

VI. El sistema financiero en la encrucijada

Casi seis años después de que la crisis financiera mundial llegara a su punto álgido, el sector financiero sigue sufriendo sus secuelas. Las entidades financieras se encuentran en una encrucijada. El cambio de actitud ante el riesgo al seleccionar los modelos de negocio influirá en el futuro perfil del sector. La velocidad de este ajuste será fundamental para que el sector financiero vuelva a convertirse en un catalizador del crecimiento económico.

El sector bancario ha avanzado en su recuperación, pero la reparación de los balances sigue incompleta. Aunque el sector ha reforzado su posición agregada de capital mediante beneficios no distribuidos, los avances no han sido uniformes. Será por tanto fundamental conseguir una rentabilidad sostenible para culminar esta tarea. En consecuencia, muchos bancos han adoptado modelos de negocio más conservadores que garantizan una mayor estabilidad de los beneficios y se han retirado parcialmente de las actividades de los mercados de capitales.

De cara al futuro, el elevado endeudamiento es la principal fuente de vulnerabilidad de los bancos. Los bancos que no hayan realizado los necesarios ajustes tras la crisis se enfrentan a la persistente debilidad de sus balances como resultado de su exposición directa a prestatarios excesivamente endeudados y al lastre del sobreendeudamiento en la recuperación económica (Capítulos III y IV). La situación más grave sigue encontrándose en Europa, pero los bancos de esta región han redoblado sus esfuerzos durante el pasado año. Los bancos de las economías menos afectadas por la crisis, pero que se encuentran en una fase tardía del auge financiero, deben prepararse para una desaceleración de la actividad y para gestionar un mayor número de activos en mora.

El papel de las sociedades financieras no bancarias ha aumentado a medida que la intermediación basada en el mercado ha adquirido mayor importancia tras el repliegue de los bancos. Las bajas tasas de interés oficiales y la continua búsqueda de rentabilidad han animado las emisiones de bonos de entidades privadas, al tiempo que los bancos se han enfrentado a una persistente desventaja de costes en relación con sus clientes corporativos. Las carteras de las sociedades gestoras de activos han crecido con fuerza en los últimos años y actualmente constituyen una fuente importante de crédito. Esta situación, unida a la elevada concentración del sector, puede influir en la dinámica de los mercados de bonos y tener consecuencias en el coste y la disponibilidad de financiación para los hogares y las empresas.

El capítulo se organiza en tres secciones. La primera sección aborda la evolución del sector financiero durante el último año. La segunda se centra en los cambios estructurales que han venido definiendo los modelos de negocio. La tercera analiza los retos a los que se enfrentan las entidades a corto plazo: afrontar las pérdidas derivadas de los activos problemáticos en unos casos, y reforzar las defensas ante un posible cambio en el ciclo financiero en otros casos.

Resumen de las tendencias

El sector financiero en su conjunto ha avanzado para superar la crisis y adaptarse al nuevo entorno económico y regulador. Los bancos están acumulando capital con mayor rapidez de lo previsto y su rentabilidad mejora. No obstante, en algunos

El capital ordinario (CET1) de los bancos aumentó en relación con los activos ponderados por riesgo

Coefficientes de Basilea III definitivos, en porcentaje

Cuadro VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 diciembre	30 junio	31 diciembre	30 junio	31 diciembre	30 junio
Grandes bancos con actividad internacional	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Otros bancos	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

países, persisten los problemas relacionados con la calidad de los activos y los beneficios. En el sector asegurador, la situación es similar y, en líneas generales, se ha registrado un sólido crecimiento de las primas, pero una desigual rentabilidad sobre recursos propios en las distintas jurisdicciones.

Entidades bancarias

Entre las principales tendencias en los bancos destacan una posición de capital reforzada y un descenso de los activos ponderados por riesgo (RWA). El sector ha conseguido avances en la reconstrucción de su base de capital fundamentalmente a través de beneficios no distribuidos, respaldados a su vez por la recuperación de la rentabilidad. No obstante, estos avances no han sido uniformes, ya que algunos bancos (sobre todo en Europa) siguen bajo tensión. El descenso de los RWA reflejó en algunos casos la propia reducción de sus balances, pero en muchos otros, la caída de la ponderación por riesgo media de los activos. Teniendo en cuenta el exceso de optimismo de los bancos en el pasado acerca de sus riesgos, esta caída de las ponderaciones hace temer vulnerabilidades ocultas.

Coefficientes de capital

Los bancos de todo el mundo han seguido reforzando sus coeficientes de capital. Hasta el momento, los avances del conjunto del sector han superado el mínimo establecido en las disposiciones transitorias de Basilea III (Recuadro VI.A). En los doce meses hasta mediados de 2013, el grupo compuesto por los grandes bancos con actividad internacional aumentó su promedio de capital ordinario de Nivel 1 (CET1) desde el 8,5% de los activos ponderados por riesgo hasta el 9,5% (Cuadro VI.1). Este coeficiente medio superaba holgadamente el valor de referencia para 2019 fijado en el 7% (CET1 más colchón de conservación), por tanto seis años antes de lo previsto. Los bancos de menor tamaño y con una mayor orientación regional alcanzaron el mismo coeficiente de capital medio, si bien partían de una base superior situada en el 8,8%. Cabe destacar que estos coeficientes reflejan las nuevas definiciones, más exigentes, sobre capital admisible que se están introduciendo de forma progresiva y no entrarán plenamente en vigor hasta 2022.

También son evidentes los avances conseguidos entre los bancos más rezagados, cuyo déficit de capital se está reduciendo. A mediados de 2013, el déficit de estas entidades era de 85 200 millones de euros, esto es, 59 600 millones menos que a principios de ese mismo año. Este descenso se debió fundamentalmente a las ganancias obtenidas por los grandes bancos con actividad internacional, que redujeron su déficit prácticamente a la mitad. Por el contrario, el

Reforma reguladora: elementos nuevos y aplicación

Para minimizar los costes de transición, las nuevas normas de capital se aplican progresivamente a lo largo de varios años (Cuadro VI.A). Mientras que el mínimo del 8% para el coeficiente entre capital total y activos ponderados por riesgo (RWA) ya ha entrado en vigor, los coeficientes que implican capital de mayor calidad —capital ordinario de Nivel 1 (CET1) y capital de Nivel 1— alcanzarán sus nuevos niveles más altos en 2015. El nuevo colchón de conservación de capital y el recargo para bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB), definidos ambos en términos de CET1 sobre RWA, serán plenamente vinculantes en 2019.

Calendario del régimen transitorio de aplicación de las normas de capital de Basilea III¹

Cuadro VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Mínimo	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Más colchones:						
Conservación de capital			0,625	1,25	1,875	2,5
G-SIB ²			0,625	1,25	1,875	2,5
Nivel 1						
Mínimo (coeficiente sobre RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Coeficiente de apalancamiento (sobre medida de exposición)	Observación	Divulgación		Incorporación al Primer Pilar		

¹ Las cifras en negrita indican la plena aplicación de la correspondiente norma de Basilea III (en términos de coeficiente de capital). Las correspondientes definiciones de capital admisible entrarán plenamente en vigor en 2022. ² Hace referencia al colchón máximo, según proceda.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) avanzó el pasado año en dos áreas clave del programa de reforma de la regulación posterior a la crisis. El primer elemento comprende las normas mínimas de liquidez. El coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) se publicó en enero de 2013 y la definición de activos líquidos de alta calidad (HQLA) se concluyó un año después. La nueva definición da mayor cabida a las facilidades de liquidez comprometidas (CLF) de los bancos centrales, cuyo uso se permite ahora en todas las jurisdicciones, con supeditación a una serie de condiciones y limitaciones. Las restricciones están dirigidas a limitar el uso de las CLF en periodos de normalidad económica y a estimular a los bancos a autoasegurarse frente a perturbaciones de liquidez, pero pueden relajarse en periodos de tensión, cuando la oferta de HQLA pueda ser insuficiente. Asimismo, el Comité recibió comentarios sobre el coeficiente de financiación estable neta (NSFR), la segunda norma de liquidez.

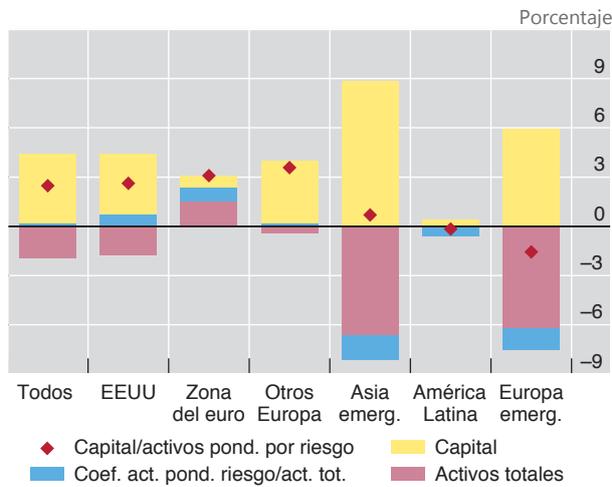
Otro elemento importante que se finalizó en enero de 2014 fue la definición del denominador en el coeficiente de apalancamiento de Basilea III, un coeficiente simple de capital sobre la exposición total del banco que complementa los requerimientos de capital en función del riesgo. La medida de la exposición constituye un avance en dos aspectos. En primer lugar, se trata de una medida universal, ya que sortea las discrepancias entre las normas contables a la hora de reflejar exposiciones fuera de balance, derivados incluidos. Su definición adopta una práctica reguladora establecida que ofrece un elevado grado de comparabilidad entre jurisdicciones. En segundo lugar, se trata de una medida integral, ya que incorpora adecuadamente fuentes de apalancamiento tanto de dentro como de fuera del balance. El resultado son requerimientos de capital más estrictos por unidad de exposición que los que implican coeficientes de apalancamiento que ya habían estado vigentes en algunas jurisdicciones. Según las primeras observaciones, la medida de la exposición es, en promedio, un 15%–20% superior a la que se obtiene a partir de la medida de activos totales. A partir de 2015, los bancos estarán obligados a divulgar este coeficiente, con vistas a incorporarlo como requerimiento del Primer Pilar para el año 2018, una vez efectuado su calibrado definitivo.

La acumulación de capital impulsa los coeficientes reguladores de los bancos¹

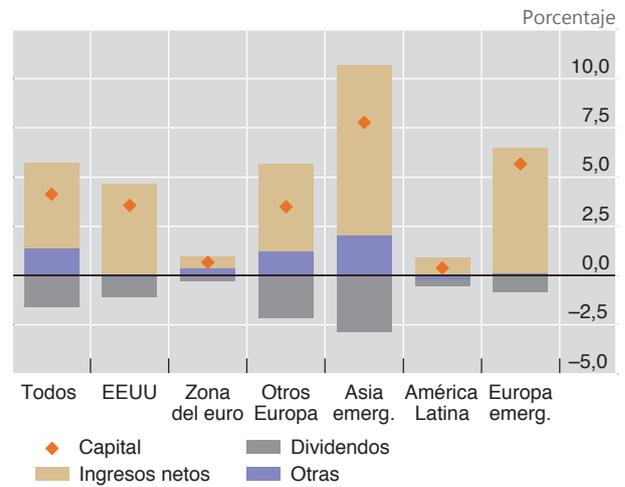
Variación entre finales de 2009 y finales de 2013

Gráfico VI.1

Determinantes de los coeficientes de capital



Fuentes de capital bancario



¹ El gráfico descompone la variación del coeficiente entre capital ordinario y activos ponderados por riesgo (panel izquierdo) y la variación porcentual del capital ordinario (panel derecho) en sus elementos constitutivos. Los símbolos con forma de diamante representan la variación total. La contribución realizada por cada componente se indica mediante la altura del correspondiente segmento. Una contribución negativa indica que el componente ha tenido un efecto a la baja. Todas las cifras son medias ponderadas por los activos totales a fin de 2013.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements: channels of adjustment», *BIS Working Papers*, nº 443, marzo de 2014; Bankscope; Bloomberg.

déficit de los bancos de menor tamaño se amplió ligeramente, pero siguió siendo inferior a la mitad del correspondiente a las entidades de mayores dimensiones. A efectos comparativos, en 2013 los dos grupos de bancos registraron unos beneficios anuales combinados (después de impuestos y antes de distribuciones) de 482 000 millones de euros, esto es, más de cuatro veces el déficit de capital.

Los incrementos del capital de los bancos han sido el principal motor de los coeficientes reguladores. El Gráfico VI.1 (panel izquierdo), que utiliza datos procedentes de los estados financieros publicados por los bancos, desglosa los cambios que se han producido en los coeficientes de capital ordinario sobre activos ponderados por riesgo. Los incrementos en el capital admisible (panel izquierdo, barras amarillas) constituyeron la principal aportación en términos generales, especialmente en el caso de los bancos que operan en las economías de mercado emergentes (EME) y de las instituciones de importancia sistémica (no se muestran en el gráfico).

Los beneficios no distribuidos contribuyeron en gran medida al nuevo capital (Gráfico VI.1, panel derecho). En conjunto, representan 2,8 de los 4,1 puntos porcentuales del aumento del coeficiente de capital bancario sobre RWA entre 2009 y 2013. Por ende, el coeficiente de beneficios distribuidos mediante dividendos descendió en casi 13 puntos porcentuales hasta el 33%. Los bancos de las economías avanzadas redujeron este coeficiente en más de 12 puntos porcentuales. En Estados Unidos, el descenso del coeficiente de pago de dividendos de los bancos contrasta con el comportamiento de las entidades patrocinadas por el Gobierno (GSE), principales suscriptoras de préstamos hipotecarios. Estas instituciones controladas por el Gobierno destinaron sus beneficios al Tesoro estadounidense, manteniendo bajos sus colchones de capital.

Rentabilidad de los principales bancos

En porcentaje de los activos totales¹

Cuadro VI.2

País ²	Beneficio antes de impuestos			Resultado de intermediación financiera			Provisiones para incobrables			Costes de explotación ³		
	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013
Alemania (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Australia (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canadá (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
España (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
Estados Unidos (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
Francia (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Italia (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Japón (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Reino Unido (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Suecia (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Suiza (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brasil (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
China (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
India (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Rusia (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ Los valores correspondientes a periodos de varios años son promedios simples. ² Entre paréntesis, el número de bancos incluidos en 2013. ³ Incluye costes de personal y otros costes de explotación. ⁴ Excluye costes de personal. ⁵ Los datos comienzan en 2007. ⁶ Los datos comienzan en 2002.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

Dada su contribución al aumento del capital bancario, la estabilidad de dichos beneficios será clave para garantizar la resiliencia del sector a corto plazo. En promedio, los beneficios siguieron recuperándose desde los mínimos registrados durante la crisis, si bien la recuperación fue desigual entre países (Cuadro VI.2).

Fuera de la zona del euro, los beneficios antes de impuestos de los bancos mejoraron el pasado año, pero se mantuvieron en general por debajo de los promedios anteriores a la crisis. Los márgenes de intermediación financiera no contribuyeron tanto como en años anteriores, sino que permanecieron prácticamente sin cambios en todo el mundo, e incluso descendieron en algunos casos (por ejemplo, en Estados Unidos). En su lugar actuaron unos menores costes crediticios. Las provisiones para insolvencias han descendido en la mayoría de los países, reflejo de la recuperación económica y los avances en el reconocimiento de pérdidas.

En la zona del euro, la situación fue muy distinta. Los beneficios mantuvieron su atonía. Las tensiones en torno a la deuda soberana siguieron afectando a la calidad de los activos y el estancamiento de la economía redujo los ingresos. Los bancos están redoblando sus esfuerzos para atajar sus deteriorados balances antes de que el BCE realice el análisis oficial de la calidad de sus activos en la segunda mitad del año. Fe de ello es el reciente repunte de la tasa de reconocimiento contable de pérdidas de los bancos.

La reciente evolución del sector bancario chino ejemplifica las ventajas de mantener beneficios no distribuidos como colchón frente a futuras pérdidas. A medida que el crecimiento económico en China se debilitaba, los prestatarios del país tuvieron que hacer frente a mayores tensiones financieras y se disparó el volumen de préstamos fallidos. Sin embargo, gracias a las reservas acumuladas, los cinco mayores bancos del país pudieron absorber en 2013 unas pérdidas crediticias que duplicaron las del ejercicio anterior, obtuvieron unos sólidos beneficios y registraron unos elevados coeficientes de capital.

Las actividades de banca de inversión exhibieron resultados dispares. Aumentaron los ingresos derivados de las áreas de asesoramiento en fusiones y adquisiciones y de suscripción de valores, que se vieron respaldados por unas emisiones de deuda corporativa muy sólidas. En cambio, se debilitó la negociación de productos de renta fija y de materias primas en el mercado secundario, impulsando una caída de sus ingresos, y, debido a una supervisión más exigente, reduciendo la actividad de negociación de varios de los principales participantes de los mercados de capitales. El riesgo jurídico tuvo también su impacto, con cuantiosas multas en los últimos años al intensificarse las investigaciones oficiales sobre la manipulación de los índices de referencia.

Activos ponderados por riesgo

El segundo factor importante en la mejora de los coeficientes de capital bancario ha sido el descenso del denominador: los activos ponderados por riesgo (Gráfico VI.1, panel izquierdo). Este descenso puede reflejar la contracción de los activos totales (barras magenta) o una caída de los RWA frente a los totales (barras azules). En la mayoría de las regiones, los bancos aumentaron su tamaño pero redujeron la ponderación por riesgo media de su cartera de activos. En las economías avanzadas, la caída de los RWA sobre activos totales representó 0,7 de los 3 puntos porcentuales del incremento medio de los coeficientes de capital bancario. En este contexto, los bancos europeos son una excepción, ya que la reducción de sus balances también ha contribuido al incremento de sus coeficientes de capital.

De hecho, la ponderación por riesgo media de las carteras de los bancos se ha ido reduciendo desde 2007. A pesar de la Gran Recesión y de la débil recuperación, los coeficientes de RWA sobre activos totales fueron en 2013 casi un 20% inferiores a los registrados seis años atrás. Los comentarios del mercado apuntan a que no se trata solo de una mera reducción del nivel de riesgo de los activos, sino que los bancos han rediseñado sus modelos de riesgo para reducir los requerimientos de capital, subestimando el riesgo y realizando valoraciones optimistas de los activos. Esto explicaría en parte el continuo descuento al que cotizan las acciones de los bancos en comparación con el valor contable de su capital (Gráfico VI.8, panel izquierdo). A ello se une el hecho de que las ponderaciones por riesgo de activos similares varíen de forma significativa de unos bancos a otros.

Los observadores del mercado y los estudios de los supervisores señalan la dispersión de los RWA declarados, difícil de justificar ateniéndose solo a las exposiciones a riesgos subyacentes. Esta dispersión suele ser más elevada en las posiciones más complejas. Según los análisis específicos de las carteras de negociación y de préstamos de los bancos, las diversas prácticas de supervisión y las decisiones de los propios bancos desempeñan un papel importante en este contexto¹. Estas prácticas son el resultado de la discrecionalidad permitida en virtud

¹ Véase BCBS, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, diciembre de 2013; y BCBS, *Regulatory Consistency Assessment Programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, julio de 2013.

Tratamiento regulador de las exposiciones bancarias frente a soberanos

La sensibilidad al riesgo es central en el marco de capital. Basilea II y III establecen requerimientos mínimos de capital que son proporcionales al riesgo de crédito del total de exposiciones. La sensibilidad al riesgo también afecta a las exposiciones frente a soberanos.

La metodología más pertinente para los bancos con actividad internacional es el método basado en calificaciones internas (IRB)^①. Este método exige una *diferenciación significativa* del riesgo e insta a los bancos a evaluar el riesgo de crédito de cada soberano utilizando una escala de calificación muy detallada. El marco de Basilea parte de la premisa de que los bancos utilizan el método IRB en todo el grupo bancario y para todas las clases de activos. Sin embargo, faculta a los supervisores nacionales a permitir a sus bancos una aplicación gradual de este método en el grupo bancario y, en caso de que las exposiciones no sean sustanciales en cuanto a tamaño o riesgo, a mantener determinadas exposiciones indefinidamente en el método estándar basado en calificaciones externas.

Por regla general, el método estándar prescribe ponderaciones por riesgo positivas a todos los créditos salvo a los de máxima calidad (AAA a AA). Por ejemplo, a un prestatario con calificación A le asigna una ponderación de un 20%, mientras que un prestatario con calificación B recibe una ponderación del 100%. Dicho esto, los supervisores nacionales podrán, a su discreción, establecer menores ponderaciones por riesgo a exposiciones frente a soberanos que se denominen y financien en la moneda de su país. Como resultado, las ponderaciones por riesgo para dichas exposiciones han variado considerablemente entre los grandes bancos internacionales, incluidos los de importancia sistémica mundial. De hecho, la disparidad en las ponderaciones por riesgo soberano de los distintos bancos es una importante fuente de variabilidad para el conjunto de activos ponderados por riesgo.

Por lo general, los datos sobre las evaluaciones de riesgo de cada banco solo están disponibles para la comunidad supervisora. Una notable excepción es la iniciativa adoptada por la Autoridad Bancaria Europea para divulgar las ponderaciones por riesgo y las exposiciones totales de los grandes bancos europeos para diferentes clases de activos. Esta información revela un amplio abanico de prácticas y una tendencia general a asignar una ponderación inferior a las exposiciones frente al soberano del país de origen.

En conjunto, los bancos asignan una ponderación por riesgo cero a más de la mitad de la deuda soberana que mantienen. Especialmente es así en el caso de las carteras bajo el método estándar, que contienen la mayor parte de las exposiciones soberanas de los bancos, pero también sucede en el caso de algunas carteras con tratamiento IRB. Curiosamente, la tendencia a utilizar el método estándar (potencialmente más permisivo) no está relacionada con el nivel de capitalización del banco, pero aumenta en función del riesgo que se considera que presenta el prestatario. En particular, a las exposiciones a soberanos de la periferia de la zona del euro suele aplicárseles de forma abrumadora el método estándar, obteniendo con ello ponderaciones por riesgo cero. Tal es especialmente el caso de los bancos cuyas exposiciones frente a soberanos superan el 10% de su capital.

Los bancos asignan a sus propios soberanos una ponderación de riesgo considerablemente inferior a las que asignan los bancos de otros países. Este «sesgo nacional» es especialmente pronunciado en las entidades españolas, irlandesas y portuguesas, y algo menor en los bancos austriacos, británicos y franceses.

^① Para un análisis adicional, véase «Tratamiento del riesgo soberano en el marco de capital de Basilea», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013.

del marco de Basilea y, en ocasiones, de las desviaciones con respecto a dicho marco. Algunos ejemplos de ello son la aplicación de coeficientes mínimos de capital y el uso parcial del método estándar (que no se basa en ningún modelo) sobre las exposiciones crediticias frente a soberanos (Recuadro VI.B). Las estimaciones de riesgos a partir de modelos internos que se basan en muestras con pocos datos y la gran disparidad de las valoraciones de las posiciones de negociación contribuyen a la dispersión de los RWA. El efecto combinado de estas diferentes prácticas sugiere que existe un margen importante para que se produzcan incoherencias en las evaluaciones de riesgos y, por ende, en los coeficientes reguladores.

¿Cuál es la respuesta de política más adecuada para la necesaria mejora de la fiabilidad y comparabilidad de los RWA (Capítulo V del Informe Anual del año pasado)? El método basado en calificaciones internas (IRB) deberá seguir siendo un pilar del marco regulador. Este método es un vínculo esencial con la propia capacidad de decisión de los bancos y posibilita la diversidad natural y positiva de evaluaciones de riesgos entre entidades. Lo que se necesita es estrechar el nexo con respecto a una medida objetiva de los riesgos subyacentes y mejorar las salvaguardas de supervisión. Por un lado, la introducción del coeficiente de apalancamiento ofrece un contrafuerte a las evaluaciones de riesgos excesivamente optimistas y una útil perspectiva alternativa de la solvencia bancaria. Por otro lado, el trabajo en curso para comprender los factores que guían la variación injustificada de los RWA apunta a la necesidad de contar con un riguroso proceso de validación supervisora de los modelos bancarios y mejorar su coherencia entre las distintas jurisdicciones. Asimismo, otras medidas, como la imposición de restricciones más estrictas sobre los supuestos utilizados en los modelos y la introducción de mayores exigencias de divulgación sobre estos supuestos, pueden mejorar la comparabilidad entre los RWA. Estas alternativas serían más acertadas que exigir un único modelo regulador, como por ejemplo un único conjunto de ponderaciones de riesgo, algo que podría incentivar los comportamientos gregarios y la concentración de riesgos.

El sector asegurador

Las compañías de seguros, al igual que los bancos, se están recuperando de la crisis, que afectó a una parte fundamental de las aseguradoras, provocando una fuerte caída en el valor de sus inversiones y una desaceleración en el crecimiento de las primas. Las aseguradoras de derivados de crédito también sufrieron pérdidas. La recuperación del crecimiento de las primas y del capital varía en cierta medida entre los ramos de vida y de no vida, y refleja la composición original de los activos de las entidades.

Las aseguradoras de bienes y accidentes han absorbido la caída del valor de sus activos a raíz de la crisis gracias a sus amplios colchones de capital. En la actualidad, estos colchones se están reponiendo con el incremento de las primas, que han repuntado en la mayoría de los mercados en los últimos dos años (Cuadro VI.3). La rentabilidad del aseguramiento, expresada mediante la denominada ratio combinada —o la suma de las pérdidas por aseguramiento, gastos y dividendos de tomadores de seguros dividido entre los ingresos por primas— también mejora, pese a los mayores desembolsos por catástrofes naturales. El sector del reaseguro también ha reforzado su capitalización y ha recurrido a fuentes alternativas de capital. El mercado de bonos relacionados con catástrofes naturales, que recibió un duro golpe en el periodo inmediatamente posterior a la crisis, se ha recuperado desde el año 2010 y las emisiones están en alza. Las primas en las EME siguieron creciendo con fuerza, apoyadas en muchos países por una economía en expansión, y están reduciendo la gran brecha en la penetración de los productos de seguros con respecto a los mercados maduros.

La recuperación en el ramo de seguros de vida ha sido menos sólida que en el de bienes y accidentes. Las compañías de seguros de vida sufrieron un revés adicional durante la crisis por la combinación de las pérdidas derivadas de las garantías implícitas de sus productos y el incremento de la valoración de los pasivos, motivado por la caída de las tasas de interés. Si bien los ingresos por primas se están recuperando de la fuerte caída durante la crisis, su crecimiento sigue siendo inferior al de los pagos por prestaciones y rescates.

El crecimiento de las primas ha contrarrestado la escasa rentabilidad de las carteras de inversión. Los bajos rendimientos de los bonos de alta calidad, una

Rentabilidad del sector asegurador

En porcentaje de los activos totales

Cuadro VI.3

	No vida						Vida					
	Crecimiento de primas			Rentabilidad sobre la inversión			Crecimiento de primas			Rentabilidad sobre la inversión		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Alemania	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Australia	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
Estados Unidos	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6
Francia	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Japón	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Países Bajos	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Reino Unido	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2

¹ Cifras de 2012.

Fuentes: Swiss Re, base de datos *sigma*; autoridades supervisoras nacionales.

clase de activos fundamental para las aseguradoras, siguen siendo un lastre en los ingresos por inversiones. La rentabilidad sobre recursos propios se ha recuperado de los mínimos registrados durante la crisis, pero sigue en niveles inferiores a su promedio histórico. Las escasas perspectivas de crecimiento y las bajas rentabilidades en otras clases de activos han animado a las aseguradoras a buscar mayores rendimientos, impulsando la demanda de valores con mayor riesgo (Capítulo II).

Los cambios del marco de regulación endurecen los requerimientos de capital de las aseguradoras e imponen restricciones más estrictas en la valoración de los activos y pasivos a largo plazo. Estos cambios deberían aumentar la resiliencia del sector e incrementarían además el apetito de las aseguradoras por los valores de renta fija con flujos de efectivo regulares, incluida la deuda corporativa.

De cara al futuro, las aseguradoras en general, y las compañías especializadas en los seguros de vida en particular, están expuestas al riesgo de tasa de interés. La limitada oferta de activos a largo plazo en los que poder invertir agrava este riesgo, al exacerbar el desajuste entre la duración de activos y pasivos. En este caso, los derivados pueden proporcionar una buena cobertura y las aseguradoras pueden salir beneficiadas con las reformas en la infraestructura del mercado extrabursátil (OTC), que deberían reducir el riesgo de contraparte. Pero el riesgo de tasa de interés también surge de las garantías y de otros elementos de elección de los productos de seguros de vida con características de inversión. Este riesgo resulta complejo, más difícil de predecir y también de cubrir. En este caso, los colchones de capital constituyen una mejor línea de defensa.

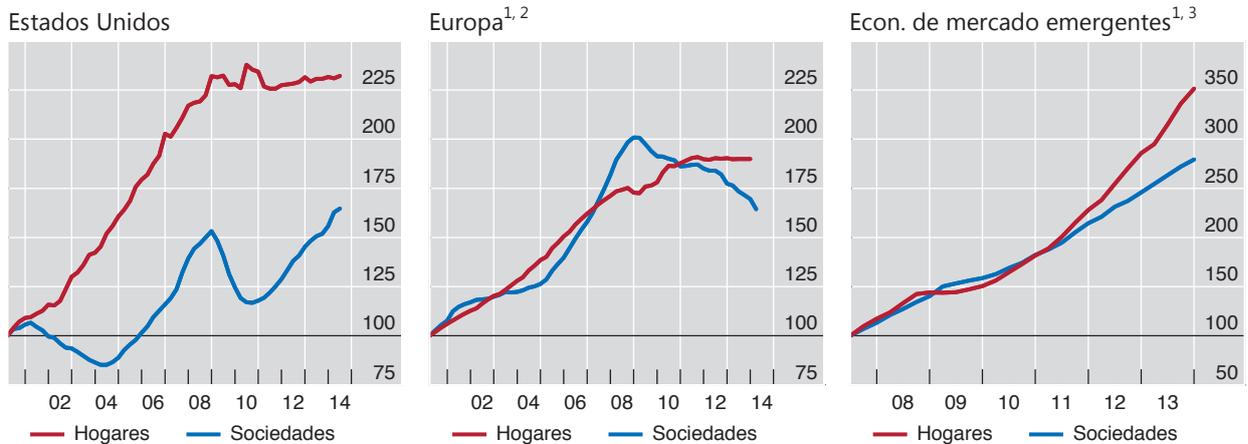
Financiación bancaria frente a financiación basada en el mercado

La crisis y sus consecuencias paralizaron la evolución del crecimiento de la financiación intermediada por los bancos. En las economías avanzadas más afectadas por la crisis, el crédito bancario a empresas ha cedido terreno a la financiación basada en el mercado. En las EME, han crecido ambas fuentes de financiación, pero las basadas en el mercado lo han hecho más rápido.

Tendencias divergentes de los préstamos bancarios

Periodo inicial = 100, valores nominales

Gráfico VI.2



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Zona del euro y Reino Unido. ³ Argentina, China, Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, México, Polonia y Rusia.

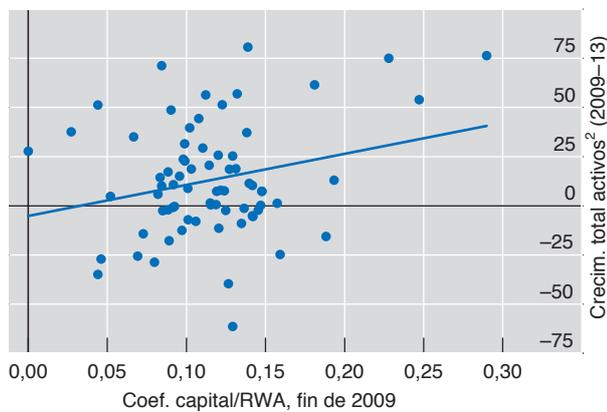
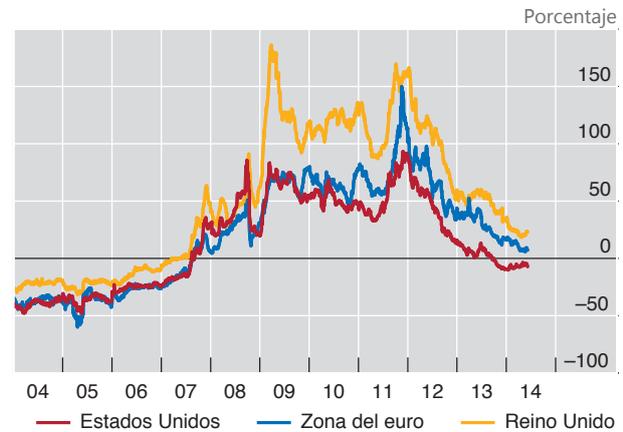
Fuentes: Datastream; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Durante el periodo inmediatamente posterior a la crisis, los bancos de las economías más afectadas redujeron la concesión de crédito para recuperar la solidez de sus balances (Gráfico VI.2, paneles izquierdo y central). Posteriormente, la financiación a los hogares de estos bancos se mantuvo inalterada, mientras que la financiación al sector empresarial descendió, sobre todo en Europa. La débil recuperación económica y la anémica demanda de unos hogares excesivamente endeudados explican en parte el estancamiento del crecimiento del crédito, aunque también han influido factores por el lado de la oferta. Los bancos con balances débiles se mostraron más reticentes a expandir sus actividades (Gráfico VI.3, panel izquierdo).

Por el contrario, el crédito bancario ha seguido creciendo con fuerza en las economías de mercado emergentes (Gráfico VI.2, panel derecho). El crédito a los hogares ha aumentado con especial intensidad, como resultado de las bajas tasas de interés y de los flujos de capitales procedentes de las economías afectadas por la crisis.

Tanto en las economías avanzadas como en las de mercado emergentes, los prestatarios del sector empresarial han recurrido cada vez más a los mercados de bonos. Estos prestatarios han encontrado en los gestores de activos a unos inversores entusiastas que, en su búsqueda de rentabilidad, han proporcionado financiación a unas tasas muy atractivas que los bancos no han podido igualar. De hecho, los bancos soportan unos costes de financiación más elevados que los propios prestatarios corporativos (Gráfico VI.3, panel derecho). Esta desventaja en cuanto a costes es probable que perdure hasta que no se disipen las dudas sobre la solidez bancaria (véase el análisis incluido a continuación).

La búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores también ha hecho mella en los criterios para la concesión de crédito. La emisión de instrumentos de baja calidad crediticia se ha disparado (Capítulo II). Ejemplo de ellos son los bonos soberanos de países de la periferia de la zona del euro y los instrumentos híbridos de deuda bancaria.

Insuficiencia de capital¹Financiación costosa³

¹ Muestra de 71 bancos de 16 economías avanzadas. La relación positiva representada es acorde con el análisis de regresión de Cohen y Scatigna (2014). ² En moneda local. ³ Diferencial ajustado por opciones de un subíndice bancario menos el de un subíndice corporativo no financiero, dividido entre el diferencial del subíndice corporativo no financiero. Los subíndices están compuestos por activos denominados en moneda local.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements: channels of adjustment», *BIS Working Papers*, nº 443, marzo de 2014; Bank of America Merrill Lynch; Bankscope; datos nacionales; cálculos del BPI.

Ajustes estructurales en el sector financiero

La crisis ha tenido un impacto duradero en los intermediarios financieros de todo el mundo. Muchos bancos, obligados a asegurarse la rentabilidad, empujados por los cambios en el entorno de regulación (Recuadro VI.A) y motivados por las señales del mercado, han racionalizado sus actividades de negocio. Paralelamente, el sector de la gestión de activos ha crecido hasta consolidarse en la financiación de inversiones. Todo ello ha redefinido el panorama financiero tanto a escala nacional como internacional.

Cambios en los modelos de negocio

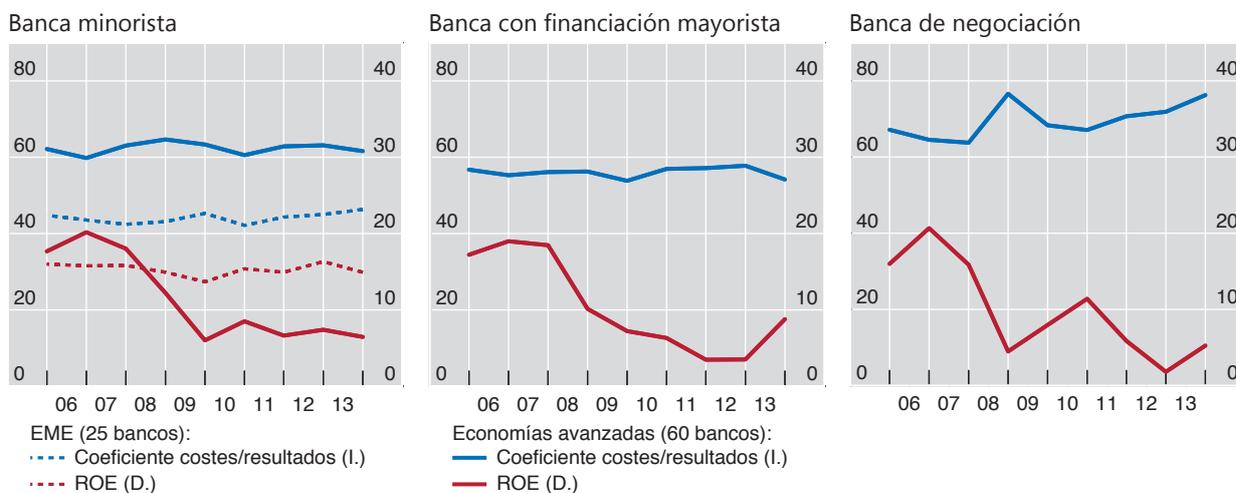
El análisis de los balances de una muestra mundial de grandes bancos permite clasificarlos en tres modelos de negocio². Dos de ellos difieren fundamentalmente en cuanto a la financiación. La «banca minorista» obtiene la mayor parte de su financiación a partir de los depositantes minoristas y opera fundamentalmente en actividades de intermediación sencillas, esto es, a través de la concesión de préstamos. La «banca con financiación mayorista» también mantiene una gran proporción de sus activos en forma de préstamos, pero depende en gran medida del mercado de financiación mayorista. Por último, la «banca de negociación» se muestra especialmente activa en los mercados de capitales. Los préstamos constituyen una pequeña proporción de sus activos, operan primordialmente en actividades de negociación y banca de inversión y se financian fundamentalmente a través de préstamos interbancarios y valores de deuda.

² Véase una descripción de un método que identifica el número de modelos de negocio y asigna un modelo a cada banco de la muestra en R. Ayadi, E. Arbak y W. de Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Eficiencia y estabilidad de beneficios van de la mano

En porcentaje

Gráfico VI.4



Fuentes: Bankscope; estimaciones del BPI.

La rentabilidad y la eficiencia han variado en gran medida de un modelo de negocio a otro en los últimos siete años (Gráfico VI.4). El estallido de la crisis hizo que la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) de todos los modelos de negocio de los bancos se desplomara en las economías avanzadas (líneas rojas). Pero, si bien la ROE de la banca minorista se estabilizó después de 2009, la banca con financiación mayorista y la banca de negociación siguieron experimentando grandes altibajos. La trayectoria de los bancos es cualitativamente similar en lo que respecta a la rentabilidad sobre activos, un parámetro alternativo que en gran medida no se ve afectado por el apalancamiento. A pesar de la menor rentabilidad relativa de la banca de negociación, la elevada remuneración de sus empleados infló sistemáticamente sus coeficientes de eficiencia (costes sobre ingresos) en comparación con los del resto del sector (líneas azules). Por su parte, los bancos domiciliados en las EME, que habían adoptado fundamentalmente un modelo minorista y prácticamente no se vieron afectados por la crisis, lograron una rentabilidad estable gracias a una mayor eficiencia en costes que sus homólogos de las economías avanzadas.

Muchos bancos han ajustado sus estrategias con posterioridad a la crisis, en coherencia con el rendimiento relativo de sus modelos de negocio (Cuadro VI.4). En la muestra analizada, un tercio de las instituciones que iniciaron la crisis en 2007 con un modelo de banca con financiación mayorista o banca de negociación (19 instituciones de un total de 54) terminaron adoptando un modelo minorista en 2012. Al mismo tiempo, un reducido número de entidades pasaron del modelo de negocio minorista a otro diferente tras la crisis (tres entidades de un total de 38), confirmando así el poder de atracción relativo de unas fuentes estables de financiación y de ingresos. Esta tendencia reciente contrasta con la evolución del sector bancario antes de la crisis. Entre 2005 y 2007, solo cuatro de un total de 45 entidades cambiaron a un modelo minorista. Paralelamente, la facilidad de financiación y los elevados beneficios de las actividades de negociación llevaron a una cuarta parte de los bancos a pasar de un modelo minorista en 2005 (esto es, 13 entidades de un total de 47) a otro distinto para el año 2007.

Modelos de negocio: la banca tradicional recobra popularidad

Número de bancos¹

Cuadro VI.4

		Modelo de negocio en 2007			Total
		Minorista	Con financiación mayorista	De negociación	
Modelo de negocio en 2005	Minorista	34	10	3	47
	Con financiación mayorista	1	23	0	24
	De negociación	3	1	17	21
Total		38	34	20	92
		Modelo de negocio en 2013			Total
		Minorista	Con financiación mayorista	De negociación	
Modelo de negocio en 2007	Minorista	35	3	0	38
	Con financiación mayorista	14	18	2	34
	De negociación	5	2	13	20
Total		54	23	15	92

¹ Las cifras que figuran en cursiva indican el número de bancos que iniciaron un periodo con el modelo de negocio indicado en el título de la fila y terminaron dicho periodo con el modelo de negocio indicado en el título de la columna. Basado en una muestra de 92 bancos de economías avanzadas y economías de mercado emergentes.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

Cambios en las prácticas de la banca internacional

Un aspecto clave del modelo de negocio de los bancos con actividad internacional es la ubicación geográfica de su financiación en relación con la de sus activos (Gráfico VI.5, panel izquierdo). En un extremo del espectro se encuentran los bancos alemanes y japoneses, que se basan fundamentalmente en el mantenimiento de posiciones transfronterizas financiadas en el país de origen. En el otro extremo del espectro, los bancos españoles, canadienses y australianos utilizan sus oficinas en el extranjero para obtener financiación y para conceder créditos dentro del país de acogida. Entre estos dos extremos, los bancos belgas y suizos acuden a fuentes de financiación procedentes de un amplio espectro geográfico y tienen grandes posiciones transfronterizas que se contabilizan fundamentalmente en centros financieros internacionales, como Londres, Nueva York, París y el Caribe.

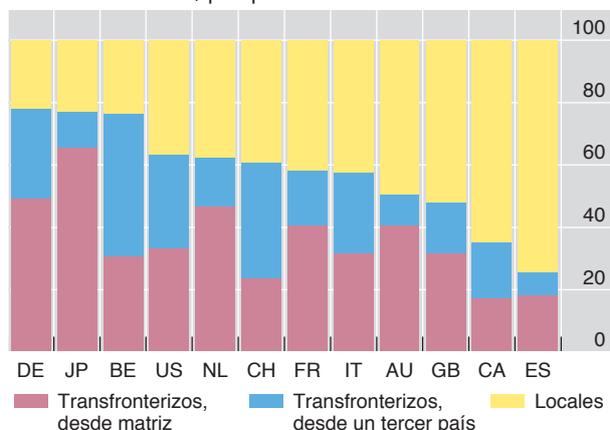
En los últimos cinco años, las prácticas de banca internacional a través de oficinas locales en el extranjero han demostrado ser más resilientes que las prácticas de banca transfronteriza. Esto es evidente en la relación positiva entre la proporción de los activos exteriores de un sistema bancario con intermediación local y el crecimiento general de estos activos (Gráfico VI.5, panel derecho). Por ejemplo, los activos exteriores de los bancos australianos han aumentado con fuerza gracias al incremento de la actividad a través de sus oficinas en Nueva Zelanda y en países asiáticos emergentes. De igual manera, las buenas condiciones económicas en América Latina han permitido a los bancos españoles incrementar sus activos exteriores, a pesar de la presión generalizada sobre los bancos europeos para reducir el crédito exterior a fin de preservar el capital en sus mercados de origen.

Banca internacional: en la intermediación, la geografía importa

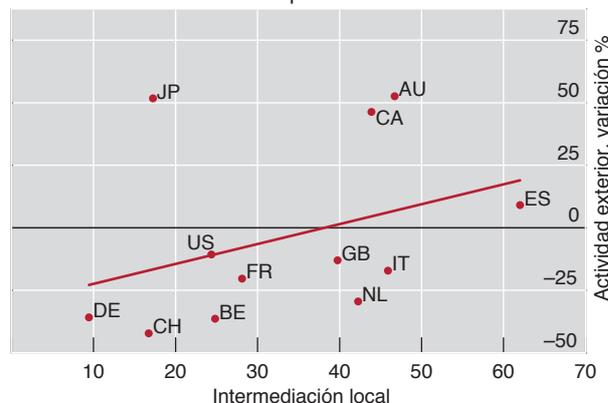
En porcentaje

Gráfico VI.5

Activos exteriores, por país donde se contabilizan¹



La intermediación local impulsa la resiliencia²



Bancos domiciliados en: AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos.

¹ A finales de T4 2013. Transfronterizos, desde matriz = posiciones transfronterizas contabilizadas por la matriz del banco prestamista más financiación transfronteriza estimada de posiciones positivas netas frente a residentes del país de origen; Transfronterizos, desde un tercer país = posiciones transfronterizas contabilizadas fuera del país de origen del banco prestamista; Locales = posiciones contabilizadas en el país donde reside el prestatario. ² Intermediación local = $\sum_i \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, donde LC_{ni} (LL_{ni}) se refiere a activos (pasivos) locales en el país i contabilizados por bancos con sede en el país n . La actividad exterior se define como la suma de los activos y los pasivos exteriores. Se representa una variación porcentual de la actividad exterior entre el trimestre T (el trimestre comprendido entre T2 2008 y T2 2009 en el que el grado de actividad exterior de cada sistema nacional alcanzó su nivel máximo) y T4 2013.

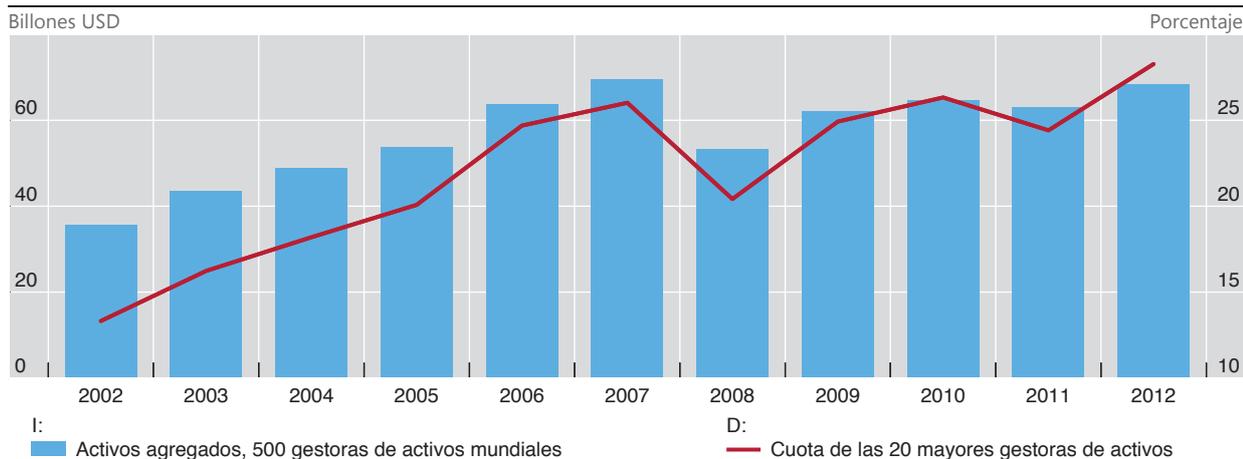
Fuentes: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de riesgo último y de prestatario inmediato); estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad.

Por el contrario, las actividades transfronterizas se vieron presionadas cuando la liquidez desapareció durante la crisis y provocó tensiones en los mercados financieros mundiales. Desde entonces, la financiación transfronteriza de los bancos se ha contraído, guiando en gran medida la caída de los activos exteriores de los bancos suizos y alemanes en los últimos cinco años. En este contexto, cabe mencionar la excepción de los bancos japoneses, que han experimentado un incremento sustancial de sus activos transfronterizos, fundamentalmente frente a residentes de Estados Unidos y de países asiáticos emergentes.

El ascenso del sector de la gestión de activos

A medida que los bancos han reorganizado sus líneas de negocio y se han retirado de algunas de sus actividades en los mercados de capitales, han ganado terreno los intermediarios financieros basados en el mercado. Ejemplo de ello es el crecimiento del sector de la gestión de activos. Dado que las gestoras de activos son responsables de invertir grandes carteras de valores, pueden repercutir significativamente en el funcionamiento del mercado, en la dinámica de precios de los activos y, en último término, en el coste de financiación de los gobiernos, las empresas y los hogares.

Las sociedades gestoras de activos administran carteras de valores en nombre del inversor final y prestan sus servicios tanto a clientes minoristas como mayoristas. Gestionan los ahorros de los hogares y los excedentes en efectivo de pequeñas empresas, pero además volúmenes muy importantes para inversores institucionales,



Fuentes: Towers Watson; estimaciones del BPI.

como fondos de pensiones públicos y privados, compañías aseguradoras, divisiones de tesorería de grandes empresas y fondos soberanos.

Son muy diversas las características y el diseño de los productos, obedeciendo a los objetivos de inversión del cliente. Por ejemplo, los fondos de inversión abiertos y cerrados combinan los recursos de distintos inversores en carteras de mayor tamaño gestionadas colectivamente. En cambio, los fondos de pensiones públicos y privados pueden colocar sus recursos con estas gestoras a través de cuentas segregadas que se gestionan con mandatos adaptados a las necesidades del cliente. En la mayoría de sus acuerdos, las sociedades gestoras de activos no ponen en riesgo sus balances al gestionar los recursos, sino que a cambio de una comisión, ofrecen las ventajas de las economías de escala y de gama en forma de conocimiento en la selección de valores, ejecución y momento de operaciones y administración de carteras. Pero también hay excepciones. Por ejemplo, los *hedge funds* gestionan carteras activamente siguiendo estrategias de inversión con un elevado apetito por el riesgo y conllevan un importante apalancamiento. El gestor del *hedge fund* arriesga sus propios recursos y se le retribuye en función de los resultados. Del mismo modo, una forma menos visible de apalancamiento está relacionada con las garantías implícitas de preservación del capital que ofrecen los fondos del mercado monetario. La gestora de activos responsable de dichos fondos puede sentirse obligada a cubrir las pérdidas generadas por los malos resultados de su cartera. El respaldo expreso o implícito de la deuda de un fondo segregado por parte de la «organización paraguas» que gestione dicho fondo puede también poner en riesgo el balance de una sociedad gestora de activos.

El crecimiento del sector de la gestión de activos ha sido sustancial en los últimos años. Si bien la diversidad de perfiles de sociedades gestoras de activos y productos complica la medición estadística, las estimaciones sitúan el total de activos gestionados en docenas de billones de dólares de EEUU (Gráfico VI.6). A pesar de la breve reducción de tamaño que experimentó la cartera agregada durante la crisis —reflejo fundamentalmente de la caída de las valoraciones más que de la disposición de fondos por parte de clientes—, las gestoras administraron aproximadamente el doble de recursos en 2012 que 10 años atrás.

El crecimiento del sector ha coincidido con el aumento de la cuota de mercado de los participantes de mayor tamaño. Las principales sociedades gestoras de activos representan en la actualidad más de una cuarta parte del total de activos

La financiación de la inversión en infraestructuras

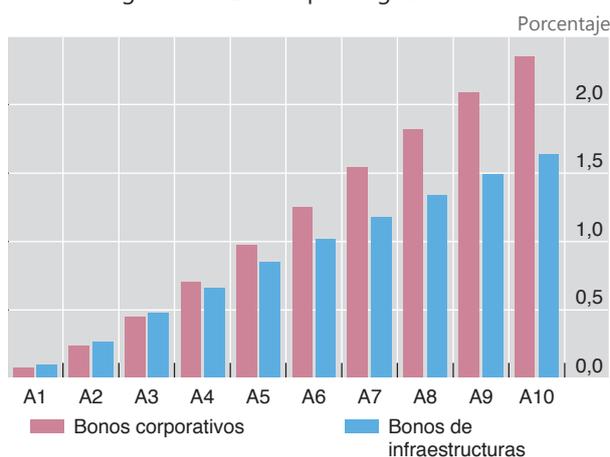
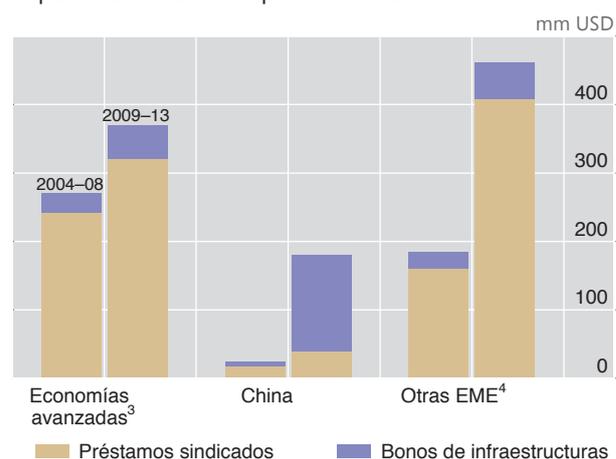
La inversión en infraestructuras puede impulsar el crecimiento potencial si se define y diseña de forma adecuada. Tanto las economías emergentes como las avanzadas deben crear o actualizar infraestructuras de energía y transporte que son cruciales. Las maltrechas posiciones fiscales de algunos países restringen claramente la financiación pública disponible para estos proyectos, confiriendo una importancia aún mayor a la financiación procedente del sector privado. Aprovechar este potencial requiere contar con cierto grado de certeza sobre el diseño y la operación del proyecto, así como con una variedad de instrumentos financieros.

Un impedimento decisivo para que la financiación privada se acreciente es la incertidumbre sobre la cartera de proyectos. La idoneidad de un proyecto para los inversores privados a menudo depende del diseño de los contratos que estipulan la atribución de riesgos y flujos de caja. Un contrato mal estructurado puede provocar desviaciones al alza en los costes, e incluso el fracaso del proyecto. Los riesgos políticos tampoco son menores. Por ejemplo, un historial de cambios —motivados por presiones políticas— en los precios que los operadores de infraestructuras pueden cobrar en sus proyectos eleva considerablemente la percepción de dichos riesgos. Los inversores privados asumirán los costes fijos de adquirir el conocimiento experto necesario solo si los proyectos están bien planificados y no están expuestos a cancelaciones o revisiones importantes durante su largo periodo de gestación y construcción. De no ser así, optarán por otras clases de activos de menor complejidad.

Otro factor que puede atraer el interés de inversores de cartera a largo plazo es la existencia de una mayor gama de instrumentos de financiación. Por ejemplo, los bonos para la financiación de proyectos de infraestructuras pueden resultar atractivos para fondos de pensiones y aseguradoras. Durante los prolongados ciclos de vida de los proyectos de infraestructuras, el riesgo de crédito de este tipo de bonos tiende a disminuir más rápidamente que en el caso de bonos corporativos comparables (Gráfico VI.C, panel izquierdo)^①. Asimismo, estos bonos suelen gozar de una calificación crediticia más estable y de niveles superiores de recuperación en caso de incumplimiento. Por su parte, los vehículos especializados de inversión, tales como los fondos de infraestructuras, también pueden atraer a nuevos inversores al ofrecer posibilidades de diversificación a través de distintos proyectos en diferentes sectores o países. Sin embargo, los préstamos bancarios siguen siendo la principal fuente de financiación basada en deuda en el ámbito de las infraestructuras (Gráfico VI.C, panel derecho). Si bien es cierto que los préstamos ofrecen ciertas ventajas en la fase de construcción y en las etapas iniciales de operación, los bonos podrían utilizarse más a menudo

Financiación de infraestructuras: perfiles de impago, volúmenes y composición

Gráfico VI.C

Menor riesgo en horizontes prolongados¹Repunte de volúmenes posterior a la crisis²

¹ Tasas de impago acumuladas de bonos con grado de inversión. ² Total de emisiones en los periodos 2004-08 y 2009-13. Las emisiones en moneda local se convierten a dólares estadounidenses al tipo de cambio vigente en la fecha de emisión. ³ Australia, Canadá, Estados Unidos, Europa occidental y Japón. ⁴ Otras economías de mercado emergentes: África, América Latina, Asia emergente salvo China, Europa central y oriental, y Oriente Medio.

Fuentes: Moody's Investors Service, «Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1», Special Comment, 18 de diciembre de 2012; Bloomberg; Dealogic; cálculos del BPI.

en proyectos más maduros o en la privatización de infraestructuras ya operativas. En las EME, su emisión está ligada al desarrollo del mercado de bonos en moneda local en el propio país².

① En consecuencia, la deuda a más largo plazo de los proyectos de infraestructuras no entraña necesariamente más riesgo que aquella a más corto plazo. Véase M. Sorge, «The nature of credit risk in project finance», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2004, pp. 91–101.

② Puede obtenerse más información en T. Ehlers, F. Packer y E. Remolona, «Infrastructure and corporate bond markets in Asia», en A. Heath y M. Read (eds.), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, ponencia presentada en la conferencia anual del Banco de la Reserva de Australia, marzo de 2014.

gestionados (Gráfico VI.6, línea roja). La concentración es aún mayor en el tramo más alto, acaparado por un puñado de entidades. Muchas de estas gestoras de activos principales son filiales y/u operan bajo el mismo «paraguas corporativo» de grandes instituciones financieras de importancia sistémica.

El ascenso del sector de la gestión de activos presenta tanto oportunidades como desafíos para la estabilidad financiera. Por un lado, el fortalecimiento de la intermediación financiera basada en el mercado puede constituir un canal complementario a la financiación bancaria para empresas y hogares (véase el Recuadro VI.C como ejemplo). De hecho, el crecimiento de las carteras en las gestoras refleja el reequilibrio de la financiación de la economía real, desplazándose de la financiación bancaria a la financiación a través de los mercados. La mayor diversidad en las fuentes de financiación puede ser una virtud en la medida en que una fuente puede compensar los problemas de oferta en otra. Ahora bien, el nexo entre incentivos y objetivos que inciden en el comportamiento de las sociedades gestoras de activos puede afectar negativamente a la dinámica del mercado y a los costes de financiación en la economía real. Los gestores de las carteras son evaluados en función de los resultados de corto plazo, y los ingresos están ligados a las fluctuaciones en los flujos de fondos de los clientes. Estas características pueden exacerbar la prociclicidad del precio de los activos, potenciando las subidas del mercado durante los auges y provocando el abandono abrupto de determinadas clases de activos en periodos de tensión.

Una mayor concentración en el sector puede reforzar este efecto. El hecho de que algunas entidades sean responsables por sí solas de grandes carteras de activos puede ejercer en ocasiones una influencia desproporcionada en la dinámica del mercado. Esto se cumple especialmente cuando diferentes gestores dentro de una misma organización comparten análisis e ideas de inversión y están sujetos a evaluaciones de riesgo «de arriba a abajo». Una menor diversidad en el mercado debilita la capacidad del sistema para afrontar tensiones. Otra preocupación derivada de la concentración es que los problemas operativos o legales en una gran sociedad gestora de activos pueden tener efectos sistémicos desproporcionados.

¿Qué fortaleza tienen realmente los bancos?

Los bancos aún tienen que dar pasos importantes para reforzar su resiliencia y garantizar la sostenibilidad a largo plazo de sus modelos de negocio. Para poder recuperar la confianza de los mercados, las instituciones de una serie de países afectados por la crisis deben sanear aún más sus balances mediante el reconocimiento de pérdidas y la recapitalización. Así se reducirían sus costes de financiación y se reforzaría su capacidad de intermediación. Al mismo tiempo, los bancos que operen en países que hayan experimentado un auge financiero

reciente, o estén expuestos a ellos, deberán evitar una expansión excesiva y asegurarse de que cuentan con suficiente capacidad de absorción de pérdidas para hacer frente a un cambio en el ciclo financiero (Capítulo IV).

La recuperación de los bancos tras la crisis

Los bancos directamente afectados por la crisis financiera mundial aún no han terminado de recuperarse. A pesar de que sus posiciones de capital han mejorado (véase anteriormente), los analistas y los mercados aún se muestran escépticos. Las percepciones pesimistas se plasman tanto en sus calificaciones intrínsecas («stand-alone»), que captan la solidez financiera inherente del banco sin tener en cuenta las garantías explícitas o implícitas de la matriz del banco o el soberano, como en las calificaciones totales («all-in»), que evalúan su solvencia en general. El escepticismo también es evidente en la valoración del capital de determinadas entidades y en los diferenciales que cobran los mercados por la deuda bancaria.

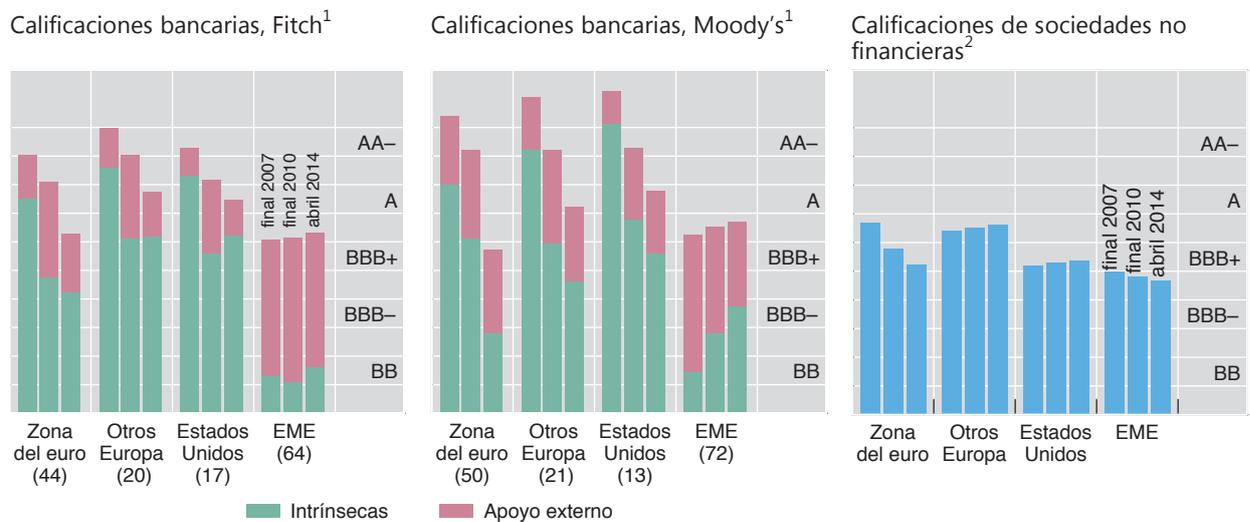
En abril de 2014, las calificaciones intrínsecas de los bancos a ambos lados del Atlántico se situaban varios escalones por debajo de sus niveles anteriores a la crisis (Gráfico VI.7, paneles izquierdo y central, barras verdes). La crisis reveló que las calificaciones de estos bancos en 2007 fueron excesivamente optimistas, desencadenando una oleada de importantes rebajas de calificación. Las evaluaciones realizadas por las principales agencias de calificación sobre la fortaleza intrínseca de los bancos siguieron deteriorándose incluso después de 2010, y solo recientemente han comenzado a mostrar ligeras mejoras.

Unas calificaciones intrínsecas bajas y con muestras de deterioro puede minar la confianza en el sector bancario. Primero, generan dudas sobre las evaluaciones realizadas por los propios bancos que indican una mejora de su solidez financiera. Asimismo, implican que los bancos han de depender más que hasta ahora de apoyo externo para mejorar su solvencia. Sin embargo, al tener los propios soberanos problemas financieros o tratar de reducir la exposición de los

Las calificaciones de los bancos se mantienen bajas

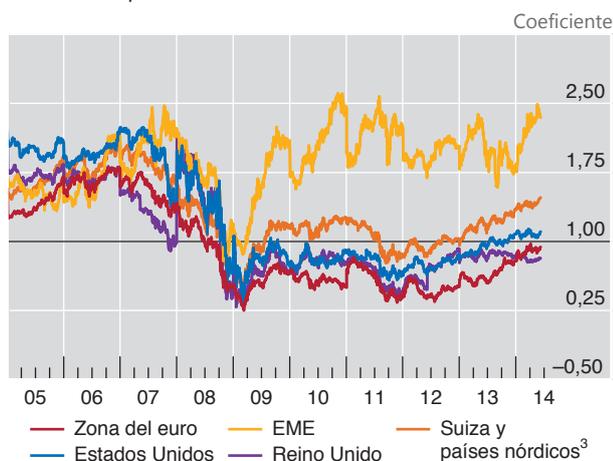
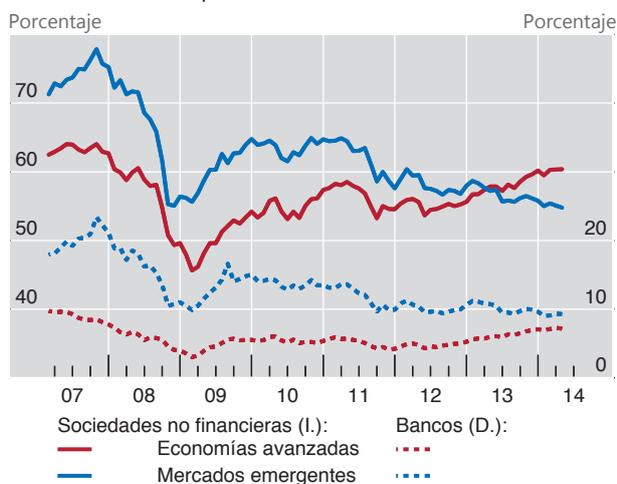
Medias ponderadas por activos

Gráfico VI.7



¹ Número de bancos entre paréntesis. ² De Moody's.

Fuentes: Fitch Ratings; Moody's; cálculos del BPI.

Relaciones precio/valor contable¹Coeficientes de capitalización²

¹ Basadas en 200 grandes bancos. Los valores agregados se calculan como la capitalización bursátil total de las instituciones domiciliadas en cada región, dividida entre el correspondiente valor contable total de los recursos propios. ² Capitalización bursátil de toda la región dividida entre la suma de la capitalización bursátil de toda la región y el valor contable de los pasivos de toda la región; promedios correspondientes a los tres meses anteriores; se basa en la muestra KMV de entidades cotizadas elaborada por Moody's. ³ Países nórdicos = Dinamarca, Noruega y Suecia.

Fuentes: Datastream; Moody's; cálculos del BPI.

contribuyentes a los riesgos del sector financiero, han tenido menos capacidad o disposición para prestar este tipo de ayuda. En consecuencia, las calificaciones totales de los bancos han empeorado a un ritmo equivalente o incluso mayor al de las calificaciones intrínsecas (Gráfico VI.7, paneles izquierdo y central, suma de barras verdes y rojas).

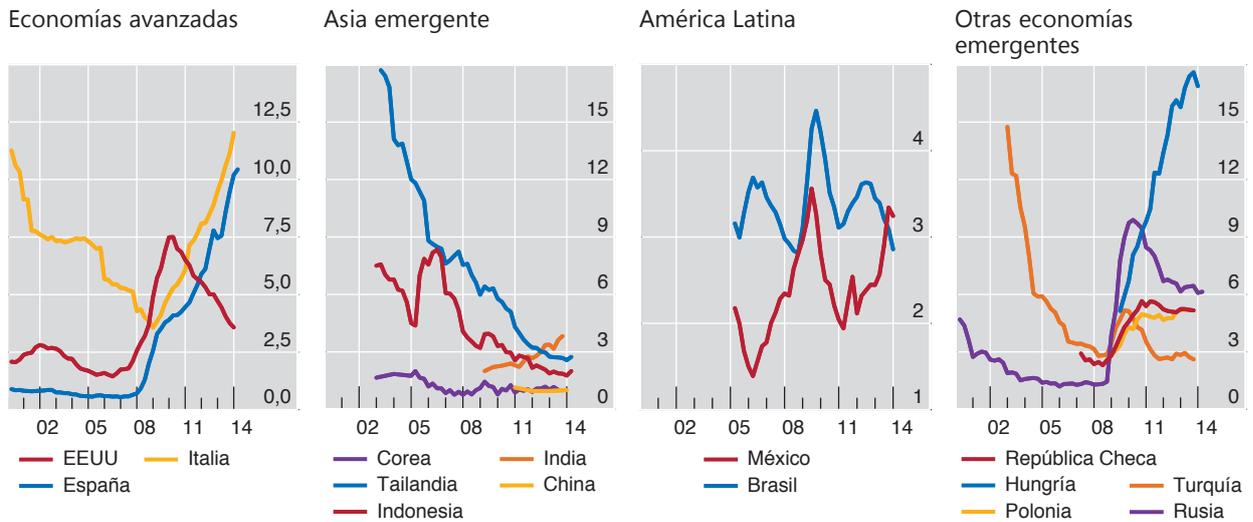
Los indicadores basados en precios de los mercados de valores de renta fija y variable también reflejan escepticismo, en especial con respecto a los bancos británicos y de la zona del euro. En vista de las calificaciones crediticias del sector empresarial no financiero (Gráfico VI.7, panel derecho), este escepticismo ha derivado en una brecha positiva entre los costes de la financiación de los bancos y la que sus clientes potenciales pueden obtener en el mercado (Gráfico VI.3, panel derecho). Unida a la lenta recuperación de los mercados interbancarios y de *repos*, esta situación ha debilitado la ventaja competitiva de los bancos en materia de costes, haciendo que pierdan terreno frente a los intermediarios del mercado. Asimismo, las relaciones precio/valor contable de los bancos británicos y de la zona del euro se han mantenido de manera sistemática por debajo de la unidad, lo que contrasta con los bancos estadounidenses, que parecen haber recuperado la confianza del mercado (Gráfico VI.8, panel izquierdo).

A pesar de los esfuerzos de captación de capital tras la crisis, persisten las dudas sobre la calidad de los balances de determinados bancos. Este nuevo capital ha contribuido a la tendencia al alza de la capitalización bursátil de los bancos, tanto en términos absolutos como en relación con el valor contable de su pasivo (Gráfico VI.8, panel derecho, líneas rojas). Sin embargo, la capacidad del capital para absorber pérdidas futuras se ve gravemente socavada por las pérdidas no reconocidas de los activos heredados. Las pérdidas no reconocidas distorsionan los incentivos de los bancos, desviando recursos para mantener a flote prestatarios con problemas en lugar de financiar nuevos proyectos. A medida que estas pérdidas van emergiendo, aumentan las tasas de morosidad de los préstamos bancarios

Los préstamos en mora siguen sendas divergentes

En porcentaje del préstamo total

Gráfico VI.9



(NPL). En los países periféricos de la zona del euro, las tasas NPL han seguido creciendo seis años después del punto álgido de la crisis (Gráfico VI.9, panel izquierdo) al tiempo que la concesión de nuevos préstamos sigue mostrándose anémica. De la misma manera, los bancos de Europa central han presentado tasas NPL obstinadamente elevadas que, en algunos casos, han aumentado rápidamente desde 2008 (Gráfico VI.9, panel derecho).

En Estados Unidos, los préstamos en mora han evolucionado de otra manera. Después de 2009, el sector bancario del país registró continuos descensos en la tasa NPL agregada, que cayó por debajo del 4% a finales de 2013. Unido al sólido crecimiento de activos, esto sugiere que el sector ha conseguido avances significativos en la superación de la crisis. Sin embargo, las continuas tensiones sobre los deudores hipotecarios mantuvieron las tasas NPL de las dos principales GSE por encima del 7% en 2013.

Exigir la reparación de los balances es un reto importante para la zona del euro, que se complica aún más por el prolongado periodo de tasas de interés extremadamente bajas. En la medida en que las bajas tasas de interés respaldan unos márgenes de intermediación financiera amplios, dan cierto respiro a los bancos con peores resultados. Sin embargo, las tasas bajas abaratan —y, por tanto, potencian— la permisividad bancaria, es decir, el hecho de que los bancos mantengan a flote a prestatarios insolventes a fin de retrasar el reconocimiento de las pérdidas. La experiencia de Japón en la década de 1990 puso de manifiesto que una excesiva permisividad no solo desestabiliza directamente el sector bancario, sino que además lastra la oferta de crédito y favorece su ineficiente asignación (Capítulo III). Esto enfatiza el valor del análisis de la calidad de los activos del BCE, que trata de acelerar la reparación de los balances, constituyendo así la base de unas pruebas de resistencia creíbles.

El objetivo de estas pruebas es restablecer y reforzar la confianza del mercado en el sector bancario. Ahora bien, en último término, será la capacidad de los bancos para evaluar sus propios riesgos lo que respaldará esta confianza de manera

continuada. De ahí la importancia de las iniciativas de política para promover unos sistemas de medición del riesgo transparentes, fiables y armonizados internacionalmente, así como la mejora de la divulgación de información.

Bancos que se encuentran en una fase tardía del auge financiero

En los países en que se ha producido recientemente un auge financiero, los bancos pueden ser menos solventes de lo que aparentan. Esto afecta principalmente a instituciones expuestas a economías de mercado emergentes donde se perciben favorables perspectivas crediticias y potencial de sólidos beneficios fundamentados en una expansión inestable basada en el apalancamiento. Algo parecido sucede con las actividades bancarias en determinadas economías avanzadas, como Suiza y los países nórdicos, donde las sólidas valoraciones (Gráfico VI.8, panel izquierdo) pueden estar reflejando el rápido crecimiento del crédito y los abultados precios de los inmuebles (Capítulo IV).

Varios indicadores muestran optimismo sobre los bancos de las EME. Por un lado, la tasa NPL de los bancos domiciliados en algunos países emergentes de Asia y América Latina se ha mantenido en niveles reducidos y con una tendencia a la baja, situándose en torno al 3% o por debajo a finales de 2013 (Gráfico VI.9, paneles segundo y tercero). En este contexto, la creciente tasa NPL de los bancos indios es una excepción. Además, las calificaciones crediticias que Fitch y Moody's asignan a los grandes bancos de las EME han permanecido estables e incluso han mejorado ligeramente en conjunto desde 2007 (Gráfico VI.7). Asimismo, las correspondientes relaciones precio/valor contable se han mantenido en niveles elevados (en torno a 2) en los últimos cinco años (Gráfico VI.8, panel izquierdo).

Ahora bien, en el pasado estos indicadores no fueron capaces de identificar vulnerabilidades. Por su naturaleza retrospectiva, las tasas NPL no repuntaron en las economías avanzadas hasta 2008, cuando la crisis ya se estaba produciendo (Gráfico VI.9, panel izquierdo). De igual manera, las calificaciones crediticias y las valoraciones del mercado previas a la crisis no advirtieron de las inminentes convulsiones financieras.

En cambio, las medidas de expansión del crédito y la velocidad de la inflación en los precios inmobiliarios, indicadores preventivos fiables, están alertando sobre una serie de economías de mercado emergentes en la coyuntura actual (Capítulo IV). Estas señales se reflejan en los coeficientes de capitalización, que equivalen al valor de mercado de los recursos propios dividido entre el valor contable de los pasivos (Gráfico VI.8, panel derecho, líneas azules). Alentados por el crecimiento de los balances basado en el apalancamiento, estos coeficientes han descendido paulatinamente en términos agregados tanto en el caso de los bancos como de las sociedades no financieras de las EME. De este modo, cualquier acontecimiento que suscite escepticismo entre los inversores mermaría los coeficientes de capitalización que ya de por sí se encuentran en unos bajos niveles, pudiendo poner en peligro la estabilidad financiera. El sector de las sociedades no financieras en las EME juega un papel importante, no solo por tratarse de la principal fuente de riesgo crediticio para los bancos nacionales, sino también por haberse integrado recientemente en la cadena de intermediación (Capítulo IV).

Como muestra del creciente escepticismo existente entre los inversores, las relaciones precio/valor contable de los bancos chinos se han comportado de manera muy distinta a las de los bancos de las EME y han descendido en los últimos cinco años. Los nexos explícitos e implícitos entre la banca regulada y el sistema bancario paralelo han contribuido a este escepticismo. Los datos nacionales indican que el crédito no bancario concedido a sociedades no financieras privadas se septuplicó entre mediados de 2008 y finales de 2013, incrementando así su peso en

La eficacia de los instrumentos de política anticíclicos

Las políticas que abordan vulnerabilidades macrofinancieras requieren de instrumentos eficaces con una perspectiva que abarque todo el sistema. En los últimos años, numerosas jurisdicciones han reforzado la orientación sistémica de su marco prudencial rediseñando sus herramientas de política macroprudencial e introduciendo otras nuevas a fin de mitigar los riesgos procedentes del ciclo financiero. Por su parte, las normas internacionales han incorporado herramientas similares. Si bien aún es pronto para extraer conclusiones definitivas sobre la eficacia de estas nuevas herramientas, como por ejemplo los colchones de capital anticíclicos, puede ser útil analizar la experiencia histórica de algunas jurisdicciones que han utilizado herramientas similares.

El criterio para evaluar la eficacia de un instrumento depende del objetivo que persiga la política. En el caso de las herramientas anticíclicas existen dos objetivos complementarios. El primero, más estrecho, consiste en proteger a las instituciones financieras de los efectos del ciclo. El segundo, de alcance más amplio, es «moderar» el ciclo financiero. El logro del primer objetivo no garantiza el éxito en el segundo, como se desprende de la experiencia hasta la fecha de las autoridades económicas con los instrumentos anticíclicos más destacados.

Colchones de capital y provisiones dinámicas

Algunas jurisdicciones han introducido un requerimiento de capital anticíclico a fin de incrementar la resiliencia de los bancos ante el riesgo acumulado durante los periodos de auge del crédito. Suiza activó esta herramienta en 2013 con vistas al mercado hipotecario del país. Las primeras señales indican que esta herramienta resulta más eficaz para reforzar los balances de los bancos que para frenar el crecimiento del crédito hipotecario o influir en su coste. Esta experiencia es similar a la de España con las provisiones dinámicas. La dotación de provisiones más elevadas por los bancos españoles contribuyó a amortiguar parcialmente el impacto del desplome del mercado inmobiliario, pero no evitó que se creara la burbuja.

Relaciones préstamo/valor (LTV) y servicio de la deuda/renta (DSTI)

Estas herramientas cuentan con un historial más dilatado en distintas jurisdicciones y la evidencia indica que contribuyen a mejorar la resiliencia de los bancos al incrementar la de los prestatarios. Una serie de estudios concluyen que la aplicación de topes más restrictivos en la LTV reduce la sensibilidad de los hogares frente a perturbaciones en sus ingresos y en los precios inmobiliarios. El efecto de estas herramientas sobre el ciclo de crédito no está tan bien documentado, pero la experiencia indica que endurecer los límites máximos aplicados a las LTV y el DSTI durante los periodos de auge frena en cierta medida el crecimiento del crédito en términos reales y de los precios de la vivienda. En particular, un endurecimiento típico de la relación DSTI máxima suele generar una desaceleración de 4–7 puntos porcentuales en el crecimiento del crédito a lo largo del año siguiente, si bien su relajación ejerce un efecto más ambiguo^①.

Requerimientos de liquidez y reservas variables en el tiempo

Al igual que sucede con los colchones de capital, el aumento de los colchones de liquidez tiene efectos obvios sobre la resiliencia de los bancos. También hay evidencias de que las herramientas macroprudenciales basadas en la liquidez pueden potenciar eficazmente la resiliencia del sistema^②. En cambio, no es tan contundente la evidencia sobre el efecto de las herramientas basadas en la liquidez en la corrección del ciclo de crédito. Los estudios sobre los efectos del aumento de los requerimientos de reservas indican que los diferenciales de crédito se amplían y el préstamo se reduce, si bien no de forma duradera.

^① Véanse S. Claessens, S. Ghosh y R. Mihet, «Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities», *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, diciembre de 2013, pp. 153–85; y K. Kuttner e I. Shim, «Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies», *BIS Working Papers*, n.º 433, noviembre de 2013. ^② Para un estudio sobre el coeficiente de financiación estable neta véase BCBS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto de 2010.

el crédito total del país desde el 10% hasta el 25%. Las fragilidades asociadas a este rápido aumento se materializaron en la quiebra o cuasi quiebra de una serie de bancos del sistema paralelo chino y contribuyeron a la drástica caída de la oferta de crédito en el país durante el primer trimestre de 2014. Los analistas del sector prevén que este tipo de tensiones repercuta en los bancos, entre otras razones porque han actuado como emisores y distribuidores de los productos de la banca paralela.

Las autoridades de las EME deben alertar a los bancos sobre la magnitud de los riesgos actuales, exigir la aplicación de unas sólidas prácticas de gestión de riesgos y reforzar las medidas macroprudenciales. Por un lado, el deterioro de las perspectivas de crecimiento en estas economías exige una revisión a la baja de sus previsiones de beneficios. Además, las autoridades de las EME tendrán que abordar las repercusiones de la eliminación gradual de la acomodación monetaria en las economías avanzadas. Las tensiones del mercado resultantes (Capítulos II y IV) han evidenciado la importancia de una adecuada gestión del riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio. En términos más generales, la acumulación de vulnerabilidades financieras pone de relieve la importancia de no caer en una falsa sensación de seguridad y de reevaluar las herramientas macroprudenciales utilizadas hasta ahora (Recuadro VI.D). Las economías de mercado emergentes han sido pioneras en adoptar estas herramientas y cuentan con una dilatada experiencia en cuanto a su funcionamiento y eficacia. Esta experiencia puede ser la base de futuros ajustes y mejoras en el marco de la política macroprudencial.