructura de titulización. Estas decisiones





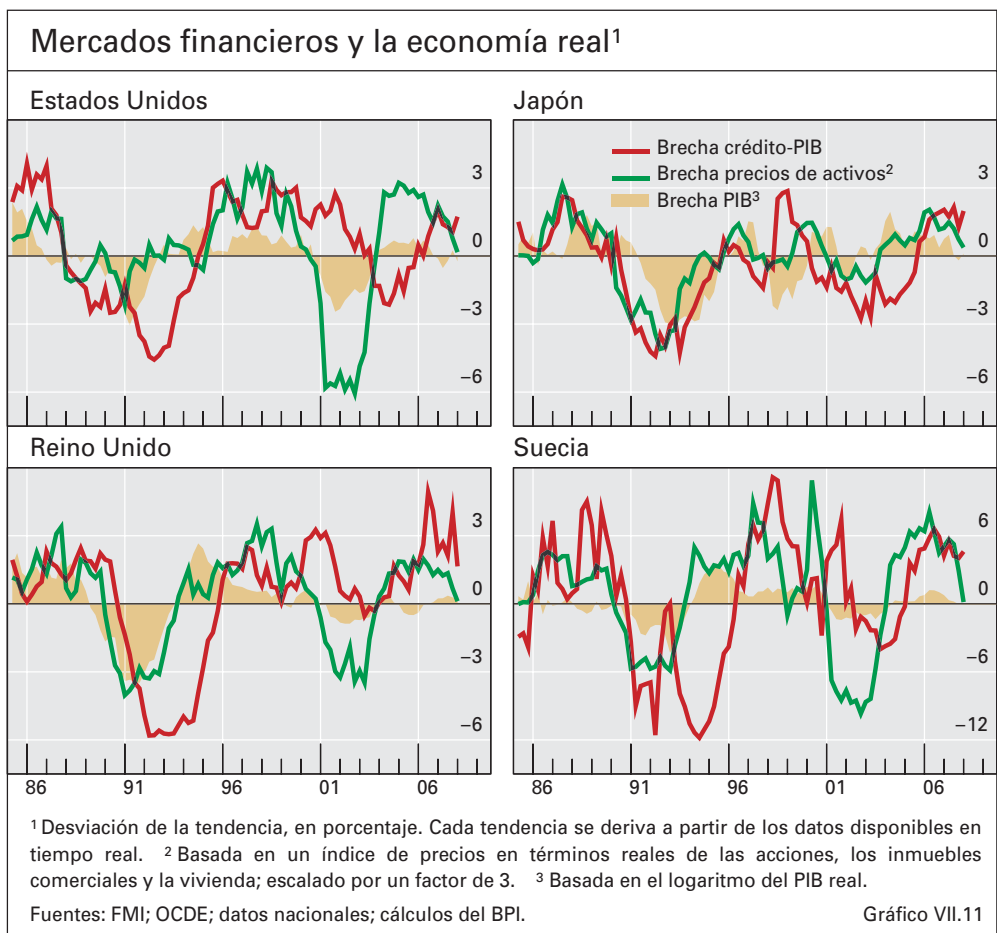
obedecieron en parte a compromisos de financiación vigentes con esas entidades separadas, aunque también al deseo de minimizar los costes de reputación para la institución en caso de quiebra de esos vehículos. Un segundo motivo es que un buen número de grandes bancos, que habían concedido préstamos para operaciones de LBO en las últimas fases del auge de financiación apalancada, se vieron obligados a asumir gran parte de esos riesgos al evaporarse el mercado secundario para dichos préstamos en el verano de 2007. La magnitud de la exposición, que según los analistas del mercado llegó a rondar los 250.000 millones de dólares, lastró los balances de las entidades bancarias. El interés de los fondos de capital inversión alentó en parte una gradual recuperación del mercado secundario a finales del periodo analizado. Un último motivo que explica por qué las cifras agregadas podrían sobrestimar la oferta de nuevo crédito es que, una vez iniciada la contracción crediticia, los prestatarios necesitados de crédito suelen recurrir a las líneas abiertas con sus entidades bancarias.

La evolución del crédito disponible a corto y medio plazo dependerá de una serie de factores. Dos determinantes básicos, muy vinculados entre sí, son el grado en que la banca consiga recomponer sus reservas obligatorias y la evolución de la calidad de sus activos. Esto último, a su vez, está íntimamente ligado a la evolución del entorno macroeconómico.

Episodios previos de tensión en el sector financiero pueden ayudar a hacerse una idea sobre el futuro, aunque sólo sea aproximada. La actual inflexión del ciclo crediticio se asemeja a otras acaecidas en los últimos 20 años al examinarse los patrones de expansión del crédito, los precios de los activos y la actividad económica (véase el Gráfico VII.11). Con independencia de las peculiaridades de los episodios previos, todos ellos solieron ir precedidos de etapas de crecimiento del crédito por encima del promedio y escaladas de los precios de los activos, lideradas muy a menudo por los precios de los

La dinámica del ciclo crediticio se entrelaza con...

... la evolución de la economía real



inmuebles. Estos periodos de expansión crediticia tendieron a coincidir con relajaciones de los criterios de concesión de crédito y con una menor valoración del riesgo (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.9), además de fuertes repuntes de la actividad económica.

La inflexión del proceso durante la fase bajista del ciclo a menudo resultó bastante brusca. Con frecuencia, las magnitudes del sector financiero actuaron como indicadores adelantados de la actividad económica real, al desacelerarse el crédito y caer el precio de los activos antes de que lo hicieran el PIB y el gasto. La solvencia de las instituciones financieras empeoró durante esta fase bajista, a juzgar por el deterioro de los indicadores de resultados. Aunque resulta difícil extraer relaciones causales generalizadas a partir de estas evidencias, analizando la evolución de la solvencia del sector financiero, el crecimiento del crédito y de los precios de los activos, y la actividad del sector real, se observa una fuerte interdependencia.

Más allá del horizonte de corto plazo, los principales riesgos parecen relacionarse con la respuesta de la demanda agregada ante la debilidad de las entidades bancarias y el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. Los niveles de endeudamiento de los hogares continúan siendo elevados en numerosos países, por lo que una contracción de la oferta de crédito seguramente afectaría a los patrones de gasto (véase el Capítulo II). El nivel al que terminen convergiendo los precios de la vivienda y la duración de ese periodo de estabilización serán factores muy importantes en aquellas

economías donde el sector inmobiliario residencial ha experimentado los mayores auges.

El mercado bancario internacional y la transmisión de las tensiones

Las tensiones podrían repercutir a escala internacional a través de...

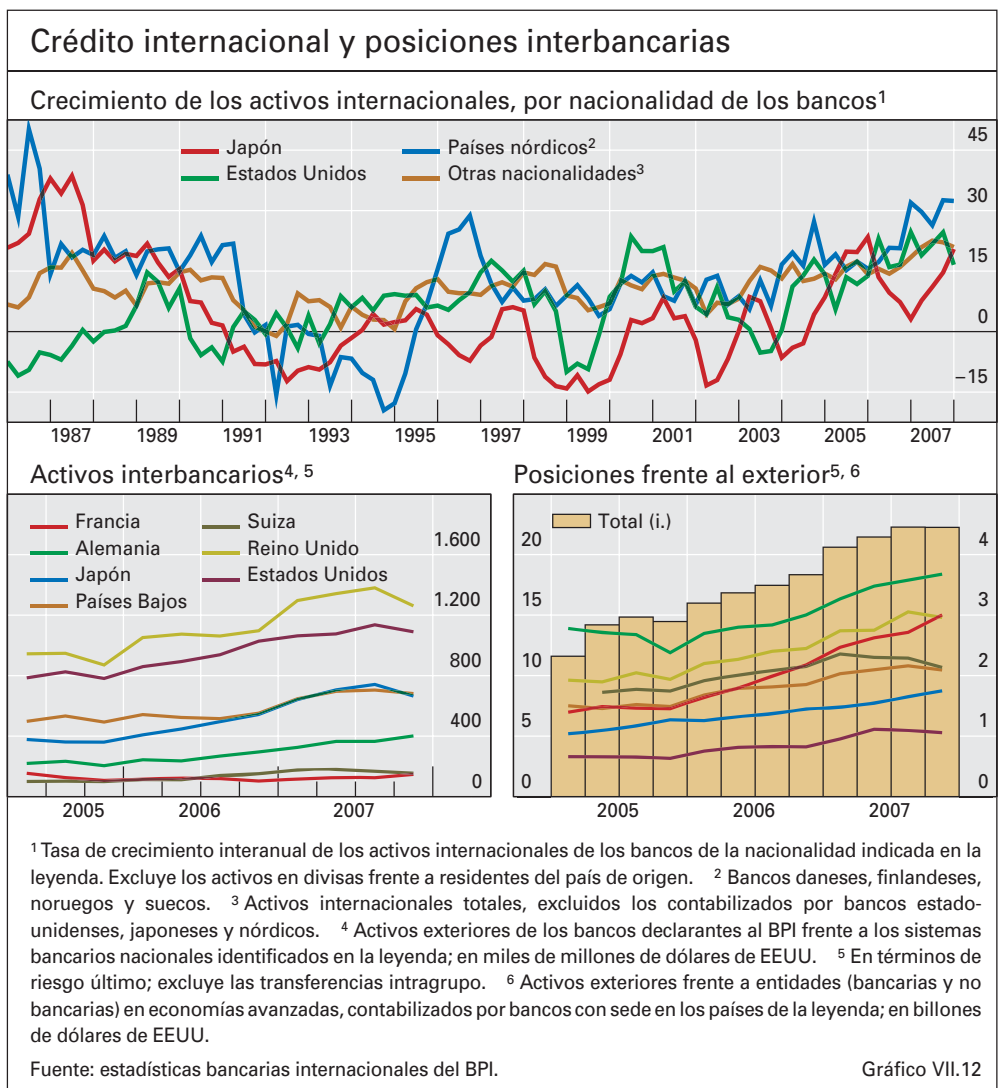
La creciente internacionalización de la actividad financiera hace que la solvencia del sistema bancario de un país pueda ser importante más allá de sus fronteras. El núcleo del mercado bancario internacional lo conforma un conjunto de grandes instituciones. Cualquier dificultad que atraviesen de forma continua puede acabar afectando a las condiciones financieras de otros países.

La década de los 90 ofrece ejemplos de crisis bancarias en países industriales avanzados con repercusiones directas a escala internacional. Los bancos japoneses redujeron sus operaciones internacionales en respuesta a su problema de préstamos fallidos tras el estallido de la burbuja de precios de los activos (véase el panel superior del Gráfico VII.12). Como resultado de un dilatado periodo de crecimiento en general negativo, la participación de la banca japonesa en el total de activos internacionales pasó del 38% en 1990 a menos del 8% en 2007. La crisis bancaria en los países nórdicos tuvo efectos análogos, minorando los activos internacionales de bancos locales, aunque a escala mucho menor. Los periodos en los que las operaciones internacionales de la banca estadounidense se contrajeron también coinciden con episodios de tensión financiera interna, especialmente a finales de los años 80, principios de los 90 y en el otoño de 1998.

... un menor crédito transfronterizo...

En todos estos casos, los bancos afectados redujeron el crédito canalizado a través de sus oficinas en el extranjero, de tal modo que la oferta de crédito en los países de acogida se vio negativamente afectada por las condiciones en la sede central de los bancos en el país de origen. En cambio, durante la mayor parte de este periodo, el crédito internacional concedido por oficinas en el extranjero mostró una evolución cíclica más moderada, con un breve y único episodio de crecimiento negativo en 1992.

El mercado bancario internacional ha crecido significativamente desde entonces y, con ello, el eventual impacto a escala mundial de una contracción semejante en la actualidad. Los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI pasaron de 6 billones de dólares en 1990 a 37 billones en 2007 (equivalente a más del 70% del PIB mundial) y sus activos totales frente a mercados emergentes alcanzaron los 4 billones de dólares, incluyendo préstamos transfronterizos y aquéllos concedidos por las filiales locales de bancos extranjeros. Si las instituciones de un importante sistema bancario nacional se retiraran del mercado crediticio internacional, podrían verse afectadas las economías industriales avanzadas y quedar restringida la financiación de los mercados emergentes (véase el Capítulo III). Diversas economías emergentes de Europa y América Latina dependen ahora más del crédito bancario externo, canalizado a través de operaciones transfronterizas o mediante filiales locales. Dicho esto, los datos disponibles hasta finales de 2007 revelan una continua aceleración del crédito bancario hacia mercados emergentes, en contraste con la evolución de la actividad bancaria entre las economías industriales avanzadas.



Aun cuando se considere que la situación de los bancos con presencia internacional es hoy menos problemática que a comienzos de la década de los 90, su exposición a los mismos riesgos de mercado (incluidos los activos hipotecarios estadounidenses) ha aumentado y su interconexión ha crecido enormemente a través de vínculos interbancarios, compromisos de crédito y garantías. De hecho, han comenzado a apreciarse síntomas de contracción crediticia. Así, los bancos con presencia internacional han empezado a reducir su exposición directa al riesgo en diversos sistemas bancarios nacionales. Los riesgos interbancarios frente a entidades británicas, francesas y estadounidenses son los que más se han reducido, seguidos de los asumidos frente a bancos alemanes y suizos (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico VII.12). A su vez, los activos internacionales totales de algunos importantes sistemas bancarios, como los de Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza, vienen dando muestras de moderación (véase el panel inferior derecho del mismo gráfico). La existencia de vínculos tan estrechos entre las instituciones bancarias a escala mundial supone que cualquier tensión prolongada en bancos con presencia internacional puede acabar contrayendo el crédito en los mercados bancarios internacionales, con efectos que podrían propagarse más allá de los principales centros financieros.

... y los vínculos interbancarios

El modelo de negocio originar y distribuir riesgos

El nuevo modelo de negocio basado en originar y distribuir riesgos...

Numerosos elementos de la reciente convulsión en los mercados de crédito reflejan rasgos de ciclos financieros anteriores, por lo que forman parte de los mecanismos que producen la alternancia entre periodos de auge financiero y de brusca contracción. Un factor relativamente novedoso y peculiar de este último episodio es el protagonismo del modelo de negocio de intermediación financiera basado en originar riesgo para distribuirlo después. Este modelo se sirve de los mercados para transmitir el riesgo de crédito originado y dispersarlo, con una estructura estratificada de agentes que participan en cada una de las diferentes etapas del proceso, desde que se origina el crédito, hasta la asunción última del riesgo, pasando por su reestructuración. Aunque la titulización no es una innovación reciente, su crecimiento se ha acelerado notablemente en los últimos años, sobre todo por la aparición de estructuras más complejas.

... facilita la transferencia del riesgo...

La expansión de los mercados de instrumentos titulizados formó parte integral de la fase de auge del actual ciclo crediticio. La innovación financiera, materializada en nuevas estructuras que redirigen los flujos de efectivo generados por los activos titulizados hacia los inversionistas últimos, facilitó en gran medida la abundante oferta de crédito a hogares y empresas. La reestructuración de créditos hipotecarios en instrumentos por tramos con diferentes características de riesgo estimuló la financiación procedente de diversos tipos de inversionistas con distintos grados de tolerancia al riesgo. Además, una distribución más generalizada del riesgo por todo el sistema financiero probablemente condujo a la compresión de las primas de riesgo, al propiciar un mejor ajuste entre el apetito de los inversionistas por el riesgo y la composición de sus carteras.

... pero esconde debilidades estructurales...

En cambio, la inestabilidad de los mercados financieros que dio paso a la fase contractiva del ciclo puso de manifiesto ciertas debilidades de este modelo de intermediación financiera y, sobre todo, de algunas de las prácticas introducidas más recientemente. El origen de estas deficiencias reside en la interacción entre los incentivos de los distintos partícipes en la cadena de titulización y la calidad del flujo de información. Para tener éxito, el proceso de titulización necesita de la complementariedad de los distintos participantes, a fin de garantizar que las decisiones en cada una de las etapas se basen en información pertinente y conduzcan a una eficiente asignación del riesgo y de los recursos económicos.

... en la génesis del préstamo...

Los originadores son fundamentales para el éxito de la titulización. La información generada posteriormente por otros participantes en el proceso no es más que un sustitutivo imperfecto del análisis de la calidad de los activos que realizan las entidades que crean las posiciones. Las deficiencias informativas por falta de diligencia debida o por la permisividad de los criterios de colocación y aseguramiento en esta etapa inicial resultan muy difíciles de subsanar. Estas carencias quedaron patentes en el mercado de titulización de hipotecas *subprime*. La competencia entre entidades originadoras sin intención alguna de asumir riesgos y con la única motivación de obtener ingresos ligados a los volúmenes originados contribuyó a relajar los estándares de verificación y documentación de las hipotecas. En los casos

más extremos se otorgaron créditos a prestatarios claramente incapaces de afrontar los reembolsos, salvo en escenarios muy optimistas de revalorizaciones futuras de la vivienda.

Los intermediarios financieros especializados en la constitución y gestión de vehículos de titulización cuentan con incentivos similares a los de los originadores. Sus ingresos dependen básicamente del volumen de negocio con los activos titulizados, y no de su perfil subyacente de rentabilidad-riesgo. Aunque estos intermediarios suelen asumir una pequeña parte del riesgo, la euforia reinante en la fase de auge del mercado les permitió reducir sustancialmente esa exposición. Además, la creación de estructuras complejas, con varios estratos de titulización entre la base de activos original y los flujos percibidos por los compradores últimos del riesgo, a menudo permitió ocultar el riesgo asumido por los gestores de las estructuras.

Una de las principales funciones de los inversionistas que en último término asumen el riesgo es introducir disciplina en el proceso de titulización mediante la exigencia y obtención de información pertinente sobre los riesgos subyacentes antes de tomar posiciones. Sin embargo, el incentivo para ello quedó debilitado, ya que el novedoso y complejo diseño de las operaciones de titulización permitía estructurar gran parte de los activos titulizados en tramos preferentes que recibían las máximas puntuaciones de las agencias de calificación crediticia. La retribución de esta categoría de activos, aunque generosa en comparación con otros instrumentos de calificación similar, no es lo suficientemente elevada como para justificar un análisis exhaustivo de los riesgos subyacentes en operaciones de estructura muy compleja. De ahí que los inversionistas basaran sus decisiones en evaluaciones externas del riesgo y en la debida diligencia de inversionistas *mezzanine*, que detentan activos de menor orden de prelación y mayor rentabilidad. Sin embargo, su capacidad para discernir entre los riesgos e introducir disciplina se vio menoscabada por el enorme volumen de emisiones de activos titulizados en los últimos años, que superó sus recursos. Asimismo, la práctica de la titulización estratificada, que creó nuevas estructuras y un mayor número de activos preferentes a partir de la reestructuración de tramos *mezzanine* de activos titulizados, redujo aún más la capacidad de este tipo de inversionistas para evaluar y supervisar adecuadamente los riesgos.

... en la
titulización...

La expansión de modalidades de titulización más complejas podría haber debilitado los incentivos de originadores y gestores para aplicar su debida diligencia, otorgando con ello mayor importancia a las calificaciones crediticias en el funcionamiento del mercado. Los inversionistas en tramos de mayor preferencia se guiaron más por las evaluaciones de las agencias de calificación crediticia, a menudo sin reparar en que se basan sobre todo en las pérdidas medias (o esperadas) de los activos y no describen con detalle el posible alcance de las mismas. De hecho, la complejidad de las estructuras de titulización más estratificadas amplió este alcance muy por encima de las pérdidas que podrían esperarse en préstamos o bonos de calificación similar. Las calificaciones crediticias tampoco contemplan las posibles pérdidas derivadas de la interacción entre los factores de riesgo de mercado y los de riesgo de crédito, que son también más pronunciadas en algunas de estas

... y en la
asignación de
calificaciones
crediticias

estructuras. De hecho, tras la experiencia que ha supuesto el actual periodo de convulsión financiera, los inversionistas parecen haber rehuído de la complejidad y las agencias de calificación han comenzado a explorar formas para comunicar mejor los importantes matices de sus evaluaciones.

Pese a las conocidas deficiencias del modelo de originar y distribuir riesgos puestas de manifiesto durante este periodo de tensión, no pueden negarse sus potenciales beneficios para las instituciones individuales y para la eficiencia del conjunto del sistema financiero. El principal reto de los participantes en el mercado y poderes públicos consiste en solucionar esos problemas potenciando al mismo tiempo sus elementos positivos. En este sentido, se han puesto en marcha diversas iniciativas. El sector privado baraja medidas como la aplicación de criterios de documentación más exhaustivos al originarse los activos y la mejora de la divulgación de información a lo largo de la cadena de titulización; un mayor reconocimiento de la mejora de la disciplina cuando los participantes en cada etapa del proceso retienen una exposición suficiente al riesgo general; e iniciativas orientadas a perfeccionar las valoraciones de las agencias de calificación. Por su parte, los poderes públicos intentan incorporar al diseño y aplicación de normas prudenciales lo aprendido sobre los riesgos inherentes a las estructuras de titulización más complejas, así como subsanar las deficiencias que ha revelado el nexo de unión entre la liquidez de mercado y de financiación y el riesgo general en las instituciones financieras.

Si algo nos ha enseñado la reciente convulsión financiera es la gran interdependencia de mercados e instituciones para el buen funcionamiento y la necesaria resistencia del sistema financiero. El modelo de intermediación financiera de originar y distribuir riesgos se basa en la premisa de que el riesgo acaba trasladándose a los inversionistas a través de las operaciones del mercado. Sin embargo, el periodo analizado demuestra que la estabilidad de todas esas transacciones se basa en última instancia en el capital de las instituciones financieras. Como se señaló anteriormente, los originadores y gestores de activos titulizados se vieron presionados para respaldar las estructuras de titulización y vehículos de inversión a los que se asociaban. La incertidumbre sobre la capacidad de las instituciones para soportar las pérdidas procedentes de los riesgos asumidos en esos instrumentos provocó la desconfianza generalizada en los activos titulizados hasta el punto de paralizar la actividad, no sólo en el mercado secundario de emisiones maduras, sino también en el mercado primario para nuevas emisiones. Por último, conforme desaparecía la liquidez del mercado monetario, la financiación de vehículos instrumentales situados fuera de balance pasó a depender por completo de la capacidad de las instituciones financieras patrocinadoras para cumplir sus compromisos de garantía de la liquidez.

Desde la óptica oficial, esta interdependencia entre las instituciones financieras y los mercados sugiere la conveniencia de reforzar los componentes macroprudenciales en el diseño de las políticas y en el calibrado de sus instrumentos. Las deficiencias del modelo basado en originar y distribuir riesgos obedecen básicamente a la incapacidad de los distintos participantes en el mercado para adoptar una visión holística de los riesgos, al centrarse

en exceso en sus estrechas perspectivas particulares y obviar así los factores de riesgo generales del sistema y sus interdependencias. Igualmente, unas políticas públicas demasiado centradas en aspectos concretos podrían revelarse incapaces para articular medidas preventivas conforme se acentúe el riesgo de que se produzcan interacciones perturbadoras. Al mismo tiempo, la gestión del actual periodo de tensión ya ha demostrado que, en aras de la eficacia, la respuesta de las autoridades incluiría su intervención para reducir las tensiones en los mercados, ayudando al mismo tiempo a las instituciones a afrontar sus dificultades.