

### III. Tensiones en el sector financiero

Las empresas del sector financiero soportaron tensiones extremas en el periodo analizado. La inestabilidad que se originó en el mercado hipotecario *subprime* a comienzos de 2007 se convirtió gradualmente en una crisis en toda regla que alcanzó proporciones históricas a mediados de septiembre de 2008. Las entidades financieras entraron en una prolongada fase de dificultades por falta de liquidez en los mercados de activos y de financiación, sufriendo pérdidas inmensas. De hecho, algunas quebraron. El ejemplo más destacado fue el de Lehman Brothers, cuya quiebra tuvo un efecto catalizador para la dinámica de la crisis (véase el Capítulo II). Otras entidades sortearon la quiebra al ser absorbidas por compañías de mayor envergadura o bien por el sector público. El alcance y la naturaleza de las intervenciones gubernamentales no tuvieron precedentes.

A medio plazo, la solvencia de las entidades financieras dependerá de la interrelación entre su respuesta a las pérdidas y la dinámica macroeconómica. La interacción entre ambas se refuerza especialmente cuando las reservas de capital de las entidades financieras se agotan. En la primera etapa de la crisis, el capital privado soportó el coste de la depreciación de los títulos en cartera. En etapas posteriores, se hicieron necesarios en gran medida recursos del sector público para afrontar las crecientes pérdidas en las carteras de préstamos de las entidades, exacerbadas por el rápido deterioro de la coyuntura macroeconómica. El ritmo de la recuperación y su perfil estarán críticamente relacionados con la capacidad de las entidades financieras para gestionar su grado de apalancamiento y de recursos propios en el difícil entorno imperante, sin restringir innecesariamente el flujo de crédito hacia la economía.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la crisis aporta importantes enseñanzas para la estructura y la estabilidad del sistema financiero. Los acontecimientos de los últimos dos años han revelado las estrechas interdependencias que pueden surgir entre las partes integrantes del sistema. Los participantes del mercado y posiblemente también las autoridades supervisoras subestimaron la complementariedad entre las funciones que desempeñan los distintos actores de la cadena de titulización, la estrecha interconexión entre instituciones y mercados financieros, y la interacción entre el mercado de activos y la liquidez de la financiación.

Las decisiones adoptadas por los agentes de los sectores público y privado al afrontar la crisis ayudarán a moldear la estructura del sector financiero en el futuro. Así, por ejemplo, sus actuaciones influirán no sólo en la rapidez con la que la intermediación financiera se adaptará a la disponibilidad de capital en la coyuntura actual, sino también en el tipo de instituciones

que surgirán de la crisis. Sus decisiones determinarán además si la tendencia secular a una mayor apertura internacional se mantendrá o se estancará.

## Tensiones en las entidades financieras

La evolución de las entidades financieras se deterioró bruscamente el año pasado. Las pérdidas por depreciación de sus activos superaron los niveles registrados en la primera etapa de la crisis, hasta marzo de 2008. Los ingresos se redujeron y los costes de financiación se dispararon. La crisis afectó a un amplio conjunto de instituciones en distintos países. A las tensiones del sistema financiero se sumaron los efectos de retroalimentación del rápido descenso de la actividad económica mundial, lo que intensificó las presiones sobre los balances y los ingresos.

Una crisis sistémica

La creciente preocupación de los participantes del mercado por la solvencia del sector financiero se reflejó en los elevados costes de cobertura frente a la quiebra de grandes entidades y del sistema en general. Las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) referenciados a estas entidades se ampliaron en distintos segmentos y jurisdicciones geográficas. El precio de mercado de cubrirse frente a pérdidas sistémicas en el sector financiero aumentó por rachas, alcanzando nuevos máximos durante la tercera y más intensa fase de la crisis, iniciada a mediados de septiembre de 2008, llegando a costar la cobertura el doble que seis meses antes (véase el Gráfico III.1, panel izquierdo). La naturaleza sistémica del episodio queda patente en la mayor importancia que adquirió un factor común de riesgo de impago entre los diferentes segmentos del sector financiero mundial, algo que ha sido



especialmente visible en el caso de las compañías de seguros y los bancos europeos (véase el Gráfico III.1, panel derecho).

## Rentabilidad bancaria

Los beneficios bancarios cayeron en picado...

La rentabilidad de la banca se hundió el pasado año por las pérdidas materializadas en las carteras de valores ajustadas a precios de mercado y por el deterioro progresivo de los préstamos al agudizarse la contracción económica. Aunque la merma en los beneficios bancarios tuvo dimensiones mundiales, la forma en que las entidades se vieron afectadas por la crisis varió ligeramente en función de las circunstancias en sus respectivos mercados.

... en Estados Unidos...

En comparación con el año anterior, en 2008 las entidades de crédito en Estados Unidos vieron reducirse su beneficio antes de impuestos a menos de la mitad (véase el Cuadro III.1). Los resultados del ejercicio enmascaran, sin embargo, el brusco deterioro del segundo semestre. Por ejemplo, una de cada tres entidades de crédito en Estados Unidos perdió dinero en el cuarto trimestre, y el sector en su conjunto registró su primera pérdida trimestral desde 1990. El margen de intermediación también sintió la presión, especialmente en el caso de las entidades de menor tamaño, que tuvieron dificultades para reducir sus tasas de interés sobre depósitos. En 2008 se produjo un aumento del número de quiebras bancarias en Estados Unidos: quebraron 25 entidades de depósito, con una masa de activos de 372.000 millones de dólares en total, unas 10 veces superior a la de 1993, cuando se registró el anterior pico de quiebras bancarias. La masa de Washington Mutual representó 307.000 millones del total, la mayor quiebra de una entidad bancaria en la historia de Estados Unidos (véase el Cuadro II.1). Esta entidad fue finalmente absorbida por JPMorgan Chase, otro banco importante, con la asistencia de las autoridades supervisoras. Además de estas quiebras, la lista de instituciones con problemas del fondo de garantía de depósitos estadounidense contabilizaba 252 entidades, rondando sus activos totales los 159.000 millones de dólares. Pudieron evitarse nuevas quiebras de envergadura mediante la adquisición de las instituciones frágiles por otras con balances más saneados.

... y en Europa

En Europa, el panorama en el sector bancario en 2008 fue en líneas generales similar al de Norteamérica. Los beneficios cayeron de forma generalizada y, en conjunto, los principales bancos de los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza registraron una pérdida neta. La magnitud del auge inmobiliario residencial en España, Irlanda y el Reino Unido supuso un reto particularmente duro para las entidades de crédito de esos países una vez iniciada la desaceleración de los mercados inmobiliarios. Algunos bancos alemanes también se vieron afectados por el riesgo inmobiliario, aunque en la mayoría de los casos indirectamente a través de posiciones en valores y la exposición a inmuebles de uso comercial. Las entidades francesas e italianas resultaron menos afectadas por pérdidas en instrumentos de financiación estructurada, al estar más centradas en sus respectivos mercados minoristas. Los bancos de Europa continental, a diferencia de los

Rentabilidad de los principales bancos <sup>1</sup>												
En porcentaje del promedio de activos totales												
	Beneficio antes de impuestos			Margen de intermediación			Provisiones para incobrables			Gastos de operación		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Alemania (6)	0,43	0,25	-0,41	0,51	0,51	0,63	0,05	0,05	0,19	0,96	0,88	1,18
Australia (4)	1,54	1,42	0,95	1,87	1,70	1,66	0,12	0,13	0,26	1,56	1,38	1,51
Austria (3)	1,48	1,12	0,66	1,72	1,95	2,10	0,34	0,24	0,45	2,17	2,11	2,29
Canadá (5)	1,22	1,12	0,48	1,52	1,48	1,42	0,09	0,13	0,21	2,37	2,27	2,00
España (5)	1,37	1,44	1,10	1,64	1,72	1,83	0,31	0,37	0,53	1,75	1,77	1,89
Estados Unidos (9)	1,71	0,98	0,36	2,35	2,28	2,16	0,19	0,51	1,11	2,95	3,31	3,44
Francia (5)	0,73	0,41	0,05	0,59	0,49	0,70	0,05	0,09	0,21	1,20	1,19	1,23
Italia (5)	1,05	0,88	0,29	1,77	1,68	1,94	0,25	0,25	0,42	2,18	1,99	2,31
Japón (13)	0,46	0,29	0,12	0,48	0,49	0,50	0,04	0,11	0,19	0,49	0,55	0,65
Países Bajos (4)	0,48	0,30	-0,79	1,03	0,85	0,96	0,10	0,09	0,27	1,13	1,01	1,33
Reino Unido (9)	0,90	0,74	-0,10	1,16	1,02	0,81	0,25	0,22	0,40	1,56	1,37	1,28
Suecia (4)	0,96	0,89	0,67	0,98	0,97	0,99	-0,02	0,02	0,11	0,99	0,96	1,00
Suiza (6)	0,80	0,38	-1,94	0,51	0,53	0,49	0,00	0,03	0,07	1,53	1,78	2,55

<sup>1</sup> Entre paréntesis, número de bancos en la muestra de 2008 (para activos totales). Para UniCredit Bank Austria y todos los bancos japoneses, los datos de 2008 se refieren a septiembre.

Fuente: Bankscope. Cuadro III.1

británicos, amortiguaron en parte las pérdidas ampliando sus márgenes de intermediación.

Varios prestamistas europeos eludieron la bancarrota gracias a la ayuda directa del sector público (véase en el Capítulo VI un análisis de los paquetes de rescate del sector financiero). Especial interés reviste el grupo de banca-seguros Fortis, cuyas sustanciales operaciones transfronterizas fueron escindidas a raíz de la intervención de las autoridades supervisoras y de las ayudas que recibió del erario público. En Alemania, la crisis dio un impulso a la reestructuración del sector bancario nacional, sirviendo de catalizador para varias fusiones entre prestamistas, incluidos algunos de los bancos regionales del país (*Landesbanken*), mientras el Gobierno fomentaba nuevas fusiones como condición para aportar ayuda financiera al sector.

Tras haber dejado atrás el problema de los créditos morosos de la década anterior, se consideraba que las entidades japonesas estarían en condiciones de sacar partido de la debilidad de sus competidores internacionales. De hecho, comenzaron 2008 afrontando relativamente bien los problemas que afectaban a sus homólogas de otras economías avanzadas, dada su menor exposición a productos hipotecarios *subprime* y estructurados. Incluso algunos de los principales prestamistas intentaron invertir en la recapitalización de entidades de crédito extranjeras. No obstante, la rentabilidad de la banca japonesa siguió siendo baja, en parte debido a la escasa rentabilidad de sus márgenes de intermediación por razones estructurales, lo que mantuvo la fragilidad de su base de capital. Por último, cualquier plan de expansión internacional quedó en suspenso en el segundo semestre, al entrar en recesión su economía y acumularse las pérdidas.

Quiebras de entidades de crédito

### Composición de las pérdidas bancarias

Conforme empeoraba la situación macroeconómica durante el pasado año, los bancos sufrieron crecientes presiones sobre sus ingresos y acumularon pérdidas en sus posiciones con riesgo de crédito. La cambiante naturaleza de las pérdidas bancarias reflejó la transformación en el tipo de problemas que afectaban al sector.

Durante la primera etapa de la crisis, la depreciación de los activos estuvo estrechamente relacionada con las carteras negociadas de productos financieros estructurados y con la exposición al mercado hipotecario *subprime* a través de titulaciones. Las pérdidas fueron exacerbadas por la falta de liquidez de estos instrumentos, que conllevó una minoración significativa de sus valoraciones a precio de mercado (véanse el Capítulo II y el Cuadro III.2). Aunque la incertidumbre sobre la magnitud de las pérdidas y su dispersión por todo el sistema era notable, éstas se consideraban circunscritas a un determinado tipo de activos financieros.

La desaceleración económica general que siguió en las siguientes etapas de la crisis, en particular tras la crisis de confianza en septiembre y octubre de 2008, vinculó más estrechamente las pérdidas bancarias a los datos macroeconómicos. En este periodo, el grueso de las pérdidas en la cartera de activos estuvo más directamente relacionado con el aumento de la morosidad entre los prestatarios (véanse el Gráfico II.6, panel izquierdo, y el Gráfico IV.5, panel derecho) y con los impagos previstos, que se pusieron de manifiesto en el aumento de la cuantía y la importancia relativa de las provisiones dotadas.

En 2008, las provisiones para préstamos incobrables en porcentaje de los activos bancarios superaron en todo el mundo sus niveles de años anteriores (véase el Cuadro III.1). Frente a sus niveles de 2007, las provisiones se duplicaron con creces en el caso de las entidades australianas, estadounidenses, francesas y suizas, y fueron todavía mayores entre los prestamistas alemanes, holandeses y suecos. Es probable que el coste del crédito mantenga su trayectoria alcista,

Las pérdidas  
iniciales valoradas  
a precios de  
mercado...

... dieron paso a  
pérdidas crediticias  
al intensificarse la  
recesión

Composición de pérdidas bancarias anunciadas <sup>1</sup>				
En miles de millones de dólares de EEUU				
	T3-T4 2007	T1-T2 2008	T3-T4 2008	T1 2009
Valores	120,5	97,0	106,1	21,0
Provisiones	39,2	96,9	149,3	43,9
Inmuebles	3,2	11,6	55,9	3,0
Préstamos para operaciones de apalancamiento	8,3	16,4	10,4	2,0
<i>Monolines</i>	7,4	26,5	13,7	13,3
Otros	27,4	47,7	100,4	10,6
Total	206,0	296,0	435,8	93,7

<sup>1</sup> Amortizaciones contables en la moneda original convertidas a dólares de EEUU al tipo de cambio vigente al cierre del periodo. La clasificación se basa en datos publicados por grandes bancos internacionales y puede que no sean perfectamente comparables entre sí.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Cuadro III.2

ya que el debilitamiento de la actividad económica seguramente perjudique la capacidad del sector privado para satisfacer el servicio de su deuda. Las agencias de calificación crediticia prevén un mayor incremento de la morosidad en el sector empresarial. Además, la evolución de las carteras de crédito bancario a los hogares dependerá de la duración y del alcance de la contracción de los ingresos. Los primeros síntomas de dificultades detectados en las carteras de tarjetas de crédito de los bancos estadounidenses indican que la transmisión de los efectos del desempleo a la morosidad es mayor de lo que hacía prever la experiencia histórica. La fuerte interdependencia entre la evolución del sector financiero, la oferta de crédito y la capacidad de servicio de la deuda de los prestatarios se traduce en una mayor incertidumbre sobre el panorama general de las entidades de crédito.

### *Banca de inversión*

La crisis ha dejado profundas cicatrices en la banca de inversión, posiblemente el segmento más perjudicado del sector financiero. La magnitud de las pérdidas de las firmas dedicadas a esta actividad, unida al complicado entorno de intermediación y financiación, resultó especialmente lacerante. Las carteras de los bancos de inversión estaban muy expuestas a las clases de activos más afectadas. Sus voluminosas tenencias de valores estructurados, incluidos los de mayor riesgo, y sus exposiciones no cubiertas en la cadena de titulización sufrieron pérdidas sustanciales. La falta de liquidez en los mercados de activos y de financiación planteó serias dificultades al modelo de negocio de la banca de inversión, que no pudo seguir recurriendo a un creciente volumen de transacciones para incrementar sus ingresos, ni a una financiación a corto plazo accesible y barata para sostener elevados niveles de apalancamiento.

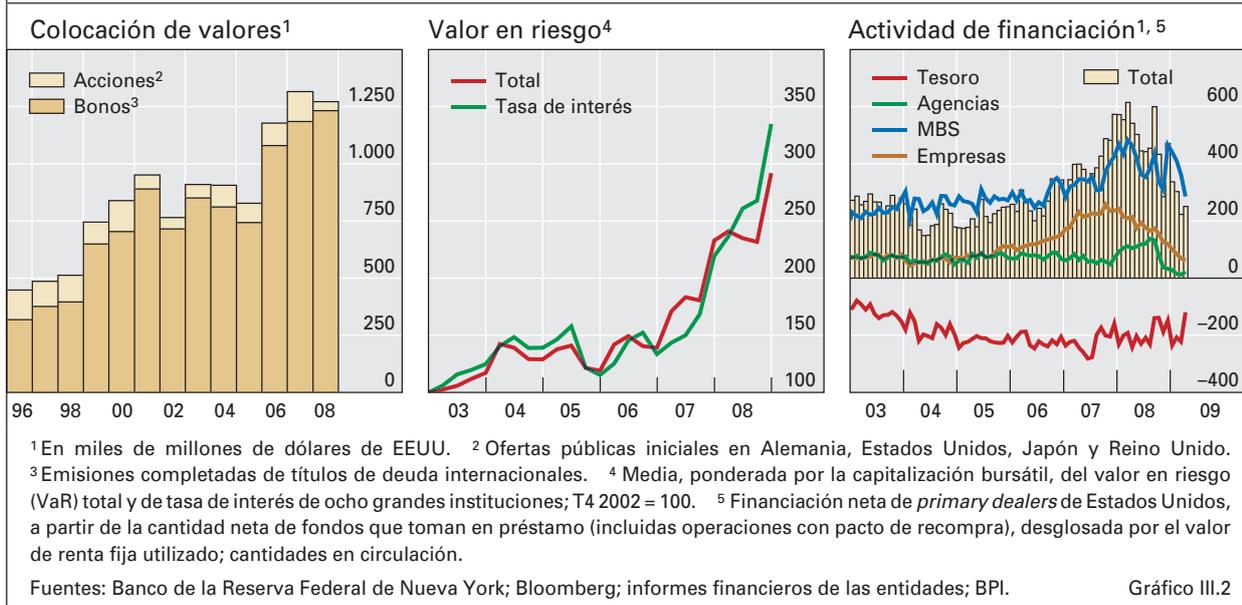
El hostil entorno de mercado...

Al haberse paralizado la actividad en los mercados financieros, los analistas del sector estimaron que los ingresos netos de las principales actividades de banca de inversión cayeron, en términos interanuales, más del 90% en el tercer trimestre de 2008. Todas las líneas de negocio se vieron afectadas. La colocación de emisiones disminuyó en el año al desacelerarse la actividad emisora del mercado primario y reducirse los ingresos asociados (véase el Gráfico III.2). En cambio, la actividad de asesoramiento en fusiones y adquisiciones resistió mejor, aunque también se contrajo en el primer trimestre de 2009.

El fin de la banca de inversión independiente ha sido una de las consecuencias de la crisis, cuya segunda etapa abarca el periodo comprendido entre la quasi-quebra de Bear Stearns en marzo de 2008 y la declaración de quiebra de Lehman Brothers en septiembre, ambas consideradas entre las principales firmas del sector (véase el Capítulo II). Durante esos seis meses, el resto de firmas emblemáticas de Wall Street fueron absorbidas *in extremis* por entidades bancarias de mayor envergadura o bien obtuvieron una licencia bancaria a fin de mejorar su acceso a la red de seguridad prudencial. En general, las actividades de banca de inversión se recortaron ampliamente al margen de quién las ejerciera. El empleo en el sector se contrajo drásticamente: en Bear Stearns y Lehman Brothers la reducción de plantilla superó el 50% al asumir otras instituciones el control de sus actividades;

... puso fin a la banca de inversión independiente...

## Indicadores de actividad y riesgo en la banca de inversión



en otras entidades, los recortes de personal fueron por lo general parejos a las pérdidas reconocidas.

... y obligó a acometer una reestructuración

No obstante, la reestructuración del sector va más allá de los recursos humanos. Las firmas con pérdidas han ido reconstituyendo sus balances, a la vez que reestructuraban y reorientaban sus actividades ante la disminución de los ingresos por comisiones, en un esfuerzo por reducir el apalancamiento y el riesgo. Algunas han diversificado su modelo de financiación, alejándose de los mercados de capitales mayoristas para acudir a fuentes más caras desde el punto de vista operativo, pero seguramente más estables, como los depósitos. En consecuencia, ha disminuido el volumen de valores utilizados para financiar operaciones, incluidos los pactos de recompra (véase el Gráfico III.2, panel derecho).

Mientras las principales firmas han reducido su tamaño, aunque no su complejidad, han aparecido otras más pequeñas y especializadas. Algunas fueron creadas por altos cargos que dejaron empresas líderes del sector, ya fuera a causa de reestructuraciones o al prever recortes en sus retribuciones, dada la controversia sobre la remuneración de los ejecutivos en el sector financiero. Estas firmas más pequeñas, denominadas *boutiques* de inversión, están rompiendo con la estrategia previamente imperante en el sector, que optaba por la consolidación como principal vía para alcanzar la rentabilidad. Si tienen éxito, podrían constituir una alternativa competitiva a entidades más voluminosas e integradas, como los bancos universales que adquirieron importantes bancos de inversión en dificultades.

### Capital bancario y desapalancamiento

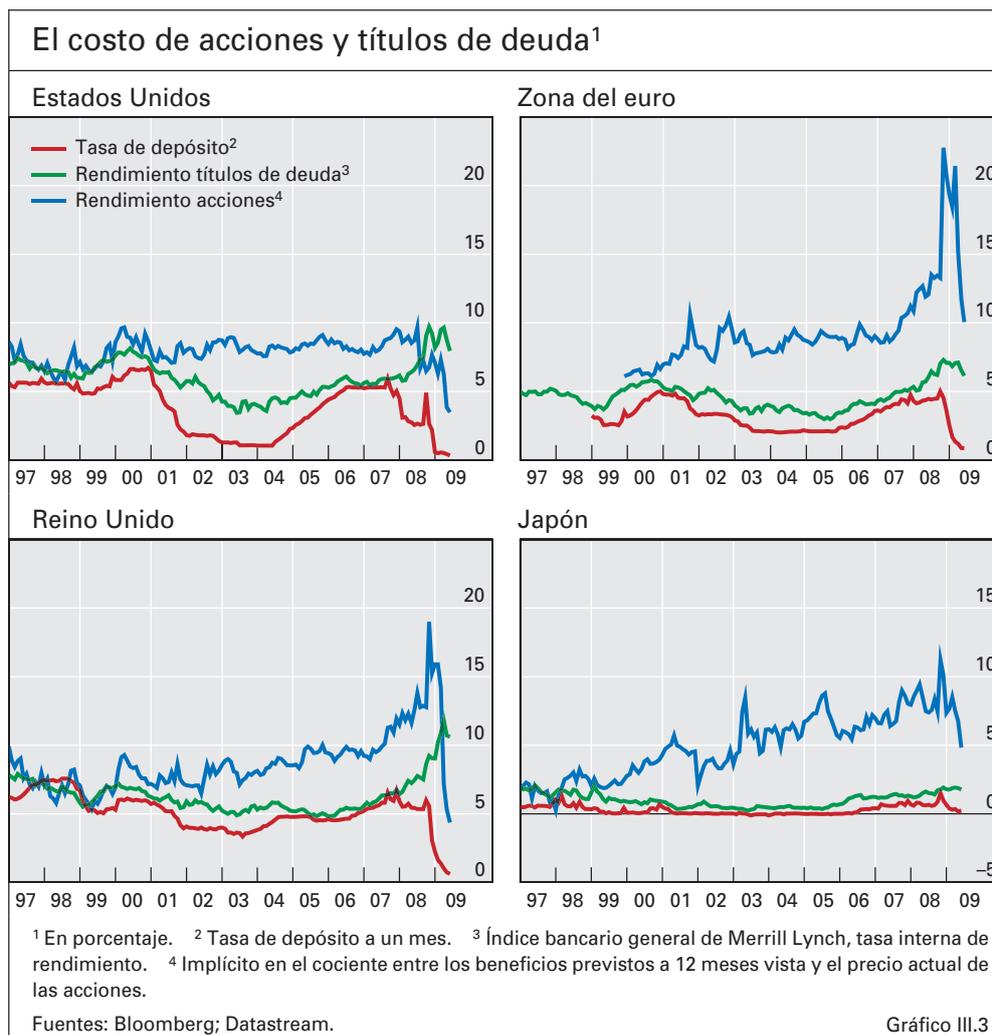
La crisis perjudicó severamente los balances de las entidades de crédito. Las pérdidas mermaron sus recursos propios y les obligaron a suscribir nuevo capital o a preservar el existente reduciendo la escala de sus actividades.

Los bancos han pugnado durante la crisis por mantener su capitalización en un nivel considerado adecuado por mercados y supervisores. Durante la primera etapa de la crisis, ampliaron capital captando financiación de distintas fuentes del sector privado. Algunas lo hicieron ofertando al público nuevas emisiones de acciones, mientras otras cerraron acuerdos directamente con inversionistas privados o fondos de inversión soberanos extranjeros. Cuando, a lo largo de la segunda y tercera etapas de la crisis, las pérdidas fueron a más, esas fuentes se tornaron cada vez más caras o inaccesibles. En concreto, el coste de los recursos propios se disparó al desmoronarse la cotización de las acciones (véase el Gráfico III.3). El encarecimiento de la financiación refleja la incertidumbre sobre la solidez de los balances bancarios y la percepción de que la desaceleración económica erosionará aún más los resultados. En las últimas etapas de la crisis, la financiación facilitada por el sector público, en forma de inyecciones de capital y garantías de pasivos bancarios, sustituyó al capital privado (véase el Capítulo VI).

La capitalización bancaria se vio afectada...

Se esperaba que las entidades de crédito aumentaran en general su nivel de capitalización, aun cuando sus coeficientes de capital de finales de 2008 fueran comparativamente mejores que los de años de rápida expansión de los balances anteriores a 2007 (véase el Cuadro III.3). Los mercados y los

... cuando las expectativas de los mercados se volvieron más exigentes



Coeficientes de capital y liquidez de los principales bancos <sup>1</sup>									
	Capital del Nivel 1/activos ponderados por riesgo			Préstamos en mora/ activos totales			Préstamos netos/ depósitos totales		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Alemania (6)	8,3	7,8	8,9	0,9	0,7	0,4	29,4	28,0	25,2
Australia (4)	7,2	6,8	7,8	0,2	0,2	0,3	89,8	83,2	80,0
Austria (3)	8,9	7,9	7,5	2,1	2,3	...	58,1	63,2	65,7
Canadá (5)	10,4	9,6	9,6	0,2	0,2	0,4	56,2	57,2	60,2
España (5)	7,6	7,9	8,3	0,5	0,6	1,7	76,7	75,9	73,1
Estados Unidos (9)	8,6	8,3	9,0	0,3	0,6	1,0	63,2	61,9	54,8
Francia (5)	8,0	7,6	8,0	1,1	0,9	1,0	32,8	33,4	31,9
Italia (5)	6,9	6,5	7,3	3,7	3,0	3,5	68,9	71,5	71,9
Japón (13)	7,6	8,1	7,9	1,0	0,9	1,0	54,8	56,0	57,9
Países Bajos (4)	9,0	10,0	10,2	0,6	0,4	0,9	50,4	49,7	58,0
Reino Unido (9)	7,8	7,6	7,6	0,8	0,8	1,1	59,6	55,1	40,7
Suecia (4)	7,2	7,2	8,0	0,4	0,3	0,5	74,2	74,9	70,3
Suiza (6)	11,6	11,4	13,7	0,4	0,3	0,3	35,3	34,3	39,6

<sup>1</sup> Medias ponderadas por los activos relativos de los bancos. Entre paréntesis, número de bancos en la muestra de 2008 (para activos totales). Para UniCredit Bank Austria y todos los bancos japoneses, los datos de 2008 se refieren a septiembre.  
Fuente: Bankscope. Cuadro III.3

supervisores han examinado atentamente tanto el nivel de las reservas de capital bancario como su capacidad de amortiguar pérdidas. Al comprobar que a duras penas cumplían los mínimos exigibles, los analistas, inversionistas y contrapartes no han quedado convencidos. Los mercados han restado valor a los instrumentos híbridos de capital, ya que pueden ponerse parcialmente a recaudo de las pérdidas. Los fondos públicos tampoco se han tenido por sustitutos adecuados del capital privado por diversos motivos. Primero, porque desde el punto de vista de una competencia leal las ayudas públicas a entidades de crédito sesgan la equidad en el trato y alteran la disciplina de mercado. Segundo, porque desde la óptica de los inversionistas, las inyecciones públicas de fondos pueden no ofrecer la máxima protección si, como suele ocurrir, toman la forma de acciones preferentes que, al tener prelación sobre las ordinarias e incorporar derechos adicionales, no tienen la misma capacidad de absorber pérdidas. Por último, porque desde la perspectiva de los órganos de dirección de los bancos, las ayudas públicas imponen restricciones implícitas o explícitas a sus facultades ejecutivas.

Algunas entidades de crédito se comportaron de forma oportunista

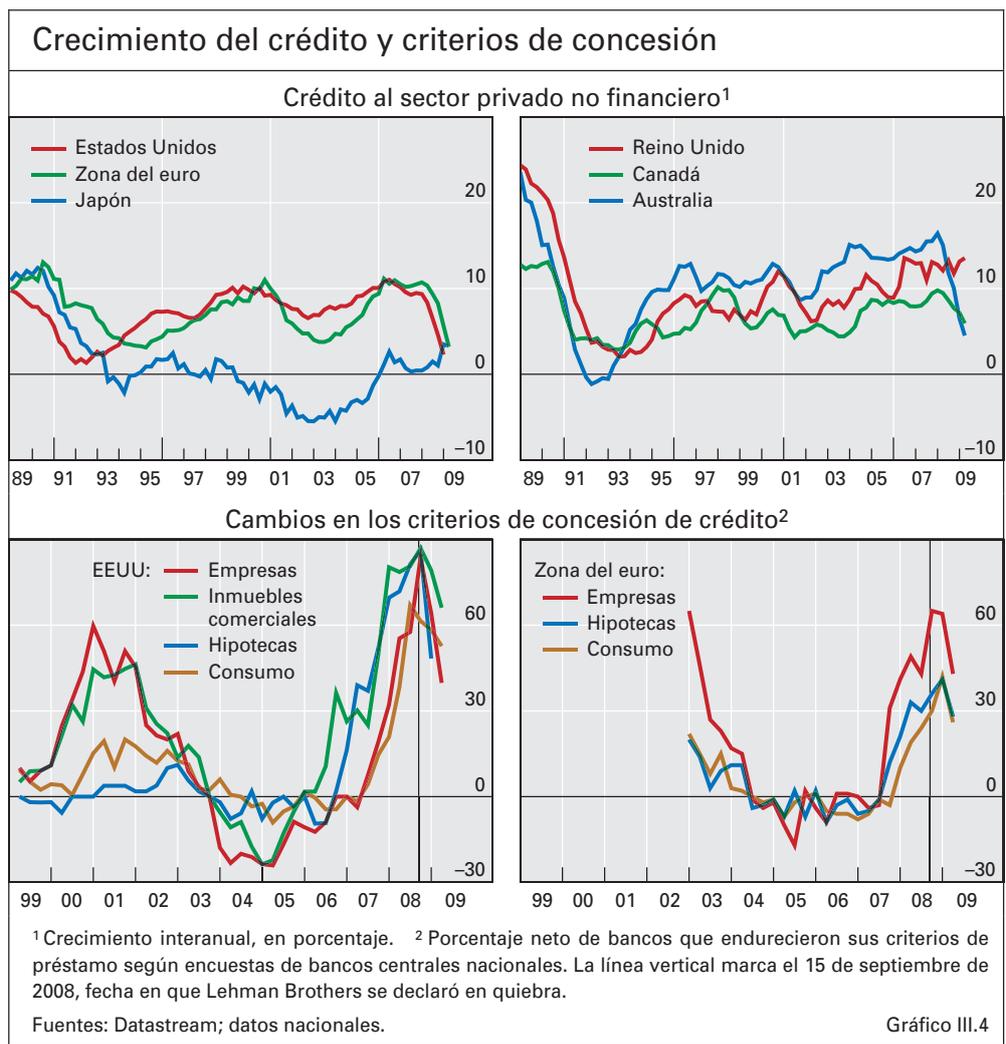
En la gestión de su capital, varias entidades actuaron de forma oportunista. Algunas abandonaron la práctica habitual y sorprendieron a los inversionistas al no amortizar emisiones de deuda subordinada antes de la fecha prevista de incremento de los intereses, prefiriendo incurrir en un mayor coste que apelar al mercado lanzando una nueva emisión. Otras sacaron partido de los deprimidos precios del mercado secundario para recomprar obligaciones garantizadas emitidas anteriormente: la diferencia entre el precio de mercado y el valor contable de esos pasivos reforzó sus reservas de capital. Algunas, ante la insuficiencia de recursos identificada en las pruebas de tensión sobre los balances de los principales bancos estadounidenses, promovidas

por las autoridades supervisoras, hicieron públicos planes de recapitalización para el segundo semestre de 2009.

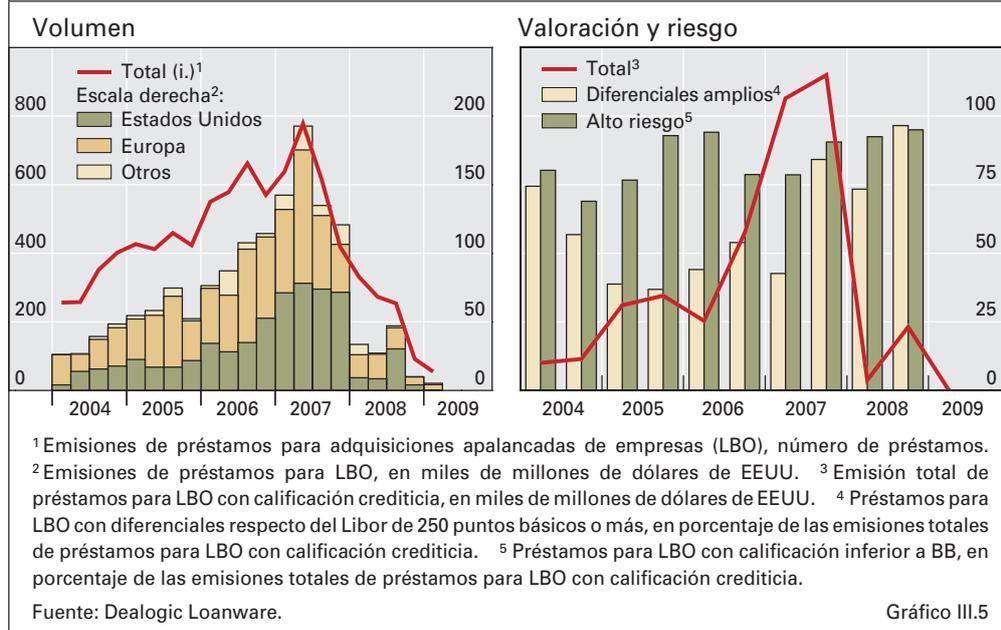
Las dificultades que afrontaron los bancos para mantener sus reservas de capital en niveles satisfactorios para inversionistas, contrapartes y supervisores revelan que la interacción entre la disponibilidad de recursos y la incertidumbre sobre el riesgo incipiente puede ser sumamente procíclica. Las dudas sobre la trayectoria de los ingresos futuros y la preocupación por las pérdidas continuadas motivaron la búsqueda de mayores niveles de protección en un momento en que las entidades de crédito debían hacer frente a un incremento de las amortizaciones contables por depreciación de activos. Esta misma incertidumbre limita también la oferta de capital a los bancos en periodos de crisis sistémica, precisamente cuando más se necesita. Estas experiencias ofrecen sólidos argumentos a favor de incentivar a las instituciones para que doten reservas en épocas de bonanza que puedan luego utilizar en periodos de mayor tensión (véase el Capítulo VII).

### Desapalancamiento

El elevado coste de la financiación ha obligado a las entidades a recortar el tamaño de su activo. El apalancamiento efectivo de los bancos ha ido



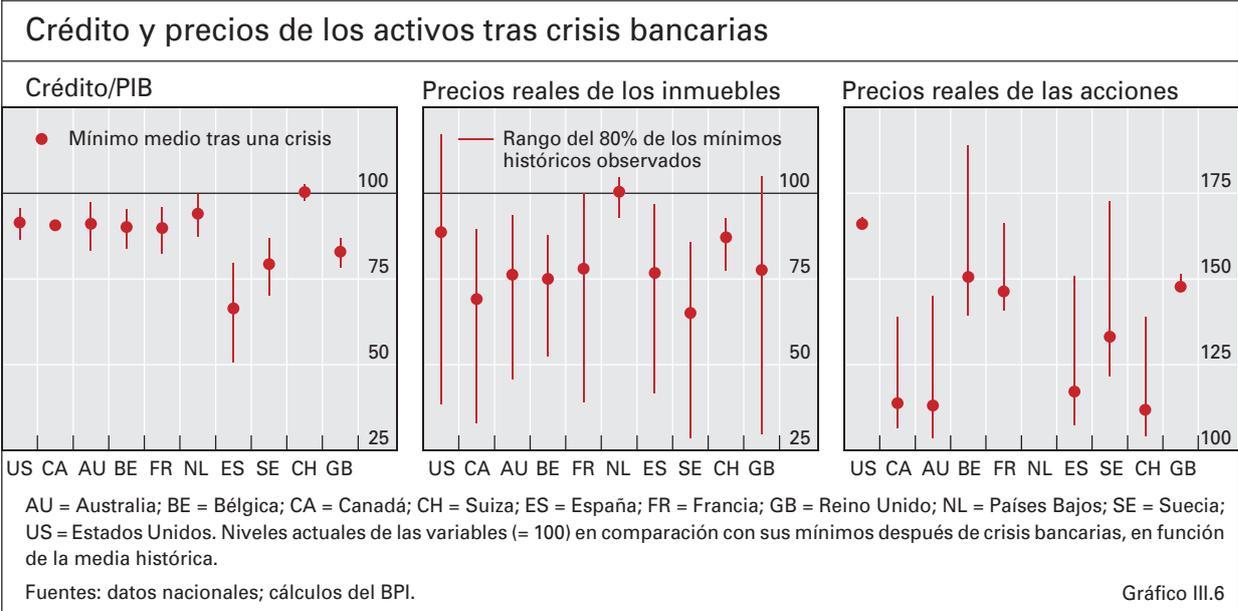
## Mercado de préstamos LBO: volumen, valoración y riesgo



descendiendo desde los máximos alcanzados antes de 2007, aunque su efecto sobre el crédito total pueda no apreciarse tan fácilmente en las estadísticas agregadas.

El crédito agregado ha sido un indicador retardado

Los flujos de crédito han sido un indicador retardado del impacto de la crisis sobre la intermediación financiera. Las estadísticas agregadas muestran una fuerte desaceleración del crecimiento del crédito al sector privado desde finales de la primera etapa de la crisis (véase el Gráfico III.4, paneles superiores). Estas cifras encubren, sin embargo, unos cambios de actitud más acentuados en los prestamistas, y en ellas influye el cierre efectivo de numerosos mercados de titulización. Durante las tres primeras etapas de la crisis, las entidades bancarias endurecieron progresivamente la concesión de crédito en toda clase de operaciones, aunque probablemente más en el caso del crédito a los hogares, incluido el hipotecario (véase el Gráfico III.4, paneles inferiores). Las condiciones más restrictivas afectaron al crédito de nueva concesión. En las etapas iniciales de la crisis, el crecimiento del crédito mantuvo su firmeza, aunque ello obedeció en gran medida a circunstancias especiales. La primera fue la presión ejercida por el mercado y las autoridades supervisoras sobre los bancos para que consolidaran su exposición a vehículos de titulización que hasta entonces mantenían fuera de balance, lo que tendió a engrosar los balances sin corresponderse, evidentemente, con la concesión de nuevo crédito. La segunda fue que los prestatarios, anticipándose al endurecimiento del crédito, buscaron financiación de forma preventiva recurriendo a líneas de crédito abiertas antes de la crisis, en ocasiones en condiciones muy ventajosas. En las etapas más recientes de la crisis, habiéndose transmitido los problemas del sector financiero a la economía real, el menor crecimiento de los agregados crediticios probablemente también obedeció a la desaceleración de la demanda. Empresas y hogares se centraron entonces en preservar



sus recursos, así como en gestionar su exceso de capacidad y su elevado nivel de deuda. El constante incremento del coste del crédito para los prestamistas debido a la mayor incidencia de impagos indica que el proceso de ajuste está lejos de haber concluido. Así pues, cabe prever que la concesión de crédito siga contrayéndose durante las etapas iniciales de la eventual recuperación.

Los efectos del proceso de desapalancamiento se aprecian con claridad en la caída de la emisión de deuda vinculada a operaciones de fusiones y adquisiciones financiadas con endeudamiento (LBO). En los años previos a la crisis, el rápido aumento de la actividad de los fondos de capital inversión (*private equity*) conllevó un auge en la emisión de deuda, que tocó techo a comienzos de 2007. De hecho, el exceso de deuda, unido al endurecimiento de las condiciones crediticias y a la revisión a la baja de las previsiones de beneficios empresariales, prácticamente ha paralizado el mercado de LBO (véase el Gráfico III.5). Algunos de estos fondos, incapaces de encontrar oportunidades de inversión rentables, han optado por devolver capital a los partícipes, mientras que otros han intentado gestionar sus niveles de deuda procurándose concesiones de los acreedores.

La experiencia de otras crisis financieras puede servir de referencia sobre los posibles efectos de la crisis actual en el crédito (véase el Gráfico III.6). En varios países, la disminución actual de la relación entre crédito y PIB desde su reciente máximo equivale al 80% de su reducción promedio tras una crisis. Los mercados inmobiliarios, que son un factor importante en la dinámica de este ciclo crediticio, tampoco parecen haber caído en consonancia con experiencias pasadas. En cambio, los descensos observados en los mercados bursátiles de varias economías parecen haber rebasado sus promedios anteriores. Adviértase, no obstante, el carácter internacional de la presente crisis, que la diferencia de otras recientes. Los problemas del sector financiero han resultado particularmente arraigados y se han producido de forma sincronizada en todas las economías industriales. Igualmente, la desaceleración económica

Las comparaciones históricas pueden llevar a conclusiones erróneas

ha tenido alcance mundial. Esto apunta a que la crisis actual podría ser más prolongada y su recuperación demorarse más que en crisis anteriores de alcance vernáculo.

## Compañías aseguradoras y fondos de pensiones

Las compañías de seguros y los fondos de pensiones se han visto afectados de diversas formas por la actual crisis. Las depreciaciones de los activos y la caída de las tasas de interés a largo plazo hicieron mella a ambos lados de sus balances. En el caso de algunas aseguradoras, su incursión en el terreno de la cobertura del riesgo de crédito generó importantes rigideces.

En la mayoría de las compañías de seguros, la crisis se dejó sentir con mayor fuerza en sus resultados financieros que en sus ingresos por primas. Por ahora, la crisis no parece haber tenido efectos importantes en la suscripción de pólizas. Así, las primas por seguros de vida aumentaron, aunque a un ritmo inferior al de años anteriores, mientras que en el ramo de no vida se estancaron. Esta tendencia podría cesar si los clientes con problemas de liquidez decidiesen recabar efectivo cancelando sus pólizas de seguro. Los efectos del desplome del mercado de activos se hicieron patentes sobre todo en la rentabilidad de sus activos financieros. Las aseguradoras registraron pérdidas por la depreciación de una amplia gama de activos, y algunas incluso por su exposición a instrumentos relacionados con hipotecas de alto riesgo (*subprime*). En el caso de las compañías del ramo de vida, el descenso de los rendimientos a largo plazo comportó también un incremento de los compromisos en las pólizas con vencimientos a más largo plazo. El anuncio de pérdidas en el sector asegurador se ha demorado respecto al del bancario, en parte porque las diferencias en sus prácticas contables hacen que las aseguradoras reconozcan más tarde los resultados de sus carteras de inversión.

Las aseguradoras más afectadas por la crisis fueron las que proporcionaban cobertura para el riesgo de crédito. Las compañías *monoline*, especializadas en otorgar garantías crediticias, siguieron soportando tensiones, hasta el punto de hacerse necesaria la intervención de las autoridades supervisoras para evitar quiebras a gran escala. Conforme se deterioraba la solvencia crediticia de los prestatarios, crecía la preocupación por la capacidad de las *monoline* para cumplir los compromisos asumidos, llevando a las entidades de crédito que habían contratado su protección a contabilizar importantes pérdidas a precios de mercado (véase el Cuadro III.2). El amago de quiebra de AIG, un conglomerado de seguros, estuvo directamente relacionado con la cobertura del riesgo de crédito. El reconocimiento de pérdidas contables se disparó con la ampliación de los diferenciales de CDS. La magnitud de sus pasivos y la preponderancia de su división de derivados de crédito como contraparte en el mercado extrabursátil requirieron de forma repetida una intervención oficial extraordinaria que proporcionase sustancial asistencia financiera.

Se estima que el patrimonio neto de los fondos de pensiones disminuyó aproximadamente un 20% en 2008. Al dispararse el valor de los compromisos,

Pérdidas en las inversiones de compañías de seguros...

... y los fondos de pensiones

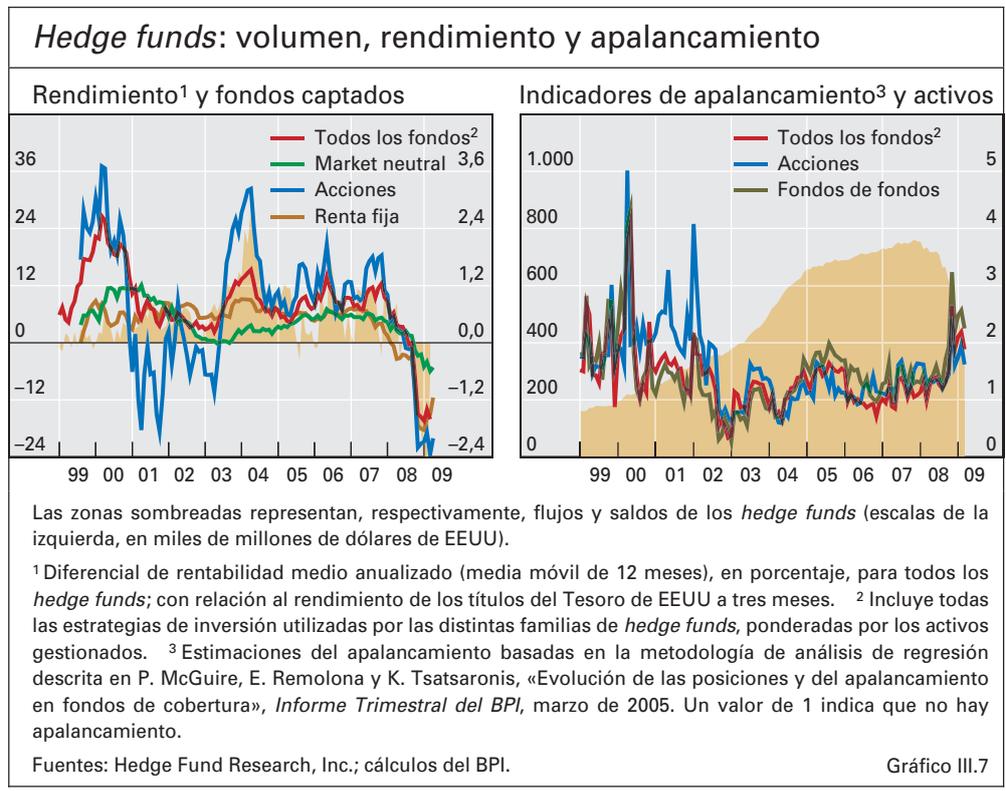
las tasas de cobertura de los fondos se desplomaron, y con ello su tolerancia al riesgo. En consecuencia, numerosos fondos ampliaron el porcentaje de sus carteras asignado a deuda pública. De cara al futuro, su retirada de las inversiones con mayor riesgo podría contribuir a las presiones bajistas sobre los mercados bursátiles, retrasando su recuperación. De forma similar, la merma patrimonial en concepto de pensión de los hogares partícipes en planes con aportaciones definidas y de las empresas que patrocinan planes de prestaciones definidas tiene consecuencias sobre el gasto agregado (véase el Capítulo IV).

### Hedge funds

Si bien los fondos de inversión libre (*hedge funds*) no han determinado la dinámica de la crisis, sí que se han visto bastante afectados por los acontecimientos. La rentabilidad de sus inversiones ha sufrido un duro golpe y sus condiciones de financiación han empeorado de forma espectacular. Como consecuencia, varios fondos han experimentado serias dificultades.

El año pasado fue uno de los peores que se recuerdan para este sector. Prácticamente todas las estrategias de inversión, así como fondos de fondos, registraron resultados financieros negativos al desplomarse la rentabilidad en los mercados de activos y dispararse el coste de financiación (véase el Gráfico III.7). También les pasó factura la escasez generalizada de liquidez en los mercados y la aversión al riesgo de los inversionistas. El sector se contrajo con fuerza a medida que las contrapartes presionaban

Malos resultados y salida de capital



Mayor  
institucionalización

para obtener márgenes mayores en las operaciones y los inversionistas drenaban capital a una escala sin precedentes. Se estima que los activos gestionados se redujeron en más de un tercio en el segundo semestre de 2008, influyendo en ello por igual la mala rentabilidad y las retiradas de fondos de los clientes. Algunos fondos cerraron y numerosos gestores intentaron retener el capital restringiendo los reembolsos, prolongando de ese modo el plazo de la inversión.

Es probable que la crisis acelere la tendencia que viene observándose en el sector hacia una mayor institucionalización y transparencia. Para no terminar como los fondos de menor tamaño que fueron liquidados por las desinversiones de sus partícipes, muchos fondos mayores han reforzado su comercialización entre los inversionistas institucionales, una reorientación que exige mayor transparencia sobre la estrategia de inversión e implica un mayor control de los procesos de gestión de riesgos. La comentada noticia sobre el fraude masivo perpetrado por un fondo con sede en Nueva York probablemente tendrá efectos similares. Aunque es preferible no generalizar a partir de este incidente particular, esto intensificará los procesos de debida diligencia de los gestores de patrimonios que canalizan hacia *hedge funds* las inversiones de particulares adinerados. En respuesta a los retos planteados por el entorno de inversión, algunos de los fondos más voluminosos redujeron sus comisiones y se centraron en atender las necesidades de grandes clientes institucionales. Por último, varias recomendaciones oficiales para la reforma del marco prudencial conllevan una mayor vigilancia del sector. Dicha reforma contempla el registro de todos los *hedge funds*, requisitos de comunicación de información más exigentes para los fondos de mayor tamaño y la supervisión directa de aquéllos cuya actividad pueda afectar a la estabilidad del sistema financiero.

### Las consecuencias a largo plazo sobre el sector financiero

La crisis ya ha afectado profundamente al sistema financiero mundial. La magnitud de las pérdidas ha causado un grave perjuicio a los balances de las entidades financieras. No obstante, los esfuerzos de las instituciones por reponerse tendrán consecuencias no solo para su rentabilidad a corto plazo, sino también para la estructura del sistema financiero más allá del episodio actual. De igual modo, es probable que las iniciativas oficiales dirigidas ante todo a resolver la crisis tengan efectos duraderos en el panorama financiero.

La crisis condicionará sin duda la comprensión del riesgo financiero, tanto por lo que se refiere a empresas individuales como al sistema financiero. En concreto, este episodio ha revelado hasta qué punto se habían malentendido las interacciones entre los distintos componentes del sistema, así como entre éste y la economía real. Por lo que toca a las empresas, señaló defectos en el funcionamiento de los mercados de titulización que, cuando se pasan por alto, pueden anular las ventajas de diversificación de riesgos que estos mercados pueden ofrecer. También puso de manifiesto que las estrategias de

financiación basadas en el mercado de capitales, sobre todo si se acompañan de un elevado apalancamiento, pueden generar vulnerabilidades para las instituciones financieras. Por lo que toca al sistema, la crisis mostró que las interconexiones entre las instituciones y los mercados financieros hacen que el riesgo sistémico sólo pueda reducirse parcialmente a través de la existencia de diversos canales de intermediación.

### *Las deficiencias de la titulización*

La crisis reveló numerosas deficiencias en el modelo de negocio basado en originar y distribuir riesgos. Durante las primeras etapas de la crisis, algunos analistas la definieron como la primera acontecida en la era de la titulización. Aunque esta definición probablemente exagere la importancia de la titulización como factor causal, sí refleja el hecho de que el grueso de las pérdidas iniciales del sector financiero se originó por la exposición a préstamos titulizados. Los fallos en los flujos de información en la cadena de titulización fueron fundamentales para configurar la dinámica de la crisis.

Las potenciales ventajas de la titulización son fáciles de comprender. Al separar la originación del crédito de la asunción última del riesgo y permitir la mayor dispersión de este último, el proceso puede mejorar la eficiencia general de la intermediación financiera. Los participantes en la cadena de titulización pueden aprovechar al máximo sus ventajas comparativas para procesar información o gestionar determinados tipos de riesgo.

Los acontecimientos concomitantes a la crisis revelaron la forma en que estas ventajas pueden quedar socavadas por deficiencias derivadas de la interacción entre incentivos individuales y la calidad del flujo de información en el proceso de titulización. Originadores, intermediarios, inversionistas y evaluadores de riesgos independientes tienen competencias específicas y perspectivas diferentes. La integridad del proceso depende de forma crucial de que esos intereses interrelacionados refuercen los incentivos para que todas las partes busquen información y hagan uso de ella. En la práctica, las consecuencias que conllevaban la valoración y seguimiento imperfectos de los riesgos para la reputación de originadores e intermediarios pesaron menos que los incentivos de crecimiento que ofrecían las estructuras de ingresos ligadas a los volúmenes originados o intermediados. Los incentivos de los inversionistas para velar por sus intereses parecían desvirtuarse en un entorno en el que la presunción de liquidez llevó a sobrevalorar las carteras de emisiones más añejas en base a los precios de transacciones más recientes. La complejidad de las estructuras de titulización contribuyó al fracaso de los incentivos, al oscurecer la relación entre los derechos de cobro últimos y los riesgos subyacentes. Pocos comprendieron plenamente las implicaciones de estas complejas estructuras para el perfil de riesgo y rentabilidad de estos valores y, en particular, la sensibilidad de su valoración frente a los supuestos subyacentes. Además, la complejidad de las operaciones, unida al rápido crecimiento del mercado, llevó a los inversionistas a confiar en exceso en las valoraciones de riesgo de las agencias de calificación. En retrospectiva, la escasa calidad de las calificaciones crediticias contribuyó a la incorrecta valoración de los productos titulizados.

Las potenciales ventajas de la titulización...

... se vieron socavadas por flujos de información deficientes

La crisis puso de relieve lo esencial que resulta que todos los participantes dispongan de información de gran calidad, que estén bien definidas las responsabilidades de cada cual y que se refuerce la disciplina obligando a mantener el suficiente grado de exposición al riesgo general. Si algo ha quedado claro es que la dispersión de las exposiciones al riesgo proporciona una diversificación meramente ilusoria a los distintos participantes en la cadena de titulización cuando el sistema en su conjunto está expuesto a concentraciones de riesgo incorrectamente valorado.

#### *La interdependencia entre instituciones y mercados*

Un sistema financiero eficiente canaliza fondos de ahorradores a inversionistas y asigna el riesgo a quienes son más capaces de soportarlo a un menor coste. La existencia de mercados que realizan estas funciones a través de sus operaciones, junto con empresas financieras que lo hacen incorporando la intermediación en su balance, ha sido una característica muy apreciada de los sistemas financieros avanzados. El carácter sustitutivo de estos dos canales de intermediación se ha considerado una fuente de estabilidad y solidez para el sistema, ya que el riesgo de concentraciones sistémicas se reduciría mediante la diversificación entre ambos canales.

La crisis puso de manifiesto una vez más que esta interpretación no enfatiza lo suficiente la fuerte interdependencia entre la intermediación a través del balance y aquella basada en el mercado. Las instituciones dependen de los mercados para generar ingresos, gestionar riesgos y captar financiación, al tiempo que el funcionamiento del mercado depende de instituciones que presten servicios de creación de mercado, colocación de emisiones y financiación. Estas interdependencias entre mercados e instituciones salieron a la luz a raíz de las dificultades de éstas para financiar sus operaciones en mercados ilíquidos y de los problemas en el funcionamiento de los mercados cuando las instituciones están bajo tensión. La creciente preocupación por el riesgo de contraparte llegó a paralizar los mercados, lo cual menoscabó la liquidez de las carteras y las estrategias de financiación de las empresas, provocando grandes pérdidas. Una importante conclusión que se extrae de esta crisis es que la estabilidad de ambos canales de intermediación financiera se apoya sobre una misma base de capital. El Cuadro III.4 sugiere el papel fundamental desempeñado por las grandes entidades financieras en ambos canales de intermediación (en operaciones de balance y en el mercado), al destacar que el mismo conjunto de instituciones participa en ambas funciones.

Estas interdependencias plantean retos considerables a las políticas prudenciales diseñadas para evitar que los problemas de instituciones concretas generen perturbaciones sistémicas. Una gestión adecuada del riesgo sistémico exige que los instrumentos utilizados se diseñen y calibren teniendo en cuenta los vínculos entre los distintos componentes del sistema financiero y, más en general, que se adopte una perspectiva sistémica al implementar las políticas (véase el Capítulo VII).

Las interdependencias entre mercados e instituciones...

... plantean retos a las políticas prudenciales

Concentración en líneas de productos financieros			
En porcentaje			
Cinco mayores instituciones, por actividad y año	Participación de las instituciones en <sup>1</sup> :		
	Colocación de bonos internacionales	Colocación de acciones internacionales	Concertación de préstamos sindicados
Colocación de bonos			
1991–1996	39,5	35,4	.
1997–2002	45,7	38,1	48,6 <sup>2</sup>
2003–2008	40,2	30,8	40,4
Colocación de acciones			
1991–1996	28,1	53,8	.
1997–2002	34,0	52,3	18,2 <sup>2</sup>
2003–2008	29,0	44,8	24,1
Concertación de préstamos sindicados			
1998–2002	42,4	27,8	78,3 <sup>2</sup>
2003–2008	33,6	24,8	84,8
Operaciones con derivados			
1994–1996	26,1	25,9	.
1997–2002	37,8	28,4	48,1 <sup>2</sup>
2003–2008	32,1	32,5	28,4

<sup>1</sup> Participación porcentual en el volumen total de actividad de cada columna correspondiente a las cinco mayores entidades en cada fila. Por ejemplo, en 1991–96, los cinco mayores operadores para la colocación de bonos acapararon el 39,5% del volumen total de la colocación de bonos internacionales y el 35,4% del volumen total de la colocación de acciones internacionales. <sup>2</sup> 1998–2002.

Fuentes: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; cálculos del BPI. Cuadro III.4

### ¿Límites a la diversificación internacional?

La tendencia secular hacia una mayor internacionalización de la banca ha sido una característica destacada del sistema financiero. Las entidades de crédito con actividad internacional han ampliado sus carteras de inversión y también su presencia fuera de sus fronteras. El importe en circulación de los activos exteriores de los bancos declarantes al BPI pasó de 11 billones de dólares en 2000 a más de 30 billones a mediados de 2007, lo que representa una expansión significativa incluso en proporción a la actividad económica. La búsqueda de oportunidades de diversificación ha supuesto una motivación importante. Sin embargo, la crisis ha puesto en tela de juicio el grado de diversificación percibido del activo y del pasivo de los bancos que operan a escala internacional. Las respuestas de determinadas instituciones, así como los cambios en el marco de las políticas, pueden presagiar una desaceleración de esta tendencia.

Por lo que se refiere al activo, una mayor percepción de riesgo asociada a las posiciones frente al extranjero podría estar induciendo un «sesgo nacional» en el préstamo. En un contexto de crisis sistémica mundial, son pocas las ventajas que ofrece la diversificación internacional, ya que las instituciones asisten al deterioro simultáneo de sus posiciones nacionales y extranjeras, y

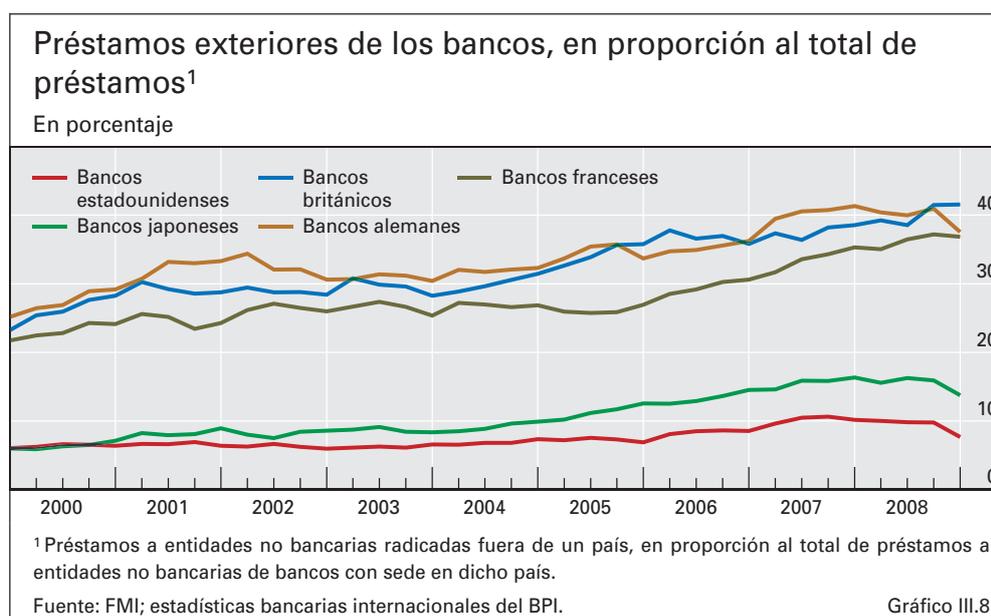
La tendencia hacia la globalización de la banca...

... quedó paralizada durante la crisis...

las economías de acogida importan, en forma de una menor oferta de crédito, las tensiones que los bancos extranjeros padecen en sus mercados nacionales. Además, la reducción de gastos podría resultar más sencilla en el caso de las operaciones en países extranjeros que en el propio país, donde las presiones tanto del público como de las políticas son más fuertes. Hay indicios de que el proceso de reducción del apalancamiento ha afectado de forma asimétrica a las posiciones de los bancos en los países de origen y de acogida; en trimestres recientes, los activos frente a entidades no bancarias con sede fuera del propio mercado nacional de los bancos han disminuido de forma significativa (véase el Gráfico III.8). Las señales de retirada del préstamo internacional son más evidentes en el caso de prestamistas estadounidenses y alemanes, y el efecto se acentúa si se consideran las exposiciones a las economías de mercado emergentes (véase el Capítulo V).

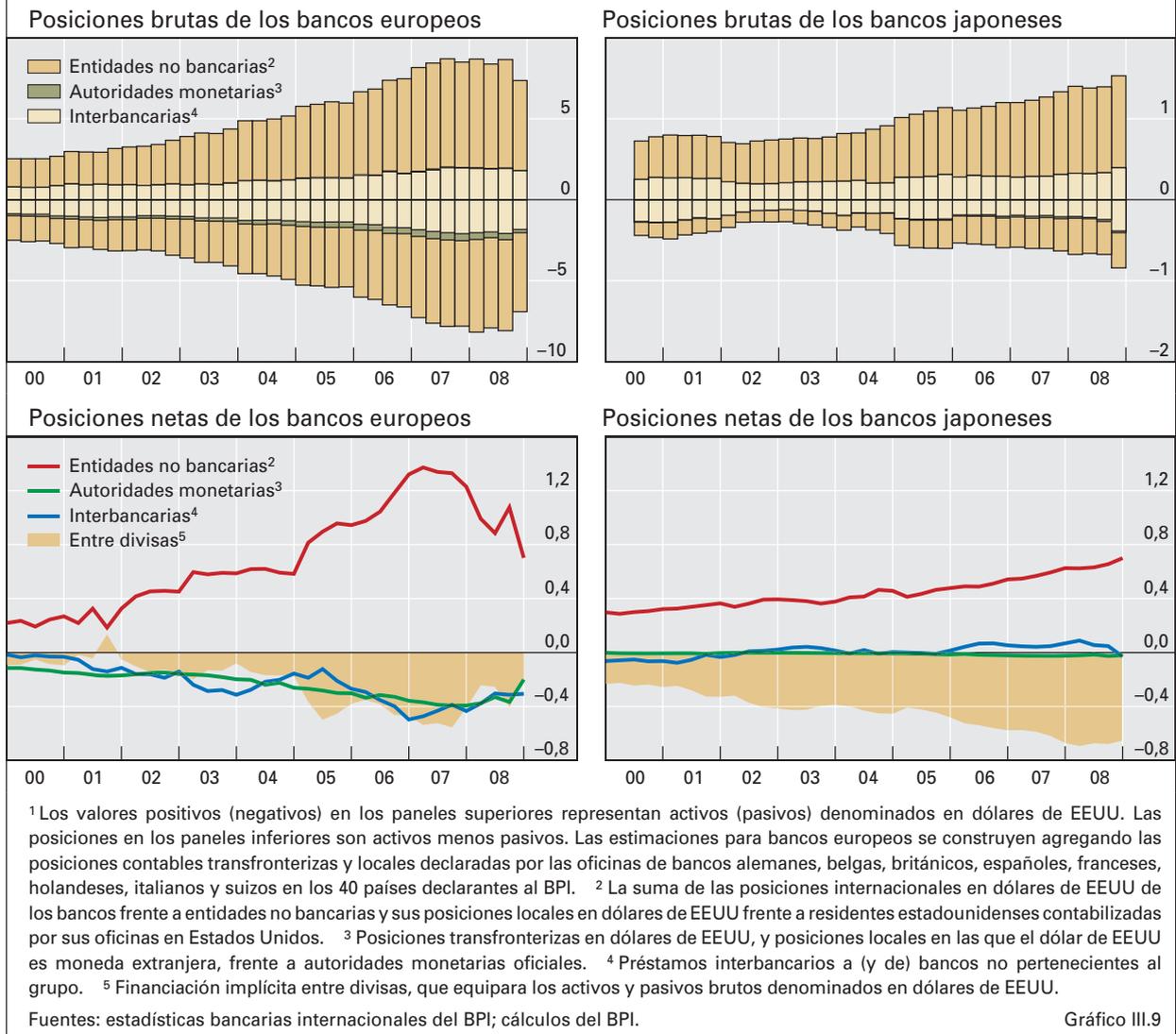
... al experimentar los bancos intensas presiones en la financiación...

Por lo que se refiere al pasivo, los bancos europeos que quisieron financiar su exposición al dólar estadounidense se vieron muy afectados por la falta de liquidez del pasado año. Los prestamistas europeos habían acumulado más de 5 billones de dólares en activos frente al sector privado, incluidos préstamos al sector minorista y a empresas, y productos financieros estructurados vinculados a hipotecas estadounidenses (véase el Gráfico III.9, panel superior izquierdo). Para financiarlas, tomaron prestados dólares estadounidenses a través del mercado interbancario mundial, de bancos centrales que acumulaban reservas y de entidades no bancarias. El importe restante de la financiación en dólares estadounidenses se tomó en préstamo en moneda local de residentes en el país de origen (véase el Gráfico III.9, panel inferior izquierdo, área sombreada). El riesgo cambiario asociado a esta financiación cruzada en divisas se habría compensado en gran medida mediante el recurso de los bancos a *swaps* de divisas. De este modo, los bancos quedaron expuestos a desfases de vencimiento, ya que los préstamos interbancarios y los *swaps* de divisas solían tener un plazo más corto que las inversiones que respaldaban. Este desequilibrio también estuvo expuesto



## La brecha de financiación en dólares de EEUU entre los bancos internacionales<sup>1</sup>

En billones de dólares de EEUU, por sector de la contraparte



a las perturbaciones de los mercados interbancario y de *swaps* desde agosto de 2007. Los problemas de los bancos europeos se intensificaron con la retirada de fondos del mercado monetario a raíz de la quiebra de Lehman Brothers (véase el Capítulo II). La escasez de dólares estadounidenses resultante impulsó a la Reserva Federal a concertar programas de *swaps* de divisas con otros bancos centrales, para que éstos, a su vez, suministraran fondos en dólares a los bancos de sus jurisdicciones (véase el Capítulo VI).

La respuesta de las autoridades a la crisis también podría comportar una eventual pausa en el proceso de internacionalización. La crisis ha puesto de relieve las limitaciones de las autoridades nacionales para asistir a bancos internacionales en dificultades y para resolver problemas en los mercados nacionales provocados por perturbaciones en el flujo de liquidez internacional. En consecuencia, las nuevas políticas que exigen reforzar los recursos de las sucursales y filiales locales para afrontar de forma independiente dichos riesgos reducirían las ventajas operativas que conlleva la gestión

... y las respuestas de las autoridades se orientaron a los sistemas bancarios nacionales

centralizada del riesgo y de liquidez por parte de las instituciones con actividad transfronteriza.

#### *La dimensión del sector financiero*

Una crisis de la magnitud y gravedad de la actual probablemente también será prolongada. Tras las fases de intensas tensiones en septiembre y octubre de 2008, el sistema financiero deberá hacer frente ahora a las implicaciones estructurales de la crisis. Sus progresos al afrontar los daños y vulnerabilidades que ha acarreado esta crisis no sólo conformarán el perfil de la recuperación, sino que también determinarán su calendario.

Será necesario  
ajustar la capacidad  
de intermediación

En el pasado, para recuperarse satisfactoriamente de una crisis financiera ha sido indispensable deshacerse del exceso de capacidad que inevitablemente se genera en el sector financiero durante el auge precedente. Durante la gestación de la crisis actual, diversos indicadores apuntaban a un crecimiento considerable del sector financiero en las economías avanzadas. Entre ellos, se encontraban el tamaño de los balances de las empresas financieras, el valor de su capitalización bursátil, su participación en los beneficios empresariales totales y su contribución conjunta al PIB agregado. Este incremento de la capacidad financiera fue el resultado de unas expectativas de rentabilidad sostenida, impulsadas en parte en sus últimas etapas por un mayor apalancamiento. La capacidad de las empresas financieras para captar capital que les permita mantener su habitual volumen de actividad se verá limitada en el futuro próximo, por lo que la consiguiente disminución del apalancamiento concuerda con la reducción de tamaño que precisan para poder sobrevivir en el entorno actual. Al mismo tiempo, tanto los mercados como los supervisores han elevado los requisitos de capital de las instituciones financieras. Esto implica que, por lo que respecta a las tasas de rentabilidad, las expectativas de los inversionistas y los objetivos de las entidades financieras deberán rebajarse a niveles menos ambiciosos. Así pues, eliminar el exceso de capacidad del sector es un requisito previo para que éste pueda lograr niveles sostenibles de rentabilidad.