

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

La situación general del sector financiero en las economías industrializadas no experimentó cambios significativos durante el periodo analizado. La mayoría de las líneas de negocio continuó mejorando sus resultados, gracias al crecimiento de la demanda de crédito y de otros servicios relacionados con la actividad en el mercado de capitales, así como a la abundante provisión de liquidez y a las muy favorables condiciones crediticias. En aquellos casos en los que los riesgos se materializaron, las instituciones consiguieron salir airoso. Los excedentes de capital parecen suficientes para absorber los efectos de una eventual evolución adversa en el futuro inmediato.

Las fuentes potenciales de vulnerabilidad siguen inseparablemente vinculadas a la futura evolución macroeconómica y al ritmo de ajuste de los desequilibrios financieros. Han aparecido indicios que apuntan a la desaceleración de determinados tipos de actividad y al aumento de los riesgos en otros. Las instituciones financieras continúan expuestas a los riesgos habituales asociados con un probable retorno de los tipos de interés a niveles más normales y con un posible cambio de tendencia en el ciclo crediticio. Las entidades bancarias han visto intensificarse su exposición al riesgo inmobiliario y una eventual desaceleración del crecimiento del crédito podría poner en riesgo sus beneficios futuros.

En conjunto, es probable que los próximos años representen un mayor desafío para el sector financiero que los que acabamos de dejar atrás. Esto no hace sino incrementar la necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos y de prepararse para afrontar tensiones tanto previstas como imprevistas. La gestión de riesgos para el sistema financiero en su conjunto depende fundamentalmente de la calidad de la información de que dispongan los agentes del mercado sobre la situación financiera de entidades comparables y contrapartes. El fortalecimiento del sistema financiero pasa por una relación fluida entre la normativa contable, las prácticas de gestión del riesgo en cada entidad y el marco prudencial. En el último apartado de este capítulo se analizan estas cuestiones con cierta profundidad.

Resultados del sector financiero

En el ejercicio analizado, las entidades financieras continuaron, en general, mejorando sus resultados. Salvo contadas excepciones, la rentabilidad se mantuvo elevada y los sectores que afrontaron circunstancias adversas consiguieron superarlas sin demasiadas tensiones. Sin embargo, la constante intensificación de la competencia provocó nuevas reducciones de los

márgenes, que quedaron contrarrestadas por el rápido crecimiento en los volúmenes de negocio. Ahora bien, este crecimiento, podría ser vulnerable a cambios en el entorno macroeconómico.

Banca comercial

Cuantiosos beneficios pese a la reducción de los márgenes de intermediación

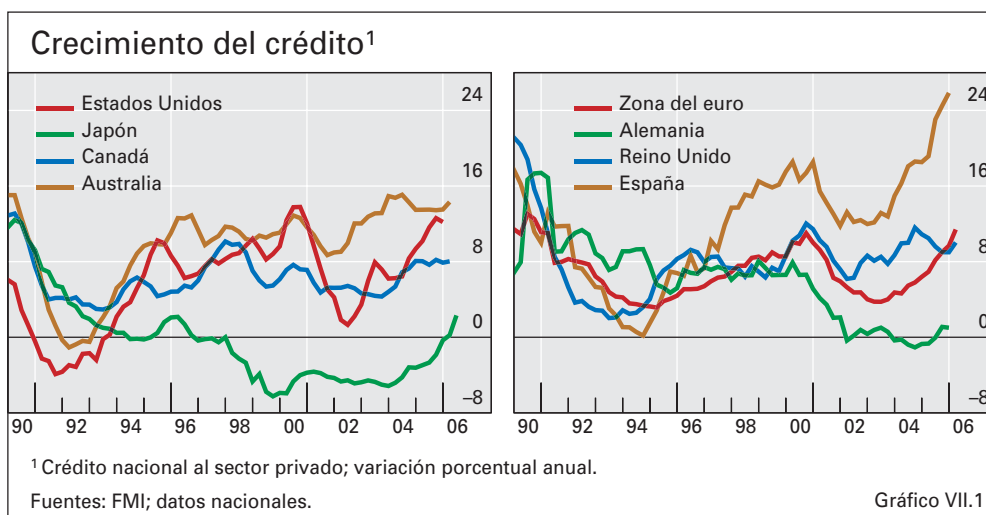
Las entidades bancarias de la mayoría de las regiones obtuvieron buenos resultados, continuando así con la tendencia de los últimos años. Los márgenes financieros se estrecharon aún más como consecuencia de las presiones competitivas y del aplanamiento de las curvas de rendimientos, sobre todo en Estados Unidos. El aumento de los ingresos por intereses se debió, por tanto, al rápido crecimiento del crédito, que compensó la reducción de los márgenes. La rentabilidad sobre activos apenas varió, debido en gran medida a los menores gastos de explotación y a la escasa dotación de provisiones, mientras que la contribución de los ingresos distintos de intereses permaneció estable (véase el Cuadro VII.1).

Los bancos estadounidenses registraron beneficios récord en 2005, con una rentabilidad medida sobre activos y sobre recursos propios ligeramente inferior a sus máximos históricos de 2003. Los principales bancos europeos también obtuvieron elevadas rentabilidades, si bien resulta difícil hacer comparaciones intertemporales al haberse aplicado por primera vez las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a la mayoría de las cuentas anuales. Aunque esta transición afectó a algunos epígrafes de las cuentas presentadas, incluyendo los márgenes financieros, los préstamos de dudoso cobro y los recursos propios, no parece que haya provocado demasiada volatilidad en los estados financieros.

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canadá (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japón ² (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australia (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Reino Unido ³ (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Suiza ^{3,4} (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Suecia ³ (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Austria ³ (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Alemania ^{3,4} (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Francia ^{3,4} (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italia ³ (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Países Bajos ^{3,4} (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
España ^{3,4} (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

¹ Entre paréntesis, número de bancos incluidos. ² Para 2005, cocientes anualizados a partir de informes bancarios para el primer semestre. ³ Las cifras de 2005 se basan en las NIIF. ⁴ Datos preliminares para 2005.

Fuente: Fitch Ratings. Cuadro VII.1



El negocio minorista continuó siendo vital para los buenos resultados financieros de las entidades bancarias. En muchos países, el aumento de los préstamos se concentró en el ramo hipotecario. En Francia y España, el rápido crecimiento de los créditos hipotecarios impulsó los ingresos en un contexto caracterizado por el auge del mercado inmobiliario. Asimismo, la gestión de activos y la venta de productos de pensiones y de seguros contribuyeron a la mejora de los ingresos distintos de intereses. La continua expansión del negocio minorista mostró pocos indicios de desfallecimiento e incluso podría ampliarse en países donde el endeudamiento personal continúa siendo relativamente bajo, como en Italia.

Crecimiento del negocio minorista...

El ritmo de crecimiento del crédito varió por países, ofreciendo una impresión de conjunto bastante heterogénea (véase el Gráfico VII.1). Los países con un débil crecimiento crediticio experimentaron cierta mejora, mientras que otros, como Australia, Canadá y el Reino Unido, registraron una ligera desaceleración. La robusta tasa de crecimiento del crédito del 11% en la zona del euro esconde diferencias sustanciales entre los distintos países. Mientras que en Alemania la concesión de préstamos apenas varió, en España se aceleró hasta incluso dificultar su financiación mediante depósitos, todo ello en un contexto de sólido crecimiento bancario tanto en el ámbito nacional como en América Latina. El crédito a empresas tomó impulso a ambos lados del Atlántico. Las condiciones de financiación para las empresas se relajaron, mientras que apenas cambiaron para las familias. En Estados Unidos, los préstamos empresariales e hipotecarios aumentaron a la par, si bien el crédito al consumo se desaceleró.

... y de la demanda de crédito

En lo que respecta a los costes, los bancos continuaron cosechando los beneficios de la reestructuración y la racionalización llevadas a cabo en etapas anteriores, mientras que el favorable entorno crediticio contribuyó a reducir aún más el porcentaje de préstamos morosos, sobre todo en el segmento comercial e hipotecario. En consecuencia, las provisiones sobre préstamos dudosos se redujeron hasta niveles históricamente bajos en varios países, ya que los bancos no se vieron afectados por ningún evento de crédito destacable. De hecho, desde 2004 no se han registrado quiebras bancarias en

Reducidos costes crediticios

Estados Unidos, el periodo más largo en los últimos 70 años. La diversificación entre países y líneas de negocio ayudó a las entidades bancarias a superar retos como desastres naturales, litigios y el aplanamiento de la curva de rendimientos. Las pérdidas crediticias en Estados Unidos se concentraron en gran medida en la financiación al consumo, en especial mediante tarjetas de crédito. Los cambios legislativos en materia de quiebras sólo explican en parte el sustancial aumento de solicitudes de declaración de quiebra personal a finales de 2005, ya que la situación financiera de los consumidores parece estar alcanzando en general niveles preocupantes. El ciclo crediticio ya da muestras de haber cambiado de tendencia en el Reino Unido. La subida de los tipos de interés y el encarecimiento de los servicios públicos, unidos al enfriamiento del mercado inmobiliario, hicieron mella en los consumidores británicos, que presentan un elevado endeudamiento. El número de quiebras personales aumentó, provocando con ello un incremento de los pagos en mora y de las provisiones de los bancos para la financiación al consumo, incluidas tarjetas de crédito. Sin embargo, es previsible que la rentabilidad, eficiencia y diversificación de los bancos británicos les permita hacer frente a un eventual deterioro.

Mejora de los
balances en Japón

Los bancos japoneses se beneficiaron de la reducción de costes relacionados con créditos. Con la mejor rentabilidad que se recuerda en los últimos tiempos, las entidades japonesas pasaron página después de más de una década de debilidad. Los menores gastos por préstamos dudosos permitieron situar el resultado neto en territorio positivo, al tiempo que la mejora en la situación de las empresas ayudó a aliviar el problema de los préstamos morosos. El cociente entre este tipo de préstamos y los activos totales siguió reduciéndose en los principales bancos. Los beneficios no distribuidos también mejoraron la calidad de los fondos propios, reduciéndose el porcentaje de fondos públicos en el capital de primera categoría (Nivel 1), por debajo del 20%. La vuelta a la rentabilidad estuvo propiciada por las plusvalías latentes en renta variable, que previsiblemente compensarán las eventuales pérdidas en las carteras de renta fija en el supuesto de subidas de tipos de interés (véase el Capítulo IV). Aún más importante, la amplia recuperación económica presagia el regreso de la rentabilidad a la inversión crediticia, como apunta el hecho de que el crecimiento de los créditos fuera positivo por primera vez desde 1994.

Consolidación en
Europa

Los intentos de expansión a través de la banca minorista y la promesa de eficiencia de costes asociada al mayor tamaño de los bancos han mantenido el interés por la consolidación en el sector bancario. La oleada previa de consolidación interna entre los mayores bancos de Estados Unidos dio paso a operaciones entre entidades pequeñas y medianas centradas en la consecución de una mejor diversificación geográfica. Los cambios en el panorama competitivo europeo fueron más heterogéneos. En Francia y Alemania continuó la integración de pequeños bancos minoristas nacionales en redes cooperativas. Sin embargo, lo novedoso fue el número de operaciones transfronterizas de mayor magnitud, que en muchos casos estuvieron protagonizadas por bancos italianos, ya fuera como adquirentes o

adquiridos, aunque en algunas de ellas participaron también bancos de la periferia de la zona del euro.

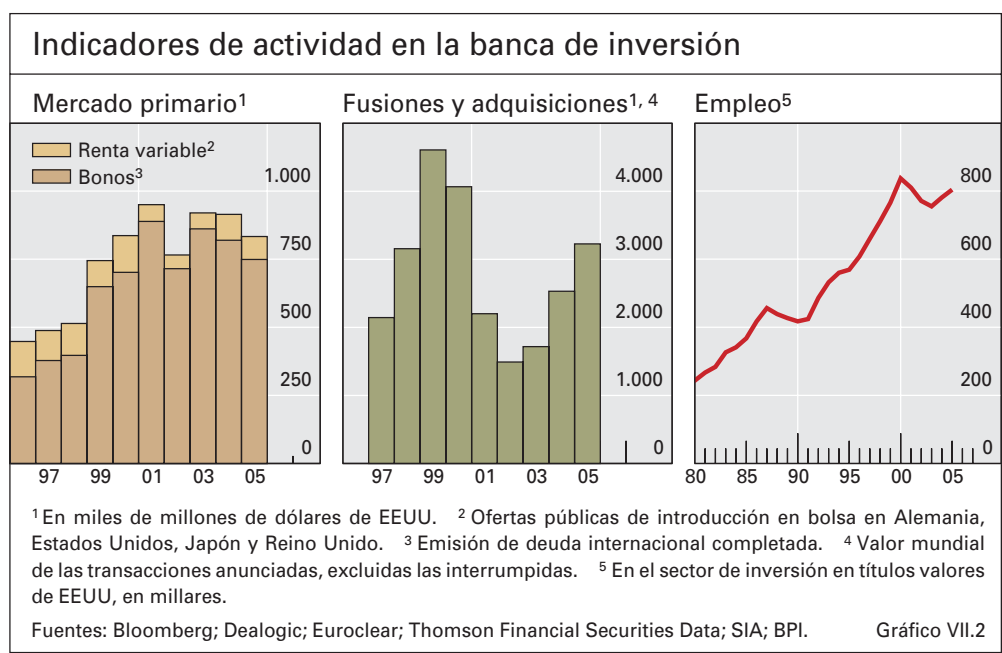
Banca de inversión

La banca de inversión registró excepcionales resultados el pasado año. La rentabilidad sobre recursos propios se situó en una banda comprendida entre el 15% y el 30%, lo que refleja los beneficios inusualmente elevados obtenidos en varias líneas de negocio. Además de los ingresos tradicionales de la banca de inversión, muchas entidades lograron considerables beneficios de negociación. Las actividades de inversión se vieron impulsadas principalmente por el auge de las fusiones y adquisiciones (véase el Gráfico VII.2 y el Capítulo VI), que a su vez contribuyó tanto al negocio de asesoramiento como al de colocación de bonos, necesarios ambos para financiar este tipo de operaciones. Los analistas prevén que este segmento mantenga su vigor en vista del nivel de beneficios del sector empresarial y de las posibles operaciones proyectadas, en las que parece que se está incrementando tanto el tamaño como la tolerancia al apalancamiento.

Las fusiones y adquisiciones aumentaron los beneficios

Las comisiones por colocación y asesoramiento en fusiones y adquisiciones se concentraron en los principales bancos de inversión, quienes además financiaron mediante préstamos con pacto de recompra (*repo*) inversiones de mayor calado que en años anteriores. La pujanza de la negociación con materias primas y valores relacionados con la energía, así como el negocio ligado a las actividades de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), proporcionaron nuevas e importantes fuentes de ingresos. Los bancos de inversión también aprovecharon otras líneas de negocio, como la suscripción de instrumentos de crédito y la oferta de servicios de intermediación a fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*). Este sector está inmerso en un proceso de expansión, contratando

Expansión



activamente personal para compensar así buena parte de los recortes llevados a cabo a principios de la década.

Fondos de cobertura o inversión libre

Tras un periodo de rápido crecimiento en la primera mitad de esta década, el sector de fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*) vivió el año pasado la otra cara del éxito. Los resultados de sus inversiones financieras disminuyeron y se redujeron las nuevas inversiones, mientras que el interés de los inversionistas institucionales por este tipo de activos dio lugar a nuevos cambios en los marcos operativos.

En 2005, la rentabilidad cayó en toda la gama de estrategias de inversión de estos fondos, lo que refleja la creciente saturación de un sector en el que numerosos gestores tratan de explotar un conjunto limitado de oportunidades de inversión rentables (véase el Gráfico VII.3). Otro indicio de esta saturación fue el estrechamiento en las bandas de resultados entre diversas estrategias de inversión.

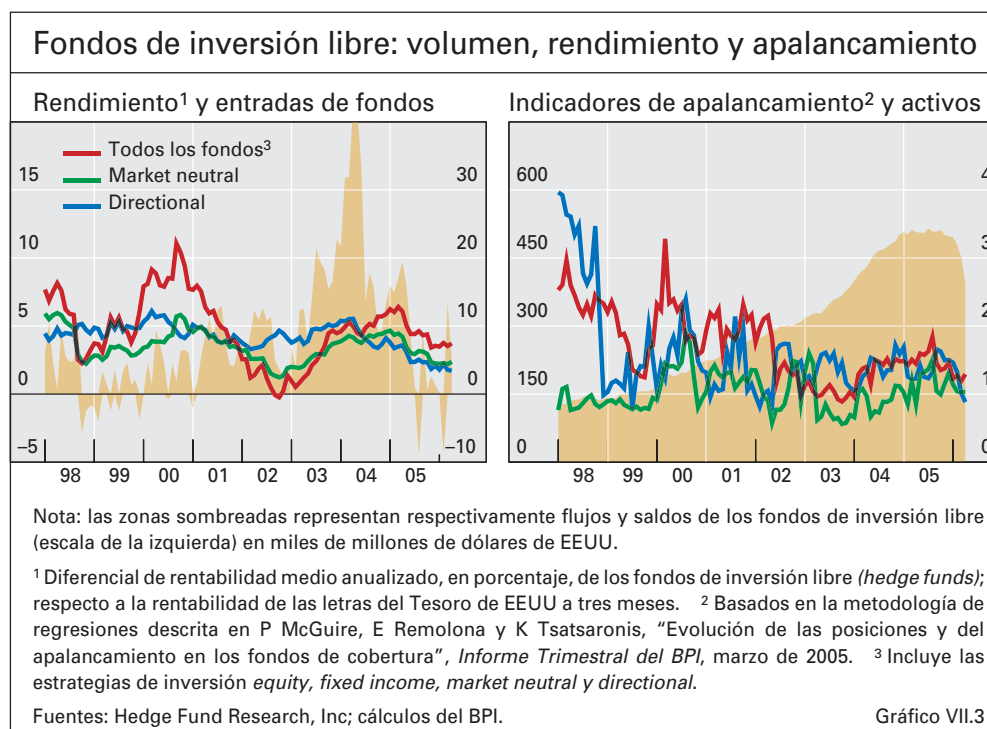
Como era de esperar dada la escasa rentabilidad, también se enfrió el interés de los inversionistas, medido por la tasa de nuevas suscripciones. Por primera vez desde el caso del LTCM, el sector registró en 2005 salidas netas durante varios meses. Además, se crearon menos fondos para reemplazar los liquidados por maduración de las inversiones.

A pesar de la desaceleración de la rentabilidad, se multiplicaron los indicios de que los fondos de inversión libre se han convertido en una alternativa de inversión aceptable para los inversionistas institucionales convencionales. Los vínculos entre el sector y las sociedades de gestión de activos y proveedores de servicios de banca privada más consolidadas continuaron estrechándose, incluyendo muchas de esas entidades los fondos

Los resultados de los fondos de cobertura empeoraron...

... las nuevas suscripciones se desaceleraron...

... y el perfil de los fondos pasó a ser más convencional



de inversión libre entre los productos ofrecidos a sus clientes. En muchos casos, esto se tradujo en la compra directa de fondos de fondos por estas entidades. La prolongada reducción de la volatilidad en la rentabilidad de estos fondos en los últimos años es otra consecuencia de la entrada de dinero institucional en el sector, ya que ha dado lugar a la imposición de requisitos más estrictos para la gestión del riesgo, publicación de información y coherencia en las estrategias de inversión.

Capital inversión

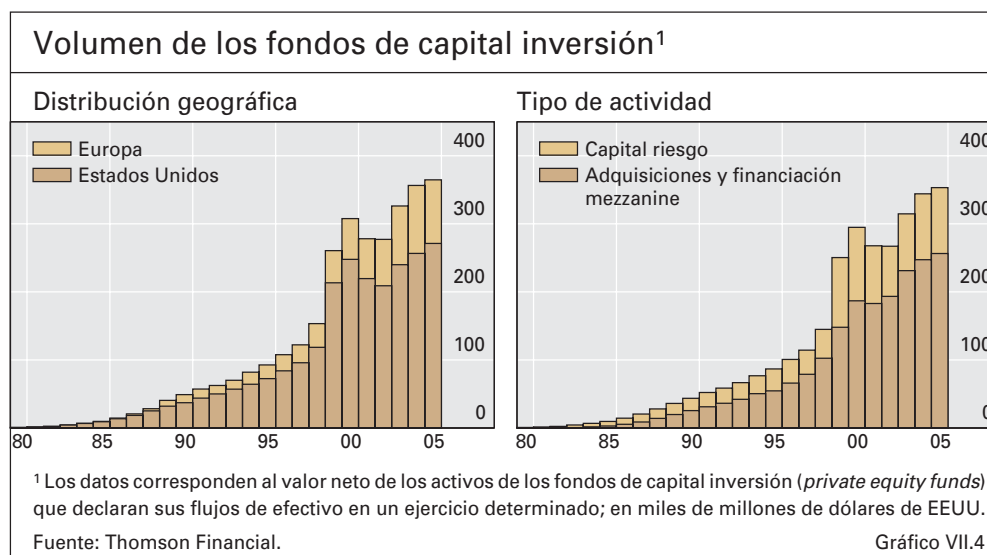
En los últimos años se ha producido un importante aumento de la actividad de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), que se ha manifestado tanto en la captación de capitales como en su participación en operaciones de control corporativo. Diversos factores pueden explicar este mayor interés por las inversiones en capital inversión, incluido el desencanto de los inversionistas con los mercados bursátiles tras el estallido de la burbuja tecnológica, el entorno de rendimientos reducidos y las condiciones de liquidez extremadamente favorables. Al mismo tiempo, este auge de la actividad ha suscitado cierto temor sobre sus posibles consecuencias para la estabilidad financiera, debido a la importancia del apalancamiento en las estrategias de inversión de estos fondos.

Los fondos de capital inversión están constituidos por grupos de inversionistas especializados en proporcionar financiación a compañías de alto riesgo e intensivas en información a través de la participación en su capital. Existen dos tipos principales de fondos. El primero ofrece financiación a sociedades que no tienen acceso a los mercados bursátiles, como por ejemplo nuevas empresas con un elevado potencial de crecimiento pero que carecen de un historial consolidado o empresas medianas que necesitan financiación para superar dificultades financieras, transformar su estructura accionarial o comprar otras sociedades. El segundo tipo se especializa en adquisiciones de participaciones de sociedades cotizadas que posteriormente dejan de cotizar. Estas adquisiciones suelen financiarse en parte con deuda, lo que incrementa sustancialmente el apalancamiento financiero de la empresa adquirida. El beneficio de la inversión financiera se obtiene en forma de dividendos a medio plazo y del producto de la venta final de la sociedad, ya sea en el mercado privado o a través de una oferta pública de venta de acciones y salida a bolsa.

Los fondos de capital inversión se constituyen como sociedades en comandita simple (*limited partnership*) y las estructuras de incentivos de los socios son similares a las de otros vehículos de inversión arriesgados como los fondos de inversión libre. Las operaciones en las que participan requieren perspicacia financiera, habilidades directivas y espíritu emprendedor, dado que los socios participan activamente en la gestión de las sociedades en las que invierte el fondo. Los socios son recompensados con generosos esquemas de comisiones y retribuciones vinculadas al rendimiento, así como por la posibilidad de compartir con inversionistas externos una elevada tasa interna de rentabilidad objetivo sobre el activo invertido. Los fondos captan financiación de grandes fortunas y de diversos inversionistas institucionales,

Las estructuras de los fondos de capital inversión...

... recompensan la asunción de riesgos



como fondos de pensiones y fondos dotacionales, así como de otras empresas financieras y no financieras.

Desde finales de los años 90, el sector de capital inversión ha registrado un crecimiento muy significativo. A un periodo de rápido crecimiento de los activos gestionados en todas las categorías de fondos durante el auge de la inversión en tecnología, siguió una desaceleración moderada y puntual, antes de que el crecimiento se reanudase en los dos últimos años (véase el Gráfico VII.4). Aunque la mayoría de fondos operan en Estados Unidos, los fondos europeos han registrado recientemente un mayor crecimiento. Históricamente, los fondos de adquisiciones de participaciones empresariales (*buyout funds*) han constituido la mayoría de los activos de este sector. El ligero descenso de su participación en el total, en torno al punto álgido de la burbuja de inversión en compañías de Internet, se ha revertido gracias a la reciente reactivación de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (véase el Capítulo VI).

En los dos últimos años se ha producido un fuerte incremento de los recursos captados por el sector en todo el mundo, que en 2005 ascendieron a 240.000 millones de dólares, cifra sólo superada en el año 2000, cuando alcanzó su apogeo la inversión en el sector tecnológico (véase el Gráfico VII.5). La remuneración en efectivo a los inversionistas ha seguido una pauta similar, si bien ha mostrado mayor volatilidad. Existe evidencia empírica, sin embargo, que apunta a que algunos fondos se decantan por un calendario de pagos más frecuentes a los inversionistas y socios, en lugar de ir acumulándolos al final en función de los ingresos obtenidos con la posterior venta de las inversiones. Las elevadas tasas de rentabilidad media de los fondos de capital inversión explican el interés de los inversionistas externos, a pesar de la volatilidad y la relativa falta de liquidez propias de este tipo de fondos (véase el Gráfico VII.5, panel derecho).

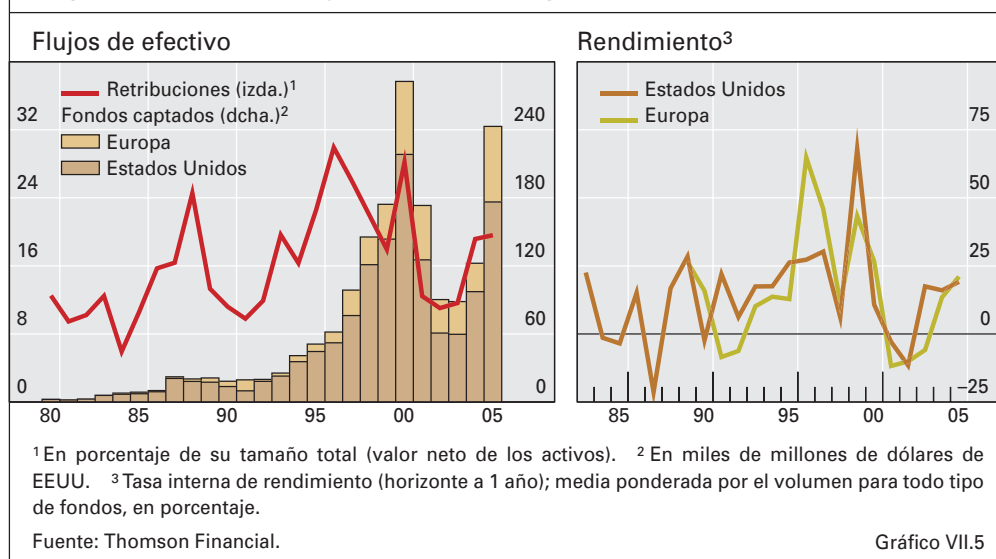
Los ciclos de actividad de los fondos de capital inversión responden a la disponibilidad y al coste de la financiación, así como a las tendencias generales de los balances empresariales. Las compras apalancadas de

Reciente auge de la actividad...

... de la captación de recursos...

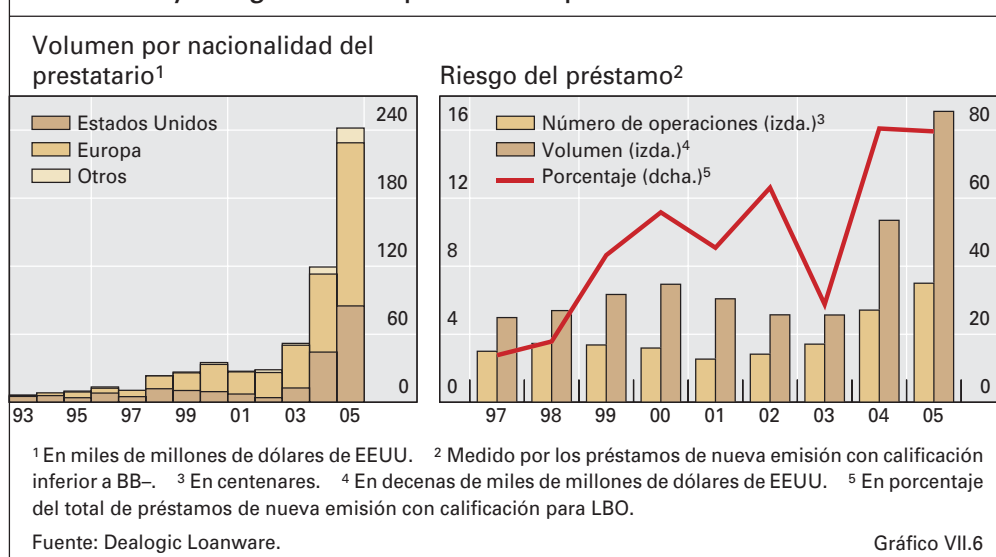
... y de la financiación para compras apalancadas

Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento



empresas (LBO) se ven alentadas por tipos de interés reducidos y suelen tener por objetivo empresas cuyas acciones son menos rentables debido a unas estructuras de capital conservadoras. Los anteriores auges de actividad en LBO coincidieron con innovaciones del mercado, como el apogeo de los “bonos basura” a finales de la década de los 80 y el del capital riesgo dirigido hacia compañías de Internet a finales de los 90. Los bajos costes de financiación y una actitud más relajada frente al riesgo y al apalancamiento también parecen ser importantes motores de esta actividad en el ciclo actual. El reciente incremento del volumen de préstamos sindicados internacionales relacionados con operaciones de LBO ha sido muy destacable, superando en 2005 los 240.000 millones de dólares, en su mayoría préstamos organizados por cuenta de prestatarios europeos (véase el Gráfico VII.6). Igualmente significativo ha sido el descenso de la calidad crediticia de estos préstamos.

Volumen y riesgos de los préstamos para LBO



Alrededor del 80% de los préstamos relacionados con LBO son instrumentos de alta rentabilidad, un porcentaje más de seis veces superior al que se registra en el conjunto del mercado de préstamos sindicados.

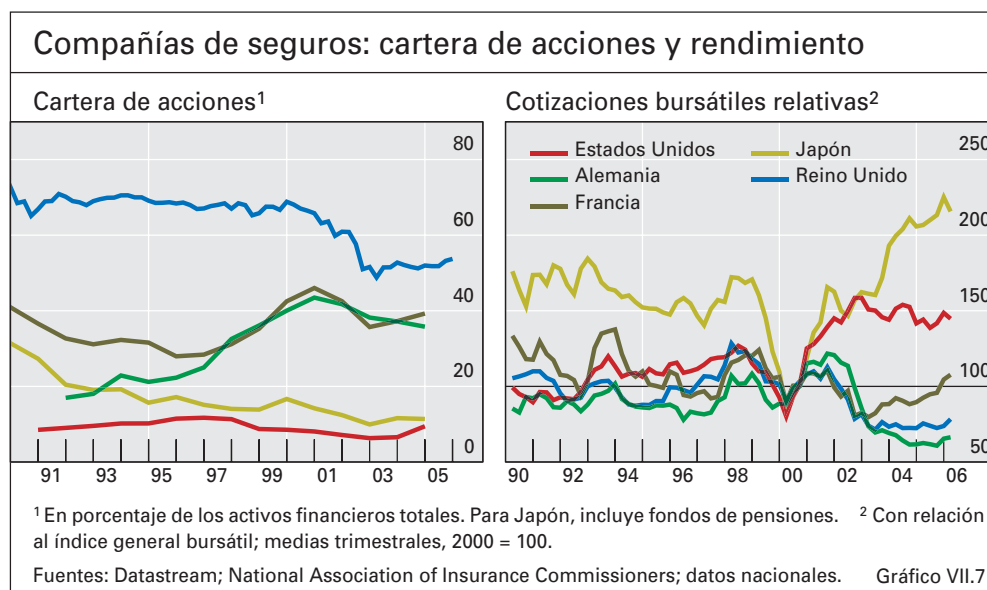
Sector asegurador

La favorable coyuntura de los mercados financieros impulsó los resultados de las compañías de seguros de vida en 2005. En cambio, ese año ha sido el menos boyante de la historia del ramo de no vida y el sector reasegurador, principalmente por la elevada siniestralidad relacionada con catástrofes naturales.

La solidez financiera de las compañías de seguros de vida continuó mejorando. La positiva evolución de los mercados bursátiles mejoró los resultados de la inversión e incrementó los excedentes de recursos propios (véase el Gráfico VII.7). Las compañías japonesas de seguros de vida ampliaron sus márgenes de solvencia gracias al aumento de los ingresos por primas, al menor número de pólizas rescindidas y a las plusvalías latentes generadas por unos mercados bursátiles alcistas. Los seguros *unit-linked* rentables (seguros de vida de prima única ligados a fondos de inversión) adquirieron popularidad en el Reino Unido y en Francia al mejorar las expectativas de rentabilidad del mercado bursátil. Con todo, los reducidos tipos de interés a largo plazo continuaron lastrando a algunas compañías europeas de seguros de vida que habían estado vendiendo productos con elevadas tasas garantizadas, por lo que las presiones sobre la solvencia no desaparecieron por completo.

La intensa competencia, la mejora de la capitalización y la búsqueda de eficiencia operativa propiciaron la consolidación del ramo de vida. En Europa, esta tendencia se ha materializado durante los últimos dos años en fusiones y adquisiciones a pequeña escala. Por el contrario, los principales grupos financieros y no financieros estadounidenses segregaron sus divisiones de seguros de vida o las vendieron a otras aseguradoras.

Las compañías de seguros de vida se refuerzan



Las aseguradoras del ramo de vida se enfrentan a un riesgo potencial derivado de la lentitud con que se está incorporando a la valoración de sus balances el mayor riesgo previsto de longevidad. Asimismo, los mecanismos de transferencia para este tipo de riesgo todavía no están totalmente consolidados. La demanda de bonos a largo plazo vinculados a las expectativas de vida (bonos de longevidad) continúa siendo limitada, al igual que la capacidad del sector reasegurador para cubrir este riesgo.

El ramo de no vida tuvo que hacer frente a indemnizaciones récord en 2005, que se prevé que casi dupliquen la cifra de 2004. Tres huracanes en el Caribe fueron los causantes de la mayoría de las pérdidas aseguradas en este sector en todo el mundo. Por consiguiente, las compañías estadounidenses de seguros de responsabilidad civil y accidente sufrieron sus mayores pérdidas por catástrofes, en relación al tamaño del sector, desde el terremoto de San Francisco de 1906. A pesar del continuo descenso de los beneficios por suscripción de pólizas, el ramo de no vida en Estados Unidos hizo gala de una gran capacidad de recuperación, favorecido por el crecimiento de los ingresos por inversiones y por la transferencia del riesgo al sector reasegurador.

El ramo de no vida hizo frente a reclamaciones históricas...

Los cuantiosos rendimientos por inversión y una adecuada diversificación permitieron a la mayoría de las reaseguradoras afrontar la elevada siniestralidad por catástrofes del año pasado. Sin embargo, varias reaseguradoras especializadas con sede en las Bermudas sufrieron un deterioro de su capital y rebajas en su calificación crediticia. La tendencia creciente de las pérdidas por siniestros asegurados a raíz de la creciente severidad de los huracanes, la mayor densidad de población y la fuerte escalada en el mercado inmobiliario en las zonas costeras son constantes desafíos para el sector.

... con éxito

El sector asegurador europeo se enfrenta a varios retos relacionados con cambios en el marco institucional. En el periodo analizado, el proyecto Solvencia II siguió adelante, con un activo debate entre las autoridades y el sector. Es probable que este proyecto acreciente el interés de la industria por la gestión de riesgos. En lo que respecta a su aplicación, el nuevo marco regulador para los requerimientos de solvencia de las aseguradoras europeas interactuará con los cambios propuestos en las normas de presentación de información financiera. La adopción de las NIIF en Europa comenzó en 2005 y sus efectos aún están por determinar. La fase de implementación actual puede incrementar la volatilidad de los beneficios, ya que la aplicación de la contabilización al valor razonable a más categorías de activos de las aseguradoras podría no encontrar correspondencia en los actuales principios de valoración aplicados al pasivo. En previsión de una posible aplicación plena de la contabilidad al valor razonable también para el pasivo, las aseguradoras se han centrado en cuadrar su activo y su pasivo invirtiendo más en bonos a largo plazo y reduciendo su exposición a la renta variable (véase el Capítulo VI).

Desafíos para los reguladores en Europa

Fondos de pensiones

Varios acontecimientos que han afectado a los fondos de pensiones de empresas han captado la atención de analistas y reguladores en los últimos

Financiación
insuficiente de los
fondos de
pensiones

años. Los niveles de financiación se han deteriorado como consecuencia del entorno de escasa rentabilidad desde principios de la presente década. La reducida rentabilidad de las carteras de activos se vio agravada por el efecto de sobrevaloración por las bajas tasas de descuento utilizadas para valorar el pasivo. A la incidencia de estos factores se sumó el hecho de que numerosos promotores aprovecharon el favorable entorno inversor de la segunda mitad de los años 90 para reducir los niveles de aportaciones basándose en extrapolaciones optimistas que preveían unos niveles de rentabilidad excesivamente elevados.

Los cambios en el
marco regulador...

Se espera que una serie de importantes modificaciones en el marco institucional que regula los fondos de pensiones empresariales tenga una influencia duradera en su perfil y en su comportamiento inversor. En varias jurisdicciones se están aplicando nuevas normas que reducen el nivel mínimo de financiación permitido a partir del cual el promotor está obligado a incrementar las aportaciones a los planes de pensiones. Además, las nuevas normas contables se decantan por contabilizar los activos y pasivos asociados con prestaciones post empleo a su valor de mercado actual, limitando así la discrecionalidad de los promotores para utilizar la rentabilidad prevista al valorar sus activos y para suavizar la oscilación a lo largo del tiempo de las tasas de descuento para el pasivo.

... pueden afectar a
la asignación de los
activos...

El efecto inmediato de estos cambios ha sido una mayor concienciación de las empresas y de sus partes interesadas externas sobre la magnitud de las cuestiones relacionadas con los compromisos de los fondos por pensiones no respaldados por activos. Las nuevas normas resaltan la importancia de una adecuada gestión del riesgo en relación con estos compromisos y deberían hacer más transparentes los vínculos entre la situación financiera de los planes de pensiones y los beneficios de las empresas. Asimismo, estas normas parecen haber influido en las decisiones de inversión de los planes de pensiones. Las crecientes asignaciones de las carteras a valores de renta fija con vencimiento a más largo plazo serían un intento de protegerse frente a la volatilidad de los compromisos por pensiones generada por las fluctuaciones de los tipos de interés (véase el Capítulo VI).

... y a la estructura
de los fondos

Es probable que estos cambios estructurales aceleren el abandono paulatino de los planes de prestaciones definidas a favor de los de aportaciones definidas, lo que viene sucediendo desde hace algún tiempo en muchos países. Queda por ver cuáles serán los efectos de estos cambios sobre la demanda de las distintas clases de activos y sobre la propia dinámica del mercado. Una cuestión más general es si esos cambios también repercutirán en los patrones de financiación de la economía en su conjunto y en los tipos de inversión por los que se decantan los mercados.

Vulnerabilidades

De cara al futuro, las principales fuentes de vulnerabilidad surgen del ritmo al que puede cambiar el actual entorno de abundante liquidez. Esto podría tener consecuencias para la sostenibilidad de los balances de los hogares y las empresas, en caso de que una inversión de las condiciones de liquidez alterara

sustancialmente los precios de los activos, lo que a su vez podría llegar a afectar a la solidez de las instituciones financieras.

Factores que podrían reducir la rentabilidad de los bancos

La persistencia en los últimos años de elevados niveles de rentabilidad generalizada entre los bancos, en un contexto de bonanza económica, lleva a cuestionarse su sostenibilidad a largo plazo. Este interrogante resulta especialmente relevante dada la posibilidad de subidas de los tipos de interés o de deterioro de las condiciones de los mercados de capitales. Es probable que las circunstancias que influyen en los márgenes financieros y en el riesgo de crédito generen más incertidumbre sobre los futuros resultados de los bancos en los años venideros. Los márgenes financieros han tendido a disminuir en muchos países desde la década de los 90, en parte como consecuencia de la intensificación de las presiones competitivas. Por otra parte, los ingresos por comisiones asociados al aumento de la actividad minorista han empujado al alza los ingresos distintos de intereses. Unido a estas tendencias de largo plazo, los componentes de los beneficios de los bancos han fluctuado en función de variaciones cíclicas de los ingresos, el crédito y los tipos de interés.

Los márgenes de intermediación tienden a la baja

Las relaciones históricas entre los distintos componentes de la cuenta de resultados bancaria y los indicadores macroeconómicos generales pueden orientar sobre los riesgos que la futura evolución económica podría acarrear para los beneficios de las entidades bancarias (véase el Cuadro VII.2). Los márgenes de intermediación suelen reaccionar positivamente ante las subidas de los tipos de interés y ante una pendiente más pronunciada en la curva de rendimientos, ya que los intereses de los préstamos bancarios se ajustan más rápidamente que los aplicados a sus pasivos (véase el panel izquierdo del Cuadro VII.2). Los márgenes de los bancos norteamericanos y británicos parecen menos sensibles a los cambios de la curva de rendimientos que los

Las subidas de los tipos de interés mejoran los márgenes...

Sensibilidad de los ingresos a las condiciones cíclicas ^{1,2}							
	Margen de intermediación			Ingresos distintos de intereses ³	Provisiones para pérdidas ³		
	Diferencial de rentabilidad ⁴	Tasa a un mes	Crecimiento del PIB		Volumen de contratación en bolsa en relación al PIB	Tasa a un mes ⁵	Crecimiento del PIB ⁵
Estados Unidos (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canadá (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Reino Unido (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Alemania (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Francia (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Nota: Los coeficientes denotan la oscilación en puntos básicos que correspondería a una variación de 1 punto porcentual en la correspondiente variable; * y ** indican respectivamente que existe una significación estadística en niveles del 10% y del 5%.
¹ Entre paréntesis, número de grandes bancos incluidos. ² Regresión con efectos fijos, utilizando datos panel, sobre una constante, sobre los cocientes préstamos/activos de cada banco y sobre las variables macroeconómicas indicadas bajo cada epígrafe. Período de la observación 1990/91 a 2004/05, anual. Las variables macroeconómicas corresponden a promedios anuales. ³ Cifras normalizadas por los activos totales. ⁴ Entre el rendimiento de referencia a 10 años y el rendimiento a un mes. ⁵ Con un retardo de 1 año.

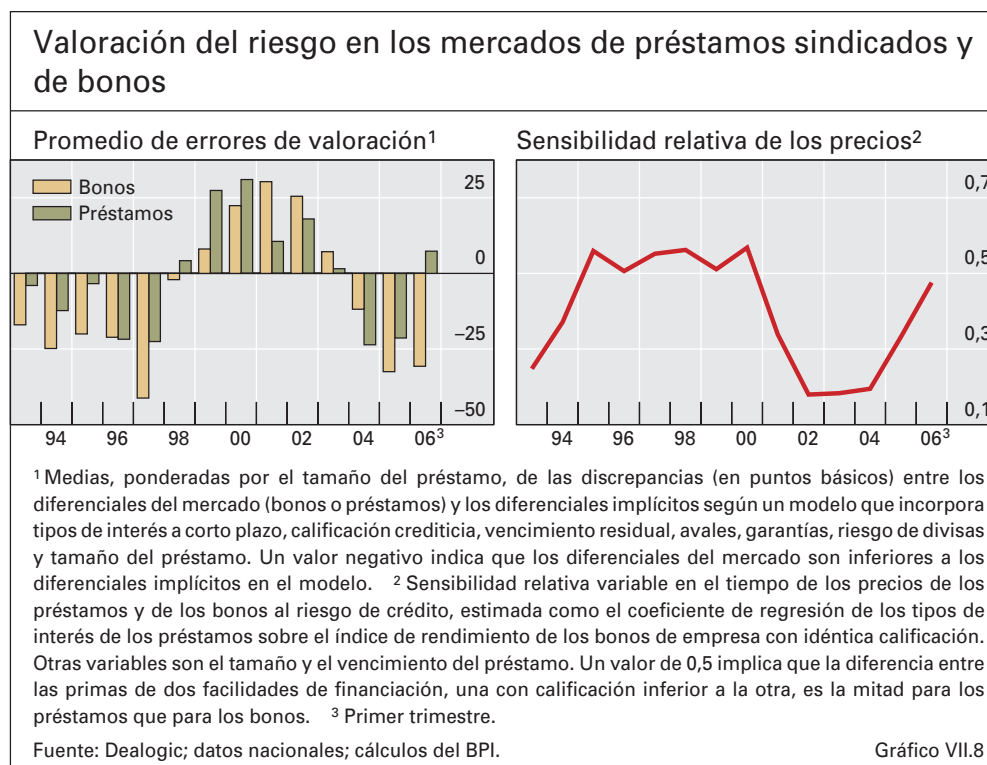
Fuentes: Fitch Ratings; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.2

de sus homólogos de Europa continental, tal vez por la mayor competencia entre la banca tradicional en Norteamérica y el predominio de los préstamos a tipo de interés variable en el Reino Unido. Los incrementos de los tipos de interés y las desaceleraciones de la actividad económica conllevan aumentos de los costes crediticios, aunque normalmente con cierto retraso (véase el panel derecho del Cuadro VII.2).

... pero también incrementan las provisiones

Estos patrones históricos podrían servir de base para esbozar los efectos que podría tener para los beneficios de los bancos la previsible evolución macroeconómica en los próximos años. Es probable que las subidas de los tipos de interés amplíen los márgenes financieros, sobre todo en los países de Europa continental, mientras que un aplanamiento de la curva de rendimientos tendrá el efecto contrario. Al mismo tiempo, un repunte de los tipos de interés también puede repercutir en mayores dotaciones de provisiones por préstamos de dudoso cobro, contrarrestando así parte del posible aumento de los márgenes. La dotación de provisiones suele aumentar en las fases de desaceleración económica, algo que podría entrañar dificultades en todas las líneas de negocio.

Además, tras un periodo de condiciones crediticias favorables, es posible que los diferenciales que incorporan las carteras de préstamos de los bancos no compensen totalmente el aumento de las provisiones una vez se deteriore la calidad crediticia. La reciente evolución del mercado de préstamos sindicados sugiere que los precios de los préstamos empiezan a tornarse más sensibles al riesgo, revirtiendo hacia valores más próximos al promedio del ciclo de crédito (véase el Gráfico VII.8). Sin embargo, conforme la cartera de préstamos contratados durante el periodo 2002–04 entre en la fase del ciclo en la que la incidencia de los impagos suele ser mayor, sus diferenciales



especialmente estrechos pueden lastrar los beneficios de los bancos. Estas consideraciones aconsejan prudencia a la hora de proyectar los resultados actuales al futuro próximo.

Exposición a los mercados inmobiliarios

En la actualidad, la actividad relacionada con el sector inmobiliario constituye un componente en rápida expansión del negocio de las entidades bancarias y de sus beneficios. La tasa de crecimiento de los préstamos para la financiación inmobiliaria ha superado a la de los préstamos empresariales o al consumo en muchos países. Esta situación podría acarrear problemas, ya sea por un crecimiento excesivo del mercado de inmuebles comerciales o por un enfriamiento del segmento residencial. De hecho, este último ha dado síntomas de desaceleración tras muchos años de crecimiento excepcional.

En la mayoría de países, el sector inmobiliario comercial se ha sobrepuesto a la debilidad de las variables fundamentales. En concreto, las tasas de desocupación se han reducido y los precios inmobiliarios se han recuperado con respecto a 2004 (véase el Cuadro VII.3). Al mismo tiempo, en muchos países la exposición de las entidades de crédito al sector inmobiliario de uso comercial ha aumentado rápidamente en comparación con el capital

La exposición a los inmuebles comerciales es más elevada...

Precios de los inmuebles de uso comercial ¹							
	Variación nominal ²			Nivel ⁶	<i>Pro memoria: Tasas de desocupación de oficinas⁷</i>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japón	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Alemania	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Reino Unido	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Francia	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canadá	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
España	1,8 ³	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Países Bajos	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australia	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Suiza	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Suecia	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Noruega	0,8 ⁴	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Dinamarca	1,3 ⁴	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlandia	1,1 ⁵	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlanda	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

¹ Para Australia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del terreno. ² Variación porcentual anual. ³ 2000–04. ⁴ 1999–2004. ⁵ 1997–2004. ⁶ Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo=100. ⁷ Porcentaje de espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios ya construidos dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales.

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

Cuadro VII.3

y los activos. En Estados Unidos, por ejemplo, los préstamos para inmuebles comerciales se han incrementado un 80% durante los últimos cinco años y actualmente representan el 13,5% del total de activos de la banca comercial, igualando el máximo del ciclo anterior, alcanzado en 1988. De forma similar, en el Reino Unido, cerca del 40% de los préstamos bancarios a empresas no financieras se concede a sociedades inmobiliarias, cuando hace cinco años el porcentaje de préstamos a ese segmento rondaba el 20%. Incluso los bancos japoneses tuvieron un extraordinario incremento del 44% en nuevos préstamos a sociedades inmobiliarias en el tercer trimestre de 2005, hasta alcanzar los 2,7 billones de yenes, una tasa de crecimiento equiparable al auge de la segunda mitad de los años 80.

... y está más concentrada

En Estados Unidos, el préstamo para la compra de inmuebles comerciales está muy concentrado en determinados grupos de bancos. Los incrementos han sido especialmente destacables entre las entidades pequeñas y medianas, cuyos préstamos para inmuebles comerciales representan actualmente cerca del 30% de su activo total. Por el contrario, la exposición de los bancos de mayor tamaño es bastante moderada, con un porcentaje medio del 8,6%.

La elevada exposición al mercado inmobiliario comercial podría poner en peligro la estabilidad financiera, en particular dado el alto grado de concentración de las exposiciones. El entorno de tipos de interés bajos de los últimos años ha reducido la cuantía de los pagos por intereses e incrementado los flujos de efectivo de los prestatarios, contribuyendo así a que las tasas de morosidad de los préstamos para inmuebles comerciales alcancen niveles históricamente bajos. Si los tipos de interés subieran, es muy probable que se deteriore la calidad crediticia. De hecho, los reguladores de Estados Unidos y Japón ya han manifestado su preocupación por las condiciones que determinadas entidades bancarias aplican a este tipo de préstamos.

Si bien la situación actual presenta ciertas similitudes con los primeros años de la década de los 90, es improbable que se generen tensiones similares. En primer lugar, el ciclo de los inmuebles comerciales se hallaba entonces en su punto álgido, mientras que en el episodio actual está remontando desde su mínimo cíclico, lo que sugiere que el riesgo de impagos generalizados entre los prestatarios en caso de una caída de precios es reducido. En segundo lugar, el continuo crecimiento de los mercados de negociación de valores inmobiliarios permite diversificar mejor parte de su riesgo de crédito entre los inversionistas y puede decirse que ha tenido un efecto moderador sobre los ciclos de los inmuebles comerciales.

Un posible debilitamiento de los mercados de la vivienda...

En el segmento residencial, la demanda de financiación para la compra de vivienda se ha ido enfriando en algunos países, mientras que en otros se mantiene vigorosa, lo que refleja la heterogénea evolución de los precios de los inmuebles (véase el Cuadro VII.4). En el Reino Unido y Australia, los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2005, mientras que en Alemania y en Japón, que aún no se han recuperado de su ciclo anterior, volvieron a descender (véase el Capítulo II). En cambio, en la mayoría de los restantes países europeos, los mercados de la vivienda mantuvieron su pujanza. Lo mismo ocurrió en el mercado estadounidense durante buena parte del año, si bien desde finales de 2005 se han observado indicios de una

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Precios de la vivienda ¹				Variación de deuda hipotecaria para vivienda 2005 ²
	Variación anual		Variación desde el max. 2005	Fecha del máximo	
	1996-2004	2005			
Estados Unidos	7,1	13,0	0,0	2005 T4	4,6
Japón	-3,9	-4,7	-40,0	1991 S1	-0,0
Alemania	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Reino Unido	12,3	2,2	-0,5	2005 T3	4,7
Francia	9,2	9,0	0,0	2005 S2	3,1
Italia	6,4	7,2	0,0	2005 S2	2,0
Canadá	5,5	10,5	0,0	2005 T4	1,7
España	11,1	12,9	0,0	2005 T4	9,4
Países Bajos	9,0	6,4	-0,6	2005 T3	6,0
Australia	10,1	2,3	0,0	2005 T4	3,9
Suiza	1,6	1,5	-10,0	1989 T4	2,8
Suecia	8,6	10,5	0,0	2005 T4	4,0
Noruega	7,9	7,5	-0,7	2005 T2	1,6
Dinamarca	6,7	21,3	0,0	2005 T4	7,2
Finlandia	7,2	9,0	0,0	2005 T4	3,4
Irlanda	14,0	9,4	0,0	2005 T4	9,6

¹ Las cifras corresponden al final del periodo; variación nominal, en porcentaje; para Japón, precios del terreno. ² En puntos porcentuales del PIB.

Fuentes: OCDE; diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro VII.4

inminente pérdida de vigor, como indica la desaceleración de las solicitudes de hipotecas y de la venta de viviendas de segunda mano.

Las características de la financiación de inmuebles residenciales han cambiado recientemente en varios países. La relajación de las condiciones crediticias debido a la competencia y al mayor recurso a la titulización ha propiciado un significativo incremento de los préstamos a hogares que presentan más riesgos. En 2005, la concesión en Estados Unidos de crédito hipotecario a familias que no cumplen los requisitos para obtener una hipoteca tradicional se multiplicó por siete con respecto a su volumen de 2000. Las hipotecas a prestatarios con un historial crediticio dudoso también han aumentado significativamente en el Reino Unido. Además, se han multiplicado los productos hipotecarios con opciones de amortización flexibles. Así por ejemplo, aproximadamente una tercera parte de las hipotecas concedidas en Estados Unidos en 2005 incluía la opción de pagar sólo intereses durante un periodo de carencia, frente al 1,5% de 2001.

Es probable que el ritmo de evolución de los precios de la vivienda y de los tipos de interés determine la incidencia del ajuste previsto en aquellos países donde los precios de los inmuebles residenciales parecen rozar ya su máximo. Las entidades de crédito dan muestras de estar suficientemente protegidas contra el impacto directo de un aumento de las tasas de morosidad, que podría ocurrir por la coincidencia en el tiempo de unos tipos de interés más elevados con el fin de periodos de carencia de hipotecas anteriores con condiciones de amortización flexibles. Sin embargo, el efecto indirecto

... afectará de forma indirecta a los bancos

en los bancos de una posible desaceleración económica provocada por la contracción del gasto de los consumidores y de la actividad constructora será probablemente más importante, aun cuando siga siendo más difícil de calcular (véase el Capítulo II). Este riesgo está más acentuado en aquellas economías que exhiben mayores niveles de deuda hipotecaria.

Presentación de información financiera y gestión del riesgo financiero

Las nuevas normas contables...

Varios acontecimientos del periodo analizado centraron la atención del mercado en la influencia que las normas de presentación de información financiera ejercen en la toma de decisiones de empresas e inversionistas. Los analistas del mercado debatieron sobre los efectos que probablemente tendrían las normas internacionales de contabilidad en su primer año de aplicación, sobre la volatilidad de los beneficios y las valoraciones de las acciones de las compañías cotizadas en la Unión Europea. Debates similares rodearon la introducción de una serie de normas en Estados Unidos. Por último, como ya hemos explicado, se consideró probable que la aplicación de nuevas normas de contabilidad a los planes de pensiones en varias jurisdicciones tuviera un peso significativo en las decisiones de asignación de activos y asunción de riesgos de los planes de pensiones empresariales.

... suscitaron el debate

En términos generales, estos cambios consistieron en la utilización más generalizada de valoraciones basadas en el mercado, en detrimento de las valoraciones al coste histórico, con reflejo tanto en el balance como en la cuenta de resultados. Los debates entre los reguladores contables y los usuarios de las normas se centraron en la posible incidencia de estos cambios en la gestión del riesgo por las empresas. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el debate se centró en las consecuencias para la economía en su conjunto de la disponibilidad y el uso de capital riesgo, así como de la dinámica de los precios de los activos.

La presentación de informes financieros...

Estas cuestiones están relacionadas con las dos principales funciones económicas de la presentación de informes financieros: informar sobre el rendimiento de los recursos utilizados y facilitar su gestión. La gestión de los recursos depende de una adecuada y fiable medición de los insumos y los resultados finales. Las partes interesadas externas, como los inversionistas y los reguladores, necesitan información financiera exacta y representativa proporcionada por las empresas para formarse una opinión independiente sobre su estado actual y sus perspectivas de futuro, así como para poder cotejar sus resultados con los de empresas comparables y competidoras. Asimismo, las normas de intervención formal para la transferencia del control de los recursos se basan normalmente en información contable. Un claro ejemplo es el de los respectivos derechos de control de los tenedores de renta variable y renta fija ante un supuesto de insolvencia. De forma similar, las normas de intervención de las autoridades supervisoras también están condicionadas por las valoraciones

contables del activo y el pasivo de la empresa y por las correspondientes medidas del riesgo.

Existe una relación bidireccional entre las normas contables y la toma de decisiones. La contabilidad sirve de punto focal para las partes interesadas externas, incluidos los supervisores, que desean evaluar los resultados de una empresa, por lo que condiciona inevitablemente las decisiones de sus directivos. A la inversa, el conjunto de incentivos que influyen en las decisiones del equipo directivo afecta también a su actitud hacia el riesgo. El efecto conjunto de los cambios normativos y la adopción de decisiones puede incidir a su vez sobre las valoraciones y los precios de mercado, como ocurre especialmente en las rúbricas de los informes financieros que incluyen más elementos prospectivos y valoraciones de riesgos.

... interactúa con la toma de decisiones...

La estimación del valor no es un ejercicio teórico exento de ambigüedad, ya que con frecuencia exige formarse un juicio sobre hechos futuros así como evaluar la relación rentabilidad/riesgo asociada a un elemento concreto. Sin embargo, la capacidad de las medidas de valor incluidas en los estados financieros para reflejar la información disponible ha mejorado gracias a procesos complementarios ocurridos durante las tres últimas décadas: la expansión de los mercados de instrumentos de transferencia del riesgo y los avances de la tecnología de medición de riesgos.

... y con la medición del riesgo...

Los mercados de transferencia del riesgo han ganado en liquidez y amplitud, expandiendo enormemente la gama de instrumentos disponibles para facilitar la adaptación del riesgo financiero a las necesidades y circunstancias específicas de los distintos agentes del mercado. Los mercados de derivados han surgido por doquier; los últimos en aparecer han sido los mercados de transferencia del riesgo de crédito. Las estructuras de titulización se utilizan cada vez más para agrupar y reasignar el riesgo financiero (véase el Capítulo VI). Desde la óptica de la presentación de información financiera, cabe destacar que estas innovaciones han generado precios de mercado fácilmente observables para un catálogo de riesgos cada vez más diferenciado, mejorando notablemente la determinación de precios de instrumentos que hasta la fecha eran difíciles de valorar.

... a través de los precios de mercado...

Por útiles que sean para realizar valoraciones prospectivas, los precios de mercado presentan un inconveniente importante: su relativa opacidad en lo que respecta a los determinantes del valor. Los precios observados contienen primas de riesgo que están directamente relacionadas con las opiniones de los agentes del mercado sobre el riesgo para los futuros flujos de caja y con su actitud hacia la asunción de riesgos. Diferenciar la influencia relativa de estos dos factores en un momento dado es un ejercicio muy subjetivo, debido en buena medida a que ambos varían a lo largo del tiempo (véase el Capítulo VI). Las valoraciones del riesgo están sujetas a revisión en función de la información nueva que vaya conociéndose. La actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo puede verse afectada por las condiciones del mercado, la disponibilidad y el coste de la financiación externa y los resultados recientes. Por lo tanto, la variabilidad de los precios de mercado puede deberse, al menos en parte, a variaciones temporales de la propensión al riesgo, en vez de a cambios fundamentales en los flujos de efectivo previstos.

Aún más importante, las fluctuaciones de los precios de mercado pueden influir a su vez en la actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo, produciendo un efecto más permanente sobre las valoraciones.

... y los modelos de riesgo

Junto a la mayor liquidez de los mercados de transferencia del riesgo, los avances en las técnicas de medición del riesgo también han mejorado la precisión de las valoraciones de elementos del balance que resultan complejos y poco líquidos (valoración ajustada a un modelo o *mark-to-model*). Las innovaciones en la valoración de instrumentos derivados se han transferido con éxito a otros contextos, como la valoración del riesgo de crédito y de las opciones implícitas en los contratos financieros. Las nuevas técnicas de modelización proporcionan valiosas herramientas para la medición y gestión del riesgo en el conjunto de la empresa. Las decisiones de inversión y cobertura se apoyan cada vez más en el análisis del activo y del pasivo a partir de modelos prospectivos de valoración y riesgo, calibrados en función de los precios observados, aunque con frecuencia haciendo extrapolaciones para abarcar una gama más amplia de instrumentos. Con independencia de su sofisticación, la fiabilidad de los modelos depende esencialmente de la validez de los supuestos en que se basan. Además, las valoraciones derivadas de modelos no son inmunes a la influencia de los mismos factores con variabilidad temporal que afectan a los precios de mercado, ya que están basadas en relaciones históricas entre precios observados y suelen estar calibradas para reflejar la evolución reciente de dichos precios. Sin embargo, y a pesar de esas deficiencias, los modelos de riesgo pueden ayudar a comprender mejor sus factores determinantes, al adaptarse con más facilidad a la identificación y el análisis de las primas de riesgo.

Los principios de valoración repercuten en...

Los distintos principios de valoración se basan de forma diferente en el coste histórico, los precios de mercado, los modelos y las estimaciones internas del valor. Al adoptar perspectivas diferentes, consiguen aunar de formas distintas aspectos deseables de la información financiera, como la precisión, la fiabilidad y la posibilidad de comprobar y cotejar los datos. Por ejemplo, la contabilidad al coste histórico proporciona estimaciones del valor a lo largo del tiempo fácilmente predecibles, muy ligadas a acontecimientos pasados fáciles de identificar. En cambio, los principios de valoración basados en estimaciones prospectivas del valor pueden incorporar mejor las circunstancias nuevas, a costa de una posible mayor volatilidad del valor con el paso del tiempo. Este contraste se hace particularmente evidente en el caso de valores financieros en los que la oscilación diaria de su precio de mercado puede generar, en ocasiones, sustanciales plusvalías o minusvalías latentes si la cartera se ha valorado al coste histórico. Es más, mientras que algunos principios permiten que la valoración de activos y pasivos específicos se realice con datos facilitados por las empresas (como su estimación de beneficios futuros, tasas de descuento basadas en las características de la cartera, sinergias con otros activos, etc.), otros, como la contabilidad al valor razonable o al coste histórico, buscan generar valores idénticos, con independencia del contexto específico. Si bien los valores obtenidos con el primer criterio resultan más relevantes para la toma de decisiones internas, la contrapartida es una dependencia relativamente mayor de modelos internos

desarrollados a partir de supuestos potencialmente opacos. Ejemplo de ello es el debate actual en torno al tratamiento contable de los pasivos bancarios por depósitos a la vista.

La normativa contable trata de fijar un marco para la presentación de información que no influya en las decisiones económicas. Sin embargo, como acabamos de explicar, la elección del principio de valoración tiene importantes consecuencias para la toma de decisiones, tanto a escala microeconómica como macroeconómica, sobre todo porque está relacionada con el tratamiento de la información sobre riesgos.

El tratamiento de la información sobre riesgos en las normas contables influye significativamente en la gestión de los recursos económicos. El grado en que las valoraciones incluyen estimaciones prospectivas del valor y del riesgo repercute en la eficacia de las normas de transferencia de control contenidas en la legislación o en contratos bilaterales. Valga como ejemplo la paradójica situación que puede darse si la valoración a precios de mercado del pasivo de una entidad se utiliza a la hora de determinar su quiebra. En tal caso, el deterioro de la solvencia crediticia normalmente incrementará el valor de la empresa, al provocar una disminución del valor de su pasivo. Otro ejemplo serían las distintas implicaciones de la dotación de provisiones basada en indicios probados de dificultades con préstamos concretos o bien en estimaciones de pérdidas esperadas para una cartera de préstamos. Mientras que el primer método depende de manifestaciones del riesgo *a posteriori*, el segundo conlleva estimaciones *a priori* del riesgo apoyadas en análisis a partir de la experiencia. Así pues, la naturaleza del enfoque adoptado influirá en los ingresos y el capital del banco contabilizados durante el ciclo comercial, condicionando también la valoración que sobre su razonabilidad hagan las autoridades prudenciales.

La importancia de estas influencias aumenta cuando se examinan desde una perspectiva sistémica, donde el carácter endógeno del riesgo se hace más patente. Un comportamiento que resulte racional para una determinada empresa por considerar ésta que su acción no va a afectar a los precios de mercado, puede dar lugar a ineficiencias a escala agregada cuando el efecto combinado de las acciones individuales incida en las condiciones del mercado. Un ejemplo sería la reciente disminución de los tipos de interés a largo plazo para la deuda pública del Reino Unido, como consecuencia del aumento de la demanda por parte de fondos de pensiones que intentan cubrir el riesgo de tasas de descuento bajas al valorar sus pasivos a precios de mercado (véanse las explicaciones anteriores y el Capítulo VI). Otro ejemplo sería la variación procíclica de las provisiones para préstamos en función de la valoración del riesgo de crédito considerando sólo la información disponible en un momento dado, que puede dar lugar a una actividad prestamista que potencie la volatilidad del ciclo económico e incremente la vulnerabilidad del sistema financiero.

En resumen, al analizar la interacción entre la elaboración de la información financiera, por una parte, y la medición y gestión del riesgo, por otra, se extraen tres ideas principales. La primera es que no existe una única valoración posible, sino que con frecuencia el valor depende de la perspectiva

... la gestión de recursos...

... y la estabilidad financiera

No existe una única valoración posible...

desde la que se mida. La aportación de un mismo elemento al cálculo del valor puede ser distinta dependiendo del contexto. Además, aun cuando se calculen desde la misma perspectiva, las valoraciones están sujetas a variaciones causadas por la oscilación temporal de las primas de riesgo en función de los cambios de actitud de los inversionistas hacia el mismo, que pueden no estar relacionados más que de forma indirecta con los cambios en las previsiones de flujos de efectivo. Estos aspectos se acentúan en el caso de instrumentos complejos para los que no existen mercados profundos y líquidos. Y es precisamente en esos casos cuando la contabilidad resulta más relevante.

... y en cada valoración influyen la gestión de riesgos...

La segunda idea es que la medición del riesgo es una función esencial. El vínculo entre la medición del riesgo y las valoraciones es explícito cuando se utilizan modelos para estimar el valor y es implícito cuando se utilizan directamente precios de mercado. Además, las prácticas de medición y gestión de riesgos influyen de forma indirecta sobre los valores declarados, ya que afectan a la toma de decisiones y a los precios de los activos. En la medida en que las normas contables afectan al comportamiento ante el riesgo, también repercuten en las valoraciones.

... y las distintas perspectivas

La última idea es que un enfoque de valoración que resulte perfectamente adecuado para un fin concreto puede presentar dificultades cuando el fin sea otro. Dados los múltiples usos externos de los informes financieros, esto puede generar tensiones, incluso entre órganos que elaboran políticas con objetivos diferentes. Todos estos aspectos se analizan a continuación.

Presentación de la información financiera y política prudencial

El análisis anterior sugiere la existencia de una serie de cuestiones que atañen a las normas para la elaboración de informes financieros que son relevantes desde el punto de vista de la política prudencial. Se refieren tanto al contenido informativo de dichos informes como al gobierno prudencial de las entidades financieras.

La mejora en la presentación de la información sobre riesgos...

Lo primero que hay que señalar es que el contenido informativo de las cuentas podría mejorar si incluyeran información más sistemática sobre riesgos e incertidumbres. Las normas vigentes, con independencia de hasta qué punto incorporen información prospectiva, se centran principalmente en la formulación de estimaciones puntuales del valor y los ingresos actuales. Esto podría complementarse con dos tipos de información adicionales. El primero podría ser información sobre estimaciones de la banda de fluctuación potencial del valor y los ingresos futuros (“información sobre riesgos”). Ejemplos de indicadores estadísticos sintéticos son el valor en riesgo y los resultados de pruebas de tensión (o estrés) y otros análisis de sensibilidad. El segundo sería información sobre la medición de la incertidumbre implícita en los supuestos del método de valoración (“información sobre errores de medición”). Es evidente que la importancia de este último tipo de información está directamente relacionada con el grado de utilización de hipótesis y modelos en la estimación de las valoraciones puntuales. Con estas mejoras, los informes financieros permitirían a sus usuarios formarse una opinión más completa del estado y las perspectivas de la empresa, evitando una falsa

sensación de precisión. También les permitiría realizar comparaciones con otras sociedades, algo que resultaría muy útil para inversionistas interesados en optimizar sus carteras o para reguladores, en el contexto de la estabilidad financiera.

Una segunda consecuencia para las políticas es la importancia de la coherencia entre el tratamiento de las valoraciones contables y unos sólidos principios de gestión del riesgo. Un ejemplo de las tensiones que pueden generarse en este contexto es el distinto tratamiento que reciben los depósitos a la vista al elaborarse los informes financieros y al gestionarse la tesorería y el riesgo de los bancos. Las normas contables valoran los pasivos por depósitos en función de su vencimiento contractual. Sin embargo, para la tesorería de una entidad bancaria, estos depósitos se contabilizan, en términos de gestión de liquidez y de las correspondientes estrategias de cobertura, como si tuvieran un plazo de vencimiento efectivo más largo, lo que está más en consonancia con las pautas históricas de comportamiento de los depositantes.

... la mayor coherencia en la toma de decisiones empresariales...

Una tercera consecuencia de ámbito más general es la posibilidad de reconciliar los objetivos de las políticas de las autoridades prudenciales con los de los reguladores contables partiendo de una mejor comprensión de sus distintos puntos de vista. Con arreglo a este enfoque, las normas para la presentación de la información financiera se centrarían en proporcionar una imagen no sesgada de la situación financiera actual de la empresa y de su correspondiente perfil de riesgo, mientras que los instrumentos de regulación y supervisión se encargarían de fomentar una conducta prudente basada en esa imagen. En la práctica, este desacople incluiría rediseñar los requisitos sobre “colchones” de capital y liquidez partiendo de resultados contables exentos de conservadurismo intencionado, con la aplicación de “filtros prudenciales” a cifras contables que incorporen información sobre riesgos y la definición de nuevos límites cuya superación pondría en marcha la intervención de los supervisores en caso de tensiones manifiestas.

... y el desacople de los objetivos contables y prudenciales...

En los últimos años se ha avanzado en estas tres direcciones. La comunicación de información cuantitativa sobre riesgos financieros, tales como las medidas del valor en riesgo para carteras de valores, forma parte de los requisitos que los reguladores exigen a las entidades financieras para las que este tipo de riesgo ha sido más significativo. También los órganos normativos contables han ido prestando más atención a los requisitos de información sobre riesgos que van en la misma línea que los de las autoridades prudenciales, aunque posiblemente sean menos ambiciosos. Ejemplo de ello son las disposiciones de la NIIF 7 (IFRS, en sus siglas en inglés). Además, la clasificación de las partidas contabilizadas al valor razonable según el grado de fiabilidad de las estimaciones, junto con estimaciones aproximadas de la sensibilidad de las mediciones a las hipótesis subyacentes, son ejemplos de los avances realizados para informar sobre errores de medición. Por otra parte, la estrecha colaboración entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales en el desarrollo de normas para la dotación de provisiones, la opción de contabilización al valor razonable y la valoración de los pasivos de los seguros, son sólo los últimos

... son ámbitos en los que a pesar de los progresos...

... siguen
presentándose
retos

ejemplos del valor añadido que se ha obtenido al prestar más atención a la gestión de riesgos.

Al margen del importante progreso realizado hasta la fecha, para seguir avanzando se requiere una estrategia a más largo plazo que reconozca la necesidad de colaborar en todas las fases intermedias. Dada la complejidad de estas cuestiones y la multiplicidad de partes interesadas, el desacople de objetivos y el reajuste de los instrumentos de las políticas sólo pueden ser objetivos a largo plazo. A medio plazo, el progreso sólo puede ser deliberadamente gradual, estableciéndose en todo momento garantías para no comprometer de forma involuntaria el objetivo fundamental de estabilidad financiera. El continuo diálogo entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales augura nuevos avances en esta dirección.