

VI. Riesgos antiguos y nuevos en el panorama financiero

Los cambios en la percepción del riesgo, los nuevos marcos reguladores y las tasas persistentemente bajas en las economías avanzadas (EA) han marcado el comportamiento y los modelos de negocio de las instituciones financieras tras la crisis. Los bancos siguen adaptándose a la nueva regulación y esforzándose por recuperar la confianza de los mercados, mientras los inversores institucionales recortan sus posiciones tradicionales. Al mismo tiempo, la creciente influencia de las sociedades gestoras de activos está alterando el perfil del riesgo sistémico.

Los bancos de las EA siguen registrando peores resultados que los de economías de mercado emergentes (EME). Los bancos han destinado gran parte de sus beneficios a reforzar sus coeficientes de capital regulador, lo que les fortalece de cara al futuro. Pese a estas mejoras, los mercados permanecen escépticos ante empresas operando en un entorno difícil, con bajas tasas de interés y una actividad económica débil. Si persisten estas condiciones, erosionarán los beneficios y aumentarán aún más la exposición de los bancos al riesgo de tasas de interés, poniendo en tela de juicio su resiliencia. En cambio, los bancos de las EME siguen gozando de la confianza del mercado, dado que las favorables condiciones locales continúan encubriendo los crecientes desequilibrios financieros (Capítulo III).

El dilatado periodo de bajas tasas de interés ha supuesto un desafío, especialmente para los inversores institucionales. Ante el creciente valor de los pasivos y el reducido rendimiento de los activos, las compañías de seguros han explorado nuevas estrategias de inversión y han traspasado mayores riesgos a sus clientes. Si bien hasta el momento estas medidas han funcionado, pueden no ser suficientes para hacer frente a futuras dificultades, a raíz de la estabilización de las valoraciones de la renta variable y el deterioro de los rendimientos de la renta fija. Confrontados con dificultades similares, los fondos de pensiones están registrando déficits cada vez mayores, lo que podría pasar factura a la economía real.

La intermediación a través de los mercados ha cubierto el hueco que han dejado los bancos en dificultades. En concreto, el sector de la gestión de activos se ha expandido con rapidez, respaldando la actividad económica, pero también planteando nuevos riesgos. Aun cuando las gestoras de activos operan con poco apalancamiento, sus mandatos de inversión pueden dar lugar a niveles de endeudamiento similares que amplifiquen y propaguen tensiones financieras. En los últimos años, estas gestoras han respondido a las necesidades de los inversores de obtener mayor rentabilidad dirigiendo sus fondos hacia EME. Esto ha contribuido a amplificar los auges financieros en estas economías, posiblemente exacerbando las vulnerabilidades. En términos más generales, el impacto potencial de las gestoras de activos sobre la estabilidad financiera las ha situado en el punto de mira de los reguladores.

Este capítulo se estructura de la siguiente manera. Tras pasar revista a los resultados recientes de los bancos y al aumento de su resiliencia, se abordan los desafíos a medio plazo. Las dos secciones posteriores hacen un análisis similar, pero centrado en las compañías de seguros y los fondos de pensiones. La última sección expone los nuevos tipos de riesgo que presenta el sector de la gestión de activos y trata posibles respuestas normativas.

Entidades bancarias: las percepciones del mercado, ¿impulsan u ocultan los retos?

Las divergentes coyunturas han determinado los resultados de los bancos tanto en las economías avanzadas como en las de mercado emergentes. Incluso en un contexto en el que la debilidad del crecimiento económico, las bajas tasas de interés y los considerables costes por litigios redujeron sus ganancias, los bancos de las EA respondieron a las reformas reguladoras fortaleciendo sus balances. No obstante, el persistente escepticismo del mercado debilitó la ventaja de financiación de dichas instituciones, base de su función de intermediación. Por contra, las instituciones de las EME mantuvieron la confianza del mercado y se beneficiaron de los auges financieros locales, algunos de los cuales están ahora tocando a su fin.

Resultados recientes y esfuerzos por recuperar el fortalecimiento financiero

El sector bancario ha registrado resultados diversos en los últimos seis años. Mientras que los bancos estadounidenses han registrado abultados beneficios, los de muchas entidades europeas fueron en 2014 muy inferiores a los registrados

Rentabilidad de los principales bancos

En porcentaje de los activos totales

Cuadro VI.1

	Beneficio antes de impuestos				Resultado de intermediación financiera				Provisiones para incobrables			
	2009–10	2011–12	2013	2014	2009–10	2011–12	2013	2014	2009–10	2011–12	2013	2014
Alemania (4)	0,11	0,14	0,10	0,18	0,85	0,87	0,99	0,91	0,22	0,13	0,17	0,10
Australia (4)	1,04	1,18	1,27	1,28	1,89	1,82	1,78	1,75	0,43	0,20	0,17	0,11
Canadá (6)	0,84	1,05	1,05	1,06	1,63	1,63	1,65	1,60	0,34	0,20	0,17	0,16
España (3)	1,00	0,35	0,47	0,73	2,44	2,36	2,32	2,29	0,92	1,15	0,96	0,80
Estados Unidos (9)	0,58	0,95	1,24	1,11	2,69	2,41	2,32	2,23	1,52	0,47	0,21	0,20
Francia (4)	0,31	0,23	0,32	0,22	1,02	0,98	0,89	0,82	0,30	0,21	0,20	0,15
Italia (3)	0,36	-0,61	-1,32	-0,06	1,84	1,71	1,59	1,57	0,70	0,79	1,48	1,06
Japón (5)	0,14	0,55	0,59	0,70	1,01	0,89	0,83	0,81	0,37	0,10	0,08	0,02
Reino Unido (6)	0,27	0,26	0,22	0,39	1,15	1,10	1,08	1,14	0,74	0,38	0,35	0,11
Suecia (4)	0,48	0,64	0,74	0,75	0,96	0,87	0,95	0,88	0,29	0,06	0,07	0,06
Suiza (3)	0,41	0,18	0,38	0,29	0,55	0,57	0,73	0,78	0,05	0,01	0,01	0,01
Brasil (3)	2,29	1,66	1,38	1,66	5,37	4,51	3,84	3,76	1,54	1,29	1,20	0,98
China (4)	1,51	1,78	1,86	1,83	2,12	2,37	2,38	2,45	0,26	0,27	0,25	0,33
India (3)	1,37	1,41	1,41	1,15	2,28	2,78	2,82	2,81	0,46	0,60	0,57	0,68
Rusia (3)	1,22	2,60	2,04	0,96	5,12	4,16	4,15	3,49	2,98	0,28	0,79	1,58

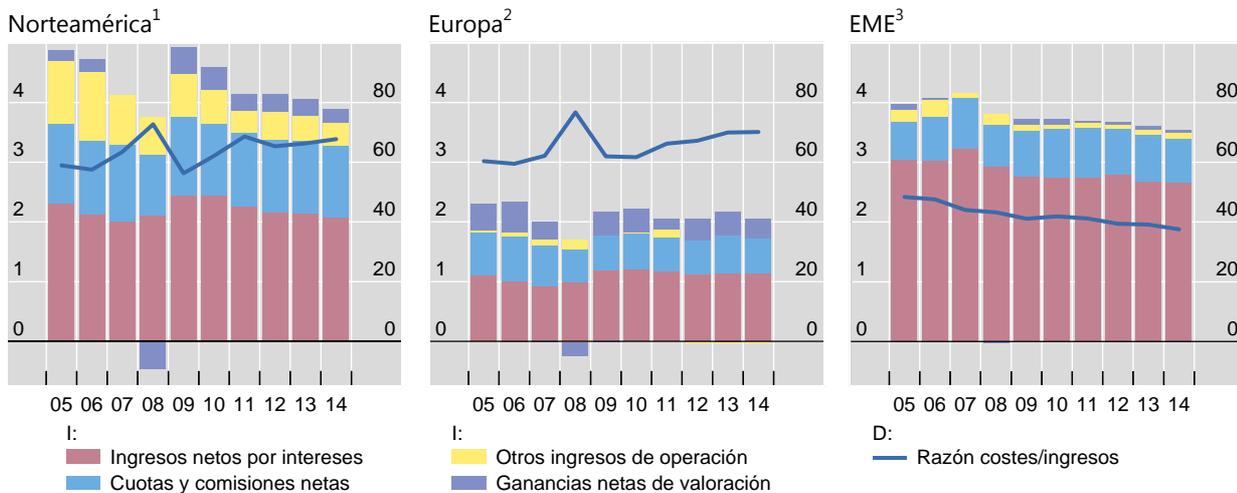
Los valores correspondientes a periodos de varios años se calculan como medias simples; entre paréntesis, número de bancos incluidos.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

Resultados moderados en el sector bancario

En porcentaje

Gráfico VI.1



En el Cuadro VI.1 se especifica el número de bancos en cada grupo. Ingresos declarados en relación con activos totales.

¹ Canadá y Estados Unidos. ² Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido, Suecia y Suiza. ³ Brasil, China, India y Rusia.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

justo después de la crisis (Cuadro VI.1). En el fondo, los ingresos netos por intereses —la principal fuente de ingresos de los bancos— han disminuido en ambos lados del Atlántico (Gráfico VI.1, paneles izquierdo y central). Dado que los bancos no contrarrestaron sus menores ingresos recortando gastos operacionales, las ratios de costes sobre ingresos aumentaron de manera continua entre 2009 y 2014 (líneas azules). En cambio, los bancos de las EME han reducido estas ratios y, a excepción de las entidades rusas, han mantenido sus beneficios elevados.

Los beneficios han sido el principal determinante de la continua mejora de las posiciones de capital regulador de los bancos, tanto en las EA como en las EME. Entre mediados de 2011 y mediados de 2014, los beneficios no distribuidos sustentaron la mayor parte del incremento del 45% en el capital ordinario de Nivel 1 (CET1) de los grandes bancos (Gráfico VI.2, línea roja). Durante ese mismo periodo, y alentados por la ligera reducción de los activos ponderados por riesgo, los correspondientes coeficientes de capital regulador CET1 aumentaron desde aproximadamente el 7% hasta el 11%. Para que esto represente una mejora inequívoca de la resiliencia de los bancos, el descenso de la ponderación por riesgo media (la creciente brecha entre las líneas azul y amarilla) debería ser el reflejo de un enfoque conservador que favorezca a los prestatarios con menor riesgo.

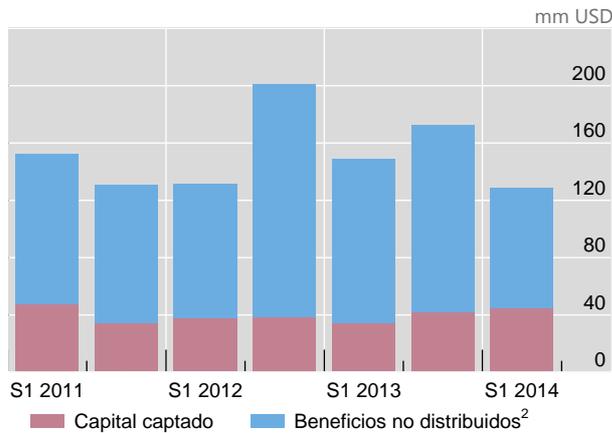
Algunas decisiones estratégicas ilustran el mayor conservadurismo de los bancos. Por ejemplo, la revaloración poscrisis de la relación costes/beneficios ha llevado a muchos bancos a reducir o anunciar la reducción de sus departamentos de banca de inversión. Este reajuste de los modelos de negocio ha contribuido al retroceso de las actividades de creación de mercado (Recuadro VI.A). De igual modo, las lecciones de la crisis y la reciente reforma reguladora han llevado a los bancos a ser cautos en los mercados de titulización (véase también el Recuadro VI.B).

Dicho esto, aún preocupa que el descenso generalizado de las ponderaciones por riesgo sea en parte el resultado de declarar información financiera de forma

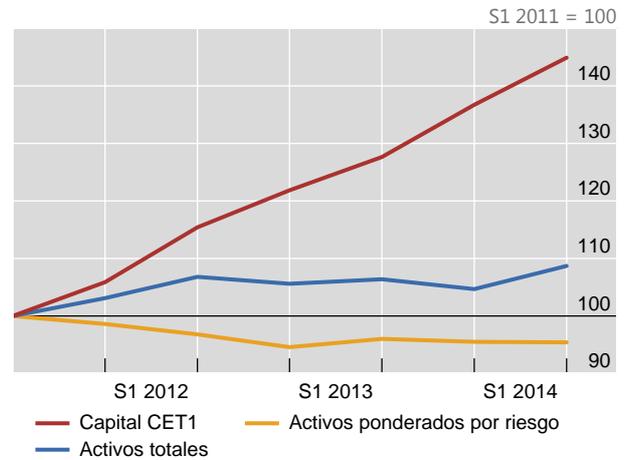
Los bancos refuerzan sus colchones de capital¹

Gráfico VI.2

Fuentes de capital CET1



Evolución de la posición reguladora de los bancos³



¹ Bancos con actividad internacional con capital de Nivel 1 superior a 3 000 millones de euros: CET1 = capital ordinario de Nivel 1. ² Beneficios después de impuestos menos dividendos sobre acciones ordinarias ³ Según las definiciones de Basilea III.

Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Basel III Monitoring Report*, marzo 2015; cálculos del BPI.

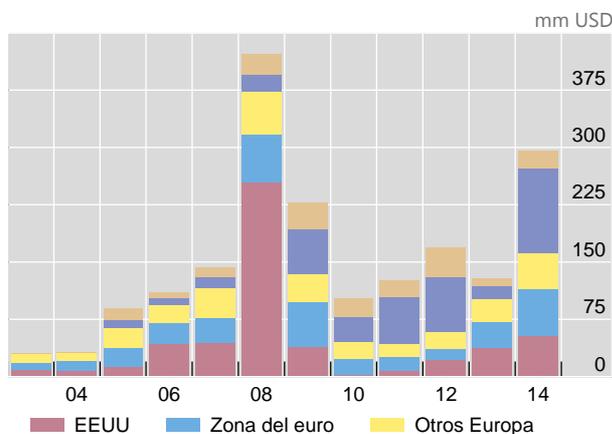
oportunista: para economizar capital regulador, los bancos pueden verse tentados a estimar sus riesgos a la baja. Para convencer a los inversores y observadores de que los bancos no sucumbirán a esta tentación, los supervisores deben poder validar las estimaciones de riesgo de forma regular, transparente y convincente.

Por el lado de los pasivos, los bancos han aprovechado las bajas tasas de interés para emitir títulos que se encuentran en el tramo medio de la estructura de capital y pueden de este modo absorber pérdidas (Gráfico VI.3, panel izquierdo). La emisión neta de deuda subordinada y acciones preferentes —o instrumentos de financiación *mezzanine*— se disparó en 2008, en gran medida debido a las recapitalizaciones respaldadas por el gobierno de EEUU. Posteriormente, gran parte

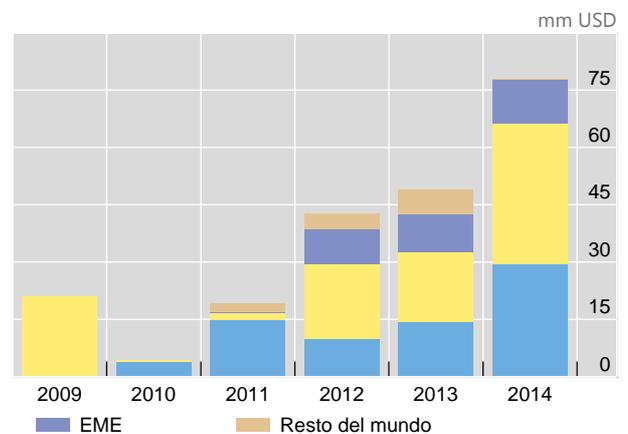
Los bancos refuerzan su capacidad de absorción de pérdidas

Gráfico VI.3

Financiación *mezzanine*¹



Emisión de CoCo



¹ Incluye deuda con grado de inversión y acciones preferentes.

Fuentes: Bloomberg; Dealogic; cálculos del BPI.

de la emisión neta tuvo su origen en bancos europeos y de EME, con una caída transitoria en 2013, reflejo de la anticipación de nuevas normas reguladoras en China. Parte de la actividad mundial en financiación *mezzanine* se realiza mediante bonos convertibles contingentes (CoCo) que podrían admitirse como capital regulador (Gráfico VI.3, panel derecho). Hasta ahora, la emisión de CoCo se ha circunscrito a un número reducido de bancos en determinados países.

Pese a que mucha de la financiación *mezzanine* de los bancos no contará como capital regulador, el reciente aumento de su emisión está en línea con nuevas iniciativas de política hacia una resolución eficiente de los bancos en quiebra. Un documento de consulta del Consejo de Estabilidad Financiera expone diversos modos en que los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) deberían aumentar su capacidad de absorción de pérdidas para hacer frente a situaciones de resolución. Estas propuestas buscan asegurar reestructuraciones bancarias autosuficientes que reduzcan las repercusiones que puedan tener las quiebras sobre el sistema, así como su carga para los contribuyentes (Recuadro VI.C).

Desafíos y riesgos futuros

El entorno de continuas bajas tasas de interés en las economías avanzadas ensombrece el horizonte de los bancos. Dado que el coste de los depósitos y otros tipos de financiación alcanzan rápidamente sus mínimos en un entorno de tales características, sus ingresos netos por intereses se ven deteriorados por el descenso de los rendimientos sobre títulos de reciente adquisición, las reducidas primas por plazo y las decrecientes tasas de préstamo en mercados de crédito competitivos (Recuadro VI.D). La contracción resultante de la rentabilidad debilitaría la principal fuente de capital, es decir, los beneficios no distribuidos y, con ello, la resiliencia bancaria.

Las tasas de interés persistentemente bajas también acrecientan igualmente la exposición de los bancos al riesgo de que estas aumenten. Del mismo modo que el debilitamiento de los rendimientos ha respaldado ganancias de valoración de los activos bancarios en los últimos años, su ulterior normalización generaría pérdidas. Los recursos propios de las entidades se reducirían, al ser el valor de sus pasivos de corta duración ampliamente insensible a las variaciones de las tasas de interés. Esto contrasta con los beneficios derivados de los aumentos de las tasas de interés para compañías de seguros de vida y fondos de pensiones, cuyos activos son habitualmente de mucha menor duración que sus pasivos (véase más adelante). Esto también resalta la importancia de las iniciativas de política económica para crear salvaguardas reguladoras frente a riesgos de tasas de interés en la cartera de inversión.

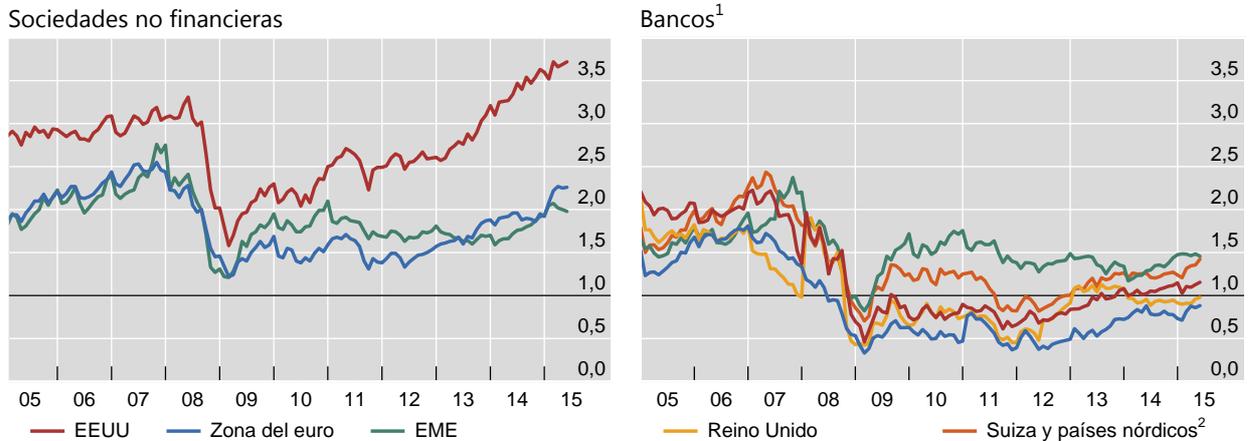
Las recientes pérdidas crediticias sugieren que los retos a los que se enfrentan los bancos de algunas EA van más allá de los márgenes de beneficio y del riesgo de tasas de interés. En concreto, los grandes bancos españoles e italianos han registrado continuas pérdidas crediticias, muy por encima de sus homólogos (Cuadro VI.1). Diversos análisis del sector han atribuido solo parte de las pérdidas de 2014 al saneamiento de balances a raíz de la revisión de la calidad de activos del BCE, y enfatizan, por contra, que las pérdidas podrían tener que aumentar más antes de reducirse.

Indicadores basados en precios sugieren que los mercados tienen una visión menos favorable de los bancos de EA que de sus homólogos en las EME. Frente a un optimismo generalizado, evidente en los elevados coeficientes precio/valor

Los mercados bursátiles reflejan escepticismo en torno a los bancos

Razón precio/valor contable

Gráfico VI.4

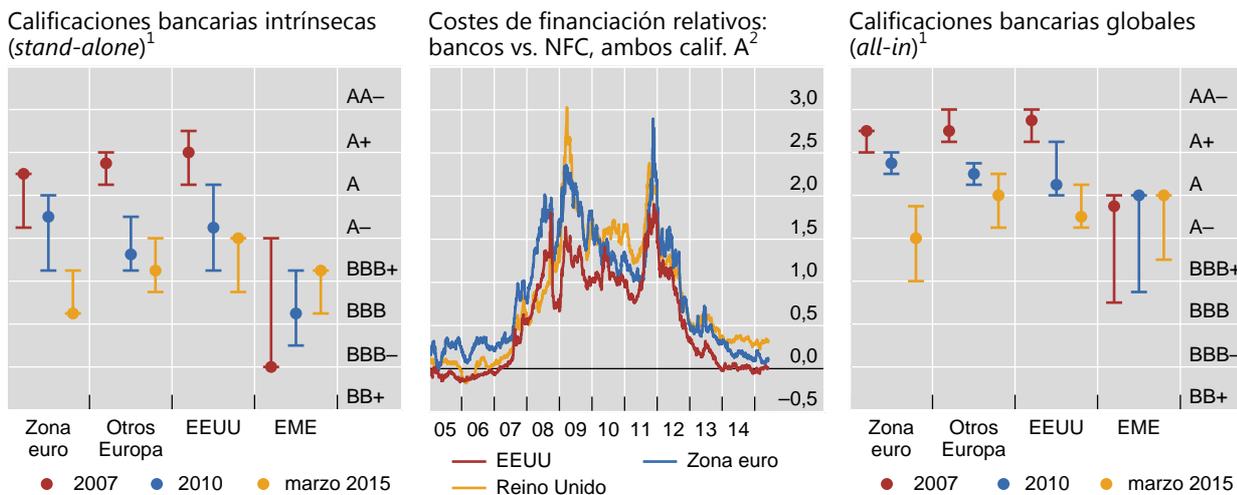


¹ Los agregados se calculan como la capitalización total del mercado de las instituciones domiciliadas en cada región, dividida entre el correspondiente valor contable total de los pasivos. ² Dinamarca, Noruega y Suecia.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

contable del sector no financiero (Gráfico VI.4, panel izquierdo), los accionistas parecen indiferentes ante los bancos estadounidenses, suizos y nórdicos, y más bien pesimistas frente a los bancos del Reino Unido y la zona del euro (panel derecho). Las agencias de calificación muestran una visión similar: las calificaciones intrínsecas (*stand-alone*), que miden la resiliencia en ausencia de ayuda externa, se deterioraron de forma marcada durante las crisis «*subprime*» y soberana para bancos europeos y estadounidenses y no se han recuperado desde entonces (Gráfico VI.5, panel izquierdo). En cambio, las entidades de las EME exhiben en promedio coeficientes precio/valor altos y sus calificaciones crediticias están mejorando. Queda por ver, sin embargo, si este voto de confianza persistirá en caso de debilitarse las condiciones locales (Capítulo III).

En los últimos años, los bancos de las EA no han sido capaces de calmar a los mercados, lo que tenido como consecuencia la pérdida de gran parte de su ventaja de financiación, crucial para su éxito. Esta pérdida viene explicada por dos factores, que se refuerzan mutuamente. El primero, la mayor incertidumbre sobre los bancos de las EA, tanto durante la crisis financiera como en los años siguientes, que llevaron a los participantes en los mercados de crédito a cobrarles bastante más que a empresas no financieras (NFC) de similar calificación hasta el año 2012 (Gráfico VI.5, panel central). Este margen se redujo posteriormente, si bien actualmente continúa afectando a la zona del euro y, especialmente, a los bancos del Reino Unido. Segundo, mientras que las calificaciones de las NFC han permanecido ampliamente estables desde la crisis, los bancos han registrado un deterioro sostenido de sus calificaciones «globales» (*all in*), que reflejan tanto su fortaleza financiera inherente como la ayuda externa (Gráfico VI.5, panel derecho). La pérdida resultante en su ventaja de financiación podría explicar en parte la reducción de las actividades de intermediación tradicionales de los bancos y el ascenso de las fuentes de financiación a través del mercado (véase más abajo).



¹ Los guiones representan, respectivamente, los percentiles 20º y 80º ponderados por riesgo; los puntos representan la mediana ponderada por riesgo. A partir de las calificaciones de Moody's de fortaleza financiera (panel izquierdo) y de emisor a largo plazo (panel derecho). ² Diferencial, ajustado de opciones, de un subíndice bancario menos el de un subíndice corporativo no financiero, dividido entre el diferencial del subíndice corporativo no financiero. Los subíndices incluyen activos denominados en moneda local.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Fitch Ratings; Moody's; cálculos del BPI.

La reciente crisis de deuda soberana, junto al tratamiento de las autoridades nacionales de las exposiciones soberanas, ha contribuido al descenso de los préstamos corporativos por bancos europeos¹. Contradiendo a la filosofía básica de las normas reguladoras internacionales, las autoridades nacionales han permitido que los requerimientos para las exposiciones soberanas de los bancos sean menos exigentes que para exposiciones corporativas con características de riesgo similares (Recuadro VI.E). Así, cuando la prima de riesgo repuntó durante la crisis de deuda soberana, los correspondientes recargos de capital y liquidez apenas variaron. Fueron especialmente los bancos de la zona del euro los que aprovecharon las oportunidades de beneficio resultantes y sustituyeron deuda corporativa por bonos soberanos. Las entidades sin acceso a la financiación de los mercados, como empresas pequeñas y medianas, han soportado la mayor parte de este desplazamiento del crédito.

Compañías de seguros: dificultades por las bajas tasas de interés

Mientras que las bajas tasas de interés no han impactado de lleno en el sector bancario, sí han causado importantes dificultades a las compañías de seguros. Por un lado, la persistencia de tasas tan bajas ha tenido un efecto grave sobre su rentabilidad, al reducir el rendimiento sobre nuevas inversiones. En paralelo, las nuevas normas contables para descontar obligaciones futuras han reemplazado las mayores tasas de interés que prevalecían en el momento de la firma de los

¹ Véase B. Becker y V. Ivashina, «Financial repression in the European sovereign debt crisis», Swedish House of Finance, *Research Paper*, nº 14-13.

Rentabilidad del sector asegurador

En porcentaje

Cuadro VI.2

	<i>No vida</i>						<i>Vida</i>					
	Crecimiento de primas			Rentabilidad de la inversión			Crecimiento de primas			Rentabilidad de la inversión		
	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014
	-11	-13		-11	-13		-11	-13		-11	-13	
Alemania	-0,4	3,8	4,0	3,4	3,3	3,0	1,3	2,5	...	4,0	5,0	...
Australia	3,4	8,0	1,6	7,2	6,2	6,0	5,8	4,9	29,7
Estados Unidos	1,5	3,1	5,9	3,7	3,4	2,9	10,3	-3,1	11,0	4,8	4,6	4,6
Francia	3,9	0,9	1,7	2,4	2,1	1,7	-5,4	-1,0	...	3,2	4,9	...
Japón	1,0	4,7	3,7	1,5	1,8	1,2	5,3	0,2	6,3
Países Bajos	3,4	0,2	...	2,0	2,0	...	1,1	-8,4	-12,1	5,4	4,8	...
Reino Unido	2,3	3,5	3,9	3,6	3,6	2,7	-0,8	-0,2	2,0

Los valores correspondientes a periodos de varios años se calculan como medias simples.

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

contratos, por las tasas actuales considerablemente más bajas, lo que ha elevado el valor de los pasivos. En este contexto y pese a la favorable confianza de los inversores en los mercados bursátiles, las calificaciones crediticias indican preocupación sobre las aseguradoras.

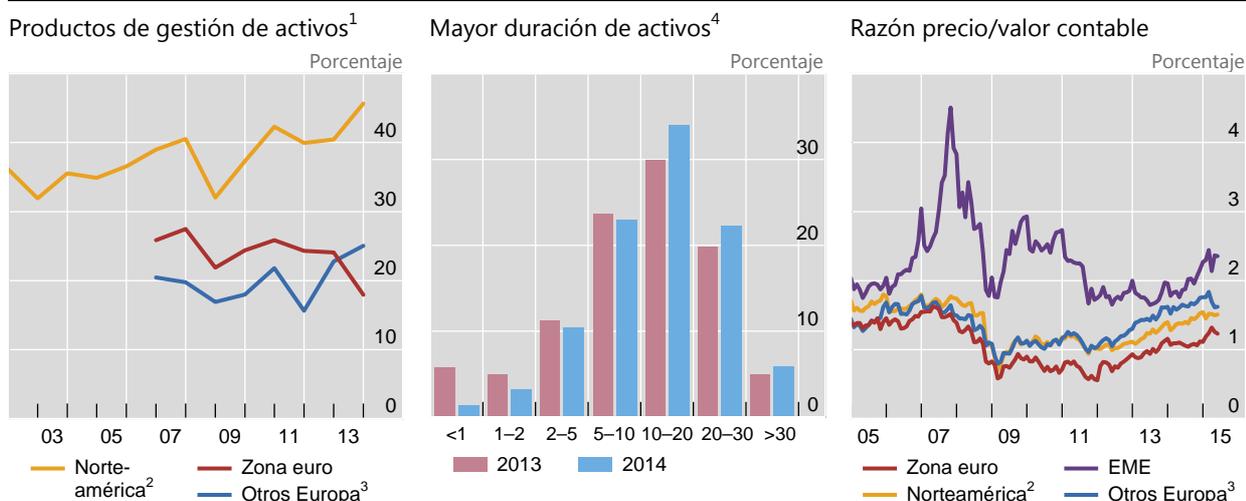
Los peores resultados de las aseguradoras de propiedad y accidentes en 2014 fueron el resultado de fuerzas opuestas. Por ejemplo, el fuerte crecimiento de las primas sustentó la rentabilidad en una serie de países (Cuadro VI.2). Entre mediados de 2013 y mediados de 2014, contribuyó a la ligera caída (hasta el 94%) de la denominada «ratio combinada» de las aseguradoras europeas del ramo no vida, es decir la suma de las pérdidas por aseguramiento, gastos y dividendos de los asegurados dividido entre los ingresos por primas. No obstante, los elevados gastos y pérdidas por desastres de las empresas estadounidenses evaporaron gran parte de sus ganancias derivadas del crecimiento de las primas, lo que llevó la ratio combinada al 99%. Entretanto, la continua caída generalizada del rendimiento de las inversiones ha deprimido la rentabilidad de las aseguradoras del ramo de no vida en prácticamente todos los centros principales.

Pese a los retos derivados de su fuerte dependencia de los ingresos por inversiones, las compañías de seguros de vida han registrado cierta mejora. La reducción de costes y una mayor contribución de nuevas líneas de negocio, especialmente la venta de productos de gestión de activos, han sido fundamentales. Según las estimaciones del sector, su rentabilidad sobre recursos propios ha aumentado desde menos del 10% en 2012 hasta aproximadamente el 12% en 2014.

Algunas tendencias del sector de seguros de vida han sido congruentes con una gestión del riesgo más conservadora. Por ejemplo, la creciente proporción de productos de gestión de activos en los pasivos de las compañías aseguradoras de vida de Norteamérica, Suiza y el Reino Unido (Gráfico VI.6, panel izquierdo) indica que se está produciendo una transferencia del riesgo financiero hacia los clientes. Por el lado del activo, las compañías europeas han ido alargando la duración de sus

Compañías de seguros: evolución de las percepciones de mercado y los modelos de negocio

Gráfico VI.6



¹ En proporción de los activos del ramo de vida y salud. Los productos de gestión de activos se refieren a pasivos en cuentas separadas (compañías estadounidenses) y pasivos vinculados a fondos de inversión, *unit-linked* (compañías europeas). ² Canadá y Estados Unidos. ³ Reino Unido y Suiza. ⁴ Valor contable de deuda pública de países OCDE en manos de compañías de seguros alemanas, en proporción del total, por categoría de vencimientos.

Fuentes: Deutsche Bundesbank; Datastream; SNL; cálculos del BPI.

carteras de bonos (panel central), reduciendo así las estimaciones de brechas de duración². Aunque dichas estimaciones sugieren un fortalecimiento de los balances, deben interpretarse con cautela, dada su sensibilidad a la utilización de supuestos sobre las tasas de descuento y el comportamiento de los asegurados.

Al mismo tiempo, el perfil de riesgo de los activos de las compañías de seguros se ha deteriorado en los últimos años, si bien desde un punto de partida conservador. Ante la presión reguladora e institucional para mantener prioritariamente títulos con grado de inversión, las compañías de seguros han visto como la distribución de sus activos se desplazaba desde las mejores calificaciones hacia las peores en este rango (Gráfico VI.7). Este giro podría deberse en parte al deterioro de la calidad crediticia de los títulos en circulación, pero también podría reflejar una activa búsqueda de rentabilidad. Mientras que las compañías estadounidenses han operado principalmente en los mercados corporativos e hipotecarios, sus homólogas europeas han buscado rendimiento en los bonos soberanos. De hecho, las autoridades nacionales han alentado este comportamiento hasta el punto de permitir a las compañías de seguros, al igual que lo hicieron con los bancos, a aplicar ponderaciones de riesgo de cero incluso a soberanos con calificaciones bajas y en descenso.

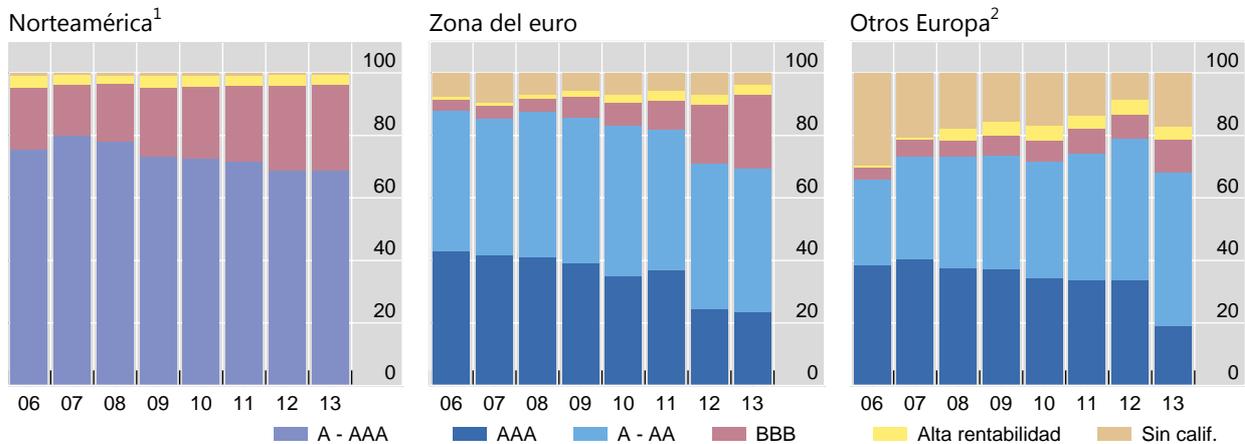
Los mercados de renta variable y las agencias de calificación tienen una percepción distinta del sector asegurador. Los coeficientes precio/valor se han mantenido al alza en las principales economías avanzadas desde 2011 y en las EME han aumentado su nivel ya de por sí elevado desde mediados de 2014 (Gráfico VI.6, panel derecho). Esto podría reflejar una mayor solidez financiera, pero también la euforia generalizada de los mercados (Capítulo II). Por el contrario, las calificaciones

² Véase Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), *Financial Stability Report*, diciembre 2014, p. 37.

Las compañías de seguros se desplazan hacia inversiones con calificación más baja

En porcentaje de los títulos con riesgo de crédito

Gráfico VI.7



¹ Canadá y Estados Unidos. ² Dinamarca, Noruega, Reino Unido y Suiza.

Fuentes: SNL; cálculos del BPI.

de las aseguradoras se deterioraron considerablemente durante la crisis financiera y apenas se han recuperado desde entonces. Un factor probable podría ser la preocupación ante el hecho de que el crecimiento de las comisiones y primas, bastante importante a la hora de respaldar los recientes beneficios de las aseguradoras, acabará por tocar fondo.

Fondos de pensiones: déficits crecientes

Las condiciones del mercado financiero, unidas a los cambios demográficos, han puesto una enorme presión sobre los fondos de pensiones. Uno de los principales problemas han sido las tasas de interés persistentemente bajas, que han reducido tanto los rendimientos de sus inversiones como las tasas de descuento que aplican. A su vez, las menores tasas de descuento aumentan el valor presente de sus pasivos más que el de sus activos, que suelen tener una duración mucho menor. De este modo, se amplían los déficits de los fondos de pensiones, pudiendo afectar en última instancia a la economía en su conjunto.

Las tasas de descuento varían considerablemente entre países, entre el 4% en Norteamérica y el 1,5% en Japón en 2013, según informes del sector sobre fondos de pensiones privados en economías avanzadas. Esto refleja diferentes condiciones de mercado y normas contables locales. En la mayoría de las normativas contables, la tasa de descuento se ajusta en función de la rentabilidad esperada a largo plazo sobre los activos del fondo o de los rendimientos predominantes en el mercado sobre títulos de bajo riesgo, como bonos de elevada calificación. En ambos casos, la tasa de descuento suele reducirse con los rendimientos de los bonos, pero el grado del descenso depende de la jurisdicción y el sector.

Los fondos de Estados Unidos ofrecen un buen ejemplo del impacto que tienen las normas contables. Por ejemplo, según fuentes nacionales, la tasa de descuento

media ajustada en función de los rendimientos que aplican los fondos de pensiones públicos puede ser 300 puntos básicos superior a la de sus homólogos del sector privado. Para hacerse una idea de esta magnitud, una reducción de la tasa de descuento de 400 puntos básicos elevaría el valor de los pasivos de un fondo de pensiones típico estadounidense en más del 80%. Dicho esto, se prevé que los cambios recientes y previstos de las normas contables estadounidenses reduzcan esa brecha.

En un contexto de tasas de interés ultrabajas, las medidas de política han dado un respiro pasajero. Por ejemplo, los reguladores permitieron incrementos de la tasa de descuento en 2012, en parte para responder a las quejas del sector de que las tasas actuales habían desligado los coeficientes de financiación declarados con respecto a las condiciones de financiación intrínsecas de los planes de pensiones. Esta medida se aplicó de forma ya sea directa (por ejemplo mediante suelos a las tasas de descuento en Suecia o mayores tasas de descuento a largo plazo en Dinamarca) o indirecta (mediante horizontes más largos, de 25 años, para computar las bandas de las tasas en Estados Unidos). Asimismo, las enmiendas regulatoras introducidas en Estados Unidos en 2012 incentivaban a los fondos a ceder contratos a las compañías de seguros y pagar cantidades fijas a los partícipes del plan.

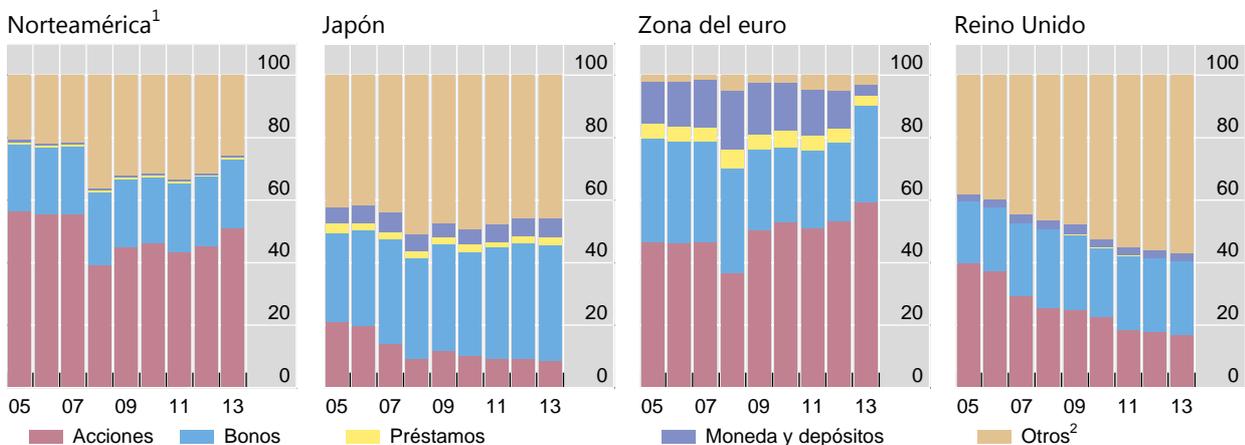
Estos cambios en las obligaciones contractuales se enmarcan dentro de una estrategia de largo plazo para la gestión del riesgo en el sector. Siguiendo la tendencia observada en la mayoría de los principales mercados, los planes de pensiones de aportación definida (AD), en los que los partícipes soportan los riesgos de la inversión, han crecido más que los planes de prestación definida (PD), que garantizan un determinado nivel de ingresos a los partícipes. Concretamente, la cuota de participación de los pasivos de los planes AD en el total de fondos de pensiones creció del 39% en 2004 al 47% en 2014. Esta tendencia es probable que prosiga al alargarse las estimaciones de esperanza de vida, lo cual eleva el valor presente de las obligaciones de los fondos.

Al mismo tiempo, los fondos de pensiones han tenido que responder a la caída de los rendimientos de sus activos reduciendo su exposición a los riesgos

Los fondos de pensiones parecen alejarse de la renta variable

En porcentaje de los activos financieros totales

Gráfico VI.8



¹ Canadá y Estados Unidos. ² Incluye fondos de inversión.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

tradicionales y aumentando su participación en las llamadas «inversiones alternativas», que incluyen bienes raíces, *hedge funds*, fondos de capital inversión (*private equity*) y materias primas. Las estimaciones del sector revelan un aumento de la participación de dichas inversiones en las carteras de activos de los fondos de pensiones (desde el 5% en 2001 al 15% en 2007 y el 25% en 2014), con un descenso paralelo de la participación de la renta variable en 20 puntos porcentuales. Este giro ha estado liderado por los fondos de pensiones británicos (Gráfico VI.8, panel derecho) y también los estadounidenses, cuya reducción de la inversión en acciones parece haberse disimulado por las fuertes ganancias de valoración.

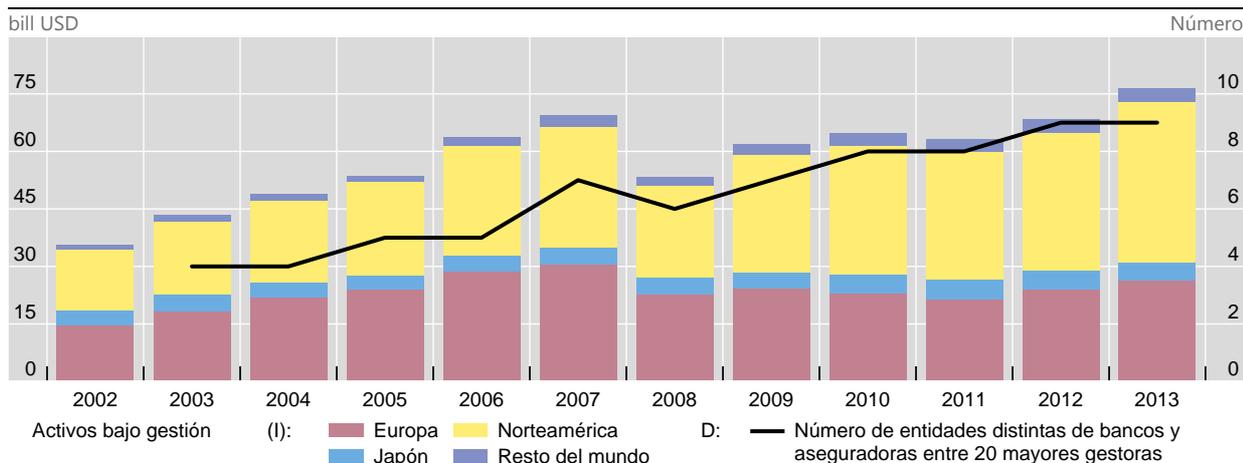
Con todo, pese a las medidas de apoyo oficiales y sus propios esfuerzos, los fondos de pensiones encaran problemas cada vez mayores. Por ejemplo, los coeficientes de financiación a finales de 2014 se situaban por debajo de sus niveles precrisis tanto en Estados Unidos como en Europa. La situación podría empeorar si persistieran las bajas tasas de interés, ya que reducirían aún más el rendimiento de los activos y las tasas de descuento utilizadas para valorar los pasivos. En el caso de Estados Unidos, informes del sector han revelado que una rebaja de su tasa de descuento de 35 puntos básicos, seguida de 60 puntos básicos, con la correspondiente merma de la rentabilidad de los activos, reduciría el coeficiente de financiación medio en aproximadamente 10 puntos porcentuales en dos años, hasta rondar el 70%.

Las presiones de financiación sobre los fondos de pensiones podrían tener repercusiones más amplias. En el caso de los planes PD, los pasivos constituyen una obligación contractual para el patrocinador del fondo, por ejemplo una empresa de manufacturas o una sociedad de prestación de servicios. Así pues, puesto que los déficits insostenibles se traducen tarde o temprano en gastos para el patrocinador, también socavarían los beneficios de la empresa, pudiendo incluso afectar su solvencia. Por su parte, los planes AD pueden tener efectos similares, pero a través de otros canales. Una caída en el valor de sus activos supone una merma de los ingresos futuros de sus miembros. Si esta evolución se produjera de forma generalizada, conllevaría un incremento de la tasa de ahorro y, por ende, un descenso de la demanda agregada.

Transformación de los riesgos del sistema financiero tras la crisis

El panorama financiero ha evolucionado sustancialmente desde la crisis. Mientras que los bancos han perdido terreno como intermediarios, las gestoras de activos, ya sea mediante fondos de inversión, de capital riesgo o *hedge funds* entre otros, han respondido en mayor medida a las necesidades de los inversores en busca de mayor rentabilidad. El resultado ha sido una mayor presencia de nuevos tipos de riesgos.

El crecimiento del sector de la gestión de activos ha sido sustancial en el último decenio. Pese a su contención durante la crisis, debido principalmente a pérdidas de valoración, los activos gestionados a escala mundial crecieron desde aproximadamente 35 billones de dólares en 2002 hasta 75 billones en 2013 (Gráfico VI.9). El sector sigue estando muy concentrado, con el 40% de los activos totales en manos de las 20 principales gestoras.



Fuentes: Towers Watson, *The World's 500 Largest Asset Managers*, 2014; cálculos del BPI.

La composición del sector ha evolucionado con el tiempo. Por regiones, las gestoras norteamericanas han aumentado su cuota de mercado en 11 puntos porcentuales durante los últimos 10 años, y sus activos representan ahora más de la mitad del total gestionado y aproximadamente dos tercios de los activos en manos de las 20 gestoras principales. Por tipo de gestora, las independientes han ido desbancando rápidamente a las de propiedad bancaria o aseguradora (Gráfico VI.9, línea negra).

A medida que la toma de riesgos se ha ido alejando del sector bancario, las gestoras de activos han jugado un papel fundamental junto con sus clientes y los expertos en inversión de éstos. En sus recomendaciones, estos expertos parecen conceder especial importancia a la evolución más reciente de los activos. Por tanto, dado que el rendimiento de los activos de las EME superó a los de las economías avanzadas tras la crisis, se sospecha que dichas recomendaciones han contribuido a los fuertes flujos de inversión hacia fondos de EME registrados en los últimos años (Capítulo II).

La abundante financiación mediante bonos ha reducido sustancialmente el coeficiente de capitalización de las empresas de las EME, es decir, su capitalización de mercado dividida entre la suma de ésta y el valor contable de sus pasivos. Pese al auge de los mercados bursátiles, el enorme endeudamiento de los bancos y las sociedades no financieras de las EME entre 2010 y 2014 redujo significativamente sus coeficientes de capitalización hasta sus niveles de finales de 2008, en el punto álgido de las turbulencias financieras mundiales (Gráfico VI.10, panel izquierdo). Aunque esta tendencia se invirtió parcialmente a comienzos de 2015, ha socavado la capacidad de las empresas para absorber pérdidas, haciendo a las EME vulnerables en caso de revertirse esta financiación.

Esta vulnerabilidad ha evolucionado en paralelo a una mayor utilización por parte de las EME de la financiación de mercado, a través de gestoras de activos internacionales (Capítulo III). En general, los modelos de negocio de estas gestoras (ej. seguir los índices de mercado y conceder más peso al rendimiento relativo) y las estructuras de inversión que ofrecen (ej. vehículos de inversión colectiva) incentivan un comportamiento centrado en el corto plazo que puede tener efectos

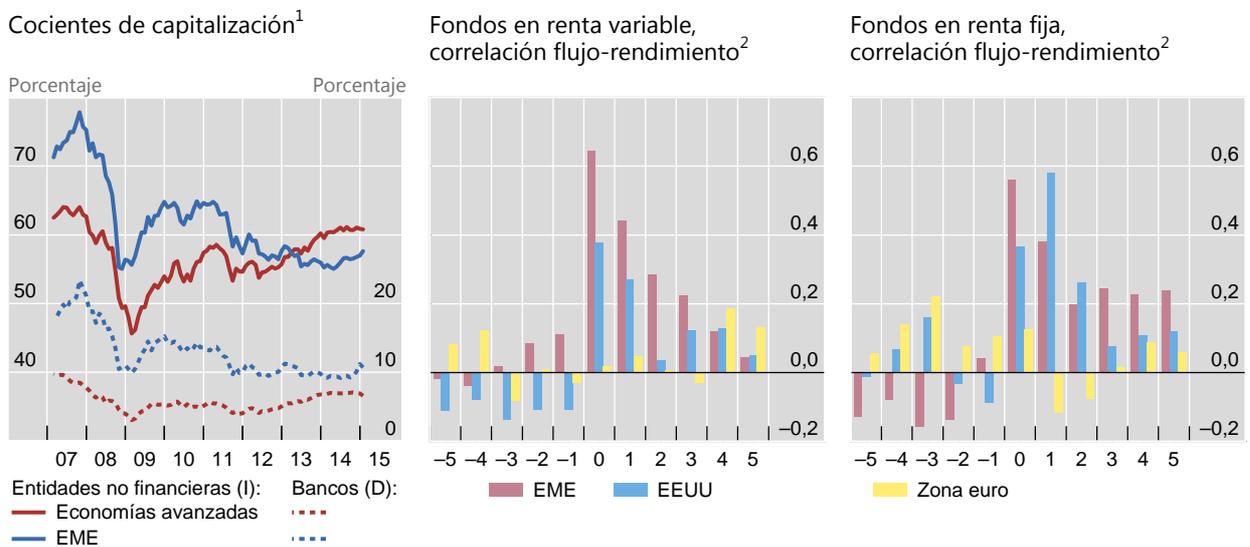
desestabilizadores en caso de producirse choques adversos. Esta influencia es aún más patente en el caso de gestoras que invierten en activos de EME³. Los fondos que invierten en activos de EME utilizan muchos menos referentes de inversión y más correlacionados que los fondos de economías avanzadas. Por consiguiente, los choques financieros tienen más probabilidad de afectar simultáneamente a una amplia gama de inversores en fondos de EME, lo que conllevaría salidas y entradas de capitales concurrentes.

Los flujos de fondos que amplifican las oscilaciones de precios tendrían efectos desestabilizadores. El potencial para que surjan tales dinámicas se basa en la relación histórica entre los rendimientos de los índices amplios y los flujos de fondos (Gráfico VI.10, paneles central y derecho). En el caso de los fondos de Estados Unidos y EME, las entradas de capitales van a la zaga de elevados rendimientos (barras a la derecha del cero) y es probable que refuercen el aumento de los rendimientos actuales (barras en el nivel cero). En este escenario, las entradas de capital respaldan auges persistentes de los títulos de renta fija y variable. Sin embargo, este mecanismo también podría actuar en sentido contrario: en una desaceleración económica, las salidas de capital empeorarían los malos rendimientos y deprimirían persistentemente los mercados.

De cara al futuro, la cuestión fundamental es si las gestoras de activos pueden tomar el testigo de los bancos en la intermediación financiera. El éxito de las instituciones financieras en este sentido reside en su capacidad de soportar

Creciente vulnerabilidad de las EME frente a flujos de fondos volátiles

Gráfico VI.10



¹ Capitalización del mercado en el conjunto de la región dividida entre la suma de la capitalización del mercado en el conjunto de la región y el valor contable de los pasivos en el conjunto de la región; medias de los tres meses anteriores; a partir de la muestra KMV de Moody's de entidades enumeradas. ² Correlación entre los flujos de fondos y rentabilidad de un índice amplio entre enero 1998 (renta variable zona del euro) / mediados 2000 (renta variable EEUU y EME) / mediados 2003 (renta fija EEUU y EME) / enero 2009 (renta fija zona del euro) y enero 2015. Las cifras del eje de abscisas indican el número de meses en que los flujos se adelantan (cifras negativas) o retrasan (cifras positivas) con respecto a los beneficios para el cálculo de las correlaciones.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; EPFR; Moody's; cálculos del BPI.

³ Véase K. Miyajima e I. Shim, «Gestoras de activos en economías emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2014.

pérdidas, mientras que esta capacidad ha menguado recientemente en el sector de la gestión de activos, donde los inversores minoristas han ido reemplazando a los institucionales en la asunción última del riesgo. Los inversores minoristas tienen balances más pequeños, horizontes de inversión más cortos y una menor tolerancia al riesgo y, por ende, una capacidad de absorción de pérdidas también menor. Así quedó de manifiesto en el comportamiento de los hogares del Reino Unido en la reciente crisis financiera⁴.

Todo esto gana relieve a medida que crece el tamaño de los activos gestionados por una misma gestora. Las decisiones de una única gestora de gran tamaño pueden llevar a generar flujos de financiación con importantes repercusiones para el sistema. Ahondando en este asunto, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) han publicado una propuesta sobre cómo identificar instituciones financieras de importancia sistémica global distintas de bancos y aseguradoras⁵.

Más recientemente, los debates sobre políticas han considerado a las sociedades gestoras de activos (SGA) como un grupo que plantea nuevos riesgos financieros. Especial atención se ha prestado a las estructuras de incentivos de las SGA, ya que pueden generar comportamientos conjuntos y ampliar así las fluctuaciones del mercado financiero. Las restricciones a los cambios en las carteras de inversión podrían limitar aquellos impulsados por incentivos y, al alargar los horizontes de inversión de las gestoras de activos, podrían estabilizar su comportamiento en caso de producirse choques adversos transitorios. Del mismo modo, limitar el nivel de apalancamiento máximo podría ayudar a contener la amplificación de los choques. Además, el riesgo de amortización podría mitigarse mediante «colchones» de liquidez y, siguiendo la estela de las recientes enmiendas a la normativa sobre fondos del mercado monetario de Estados Unidos, mediante restricciones a las amortizaciones rápidas de fondos gestionados. Esto podría proteger a las gestoras de activos frente a cambios repentinos de opinión de los inversores minoristas, aumentando con ello la capacidad de absorción de pérdidas del sector.

Una respuesta de política complementaria pasaría por revitalizar las instituciones que en el pasado han tenido éxito como intermediarios. El caso más obvio es el de los bancos. Las iniciativas en curso dirigidas a aumentar la resiliencia y transparencia de los bancos mejorarían su capacidad de intermediación, sobre todo al ayudarlas a recuperar la confianza de los mercados. Además, como la resiliencia depende en gran medida de la capacidad de generar beneficios sostenibles, se vería reforzada por reformas para mejorar el crecimiento y por una oportuna normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, así como por nuevas iniciativas para reducir los desequilibrios financieros en las economías de mercado emergentes.

⁴ Véase A. Haldane, «The age of asset management?», discurso pronunciado en London Business School, abril 2014.

⁵ Consejo de Estabilidad Financiera y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, documento de consulta, marzo 2015.

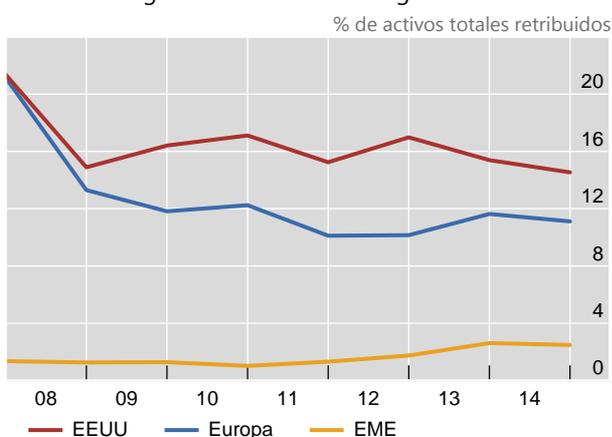
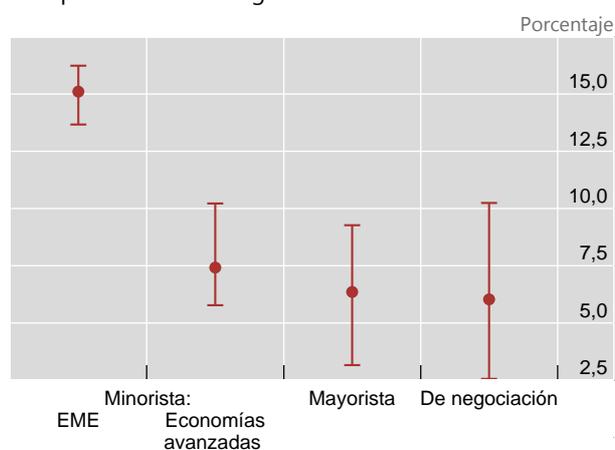
Repliegue de la creación de mercado: factores e implicaciones

Recientes indicios de una reducida liquidez de mercado (Capítulo II) han centrado la atención de las autoridades y los analistas en una fuente importante de dicha liquidez: los intermediarios especializados, también conocidos como creadores de mercado. El repliegue percibido de estos agentes se explica por diversos factores. Algunos de estos factores están relacionados con intermediarios reconsiderando su propia actitud ante el riesgo y la viabilidad de sus modelos de negocio tras la crisis. Otros tienen que ver con nuevas normativas destinadas a alinear los costes de la creación de mercado y otras actividades de negociación con sus riesgos subyacentes y los que generan para el sistema financiero. El objetivo de esta política es garantizar una transición hacia un entorno con una liquidez de mercado posiblemente menor pero más sólida.

Los creadores de mercado son importantes proveedores de liquidez. Al comprometer su propio balance, están dispuestos a actuar como compradores o vendedores para completar las operaciones de sus clientes en caso de desequilibrios transitorios por el lado de la oferta o la demanda. Se da por hecho que la infravaloración de las actividades de creación de mercado propició la «ilusión de liquidez» anterior a la crisis, es decir, la falsa impresión de que siempre abundaría. Tras la crisis, la liquidez de mercado se vio erosionada al reducir los bancos sus tenencias de bonos corporativos y otros títulos de negociación (Gráfico VI.A, panel izquierdo, véase también Gráfico II.11, panel izquierdo). Comprender los factores que han propiciado esta evolución reciente resulta fundamental para valorar la solidez de la liquidez de mercado en el futuro.

Las carteras de los intermediarios evolucionan al tambalearse los modelos de negociación

Gráfico VI.A

Títulos de negociación en manos de grandes bancos¹ROE por modelo de negocio²

¹ Muestra de 18 bancos europeos, 7 estadounidenses y 8 de EME. ² Rango del rendimiento sobre recursos propios anual entre 2008 y 2013 (guiones) y la correspondiente media (puntos). Véase R. Roengpitya, N. Tarashev y K. Tsatsaronis, «Modelos de negocio de los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2014.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

La creación de mercado perdió fuerza después de la crisis a resultas de la menor tolerancia de los intermediarios frente a los riesgos de valoración y financiación de los activos almacenados[Ⓞ]. En numerosas jurisdicciones, los intermediarios han elevado las primas de riesgo que exigen a sus clientes y han reajustado su gestión del riesgo para reflejar mejor la relación costes-beneficios de las líneas de negocio alternativas. A su vez, esto ha encarecido los servicios de creación de mercado, especialmente en mercados menos líquidos, como los de bonos corporativos, aunque en diferentes grados según el país y el tipo de cliente.

Asimismo, las tensiones poscrisis han forzado a los bancos a reconsiderar sus modelos de negocio, en detrimento de la creación de mercado. En los últimos años, las instituciones que más se han involucrado en actividades de banca comercial han sido más eficientes y han producido beneficios generalmente más altos y menos volátiles que las instituciones que han seguido estrategias de negociación y de banca de inversión, que es el modelo de negocio más asociado con los servicios de creación de mercado (Gráfico VI.A, panel derecho)^②. Algunos bancos han reaccionado abandonando o reduciendo significativamente sus actividades de negociación, mientras que otros (recientemente, instituciones alemanas y británicas) han anunciado una profunda reestructuración de sus unidades de banca de inversión.

Según se desprende de una encuesta reciente, los principales intermediarios consideran las reformas regulatoras como otro factor determinante de las actividades de creación de mercado^③. En particular, señalan el efecto reductor que tienen los requerimientos de capital y de apalancamiento sobre actividades con márgenes escasos e intensivas en balance, como por ejemplo la negociación financiada con *repos*. También citan el creciente coste que conlleva almacenar títulos de renta fija.

No obstante, el impacto neto sobre la liquidez de mercado depende además de otros factores. Uno de ellos es la capacidad de los creadores de mercado para beneficiarse de la reducción de costes que aportan las nuevas tecnologías de negociación. Otro factor es la capacidad de otros participantes del mercado para ocupar el hueco dejado por los creadores de mercado tradicionales. Todo ello también determina en qué medida el aumento de costes de la creación de mercado se traslada a los clientes y, en última instancia, a la comunidad inversora en general.

Desde la perspectiva de las autoridades, una cuestión clave es si las tendencias actuales en la creación de mercado ayudarán a evitar una crisis de liquidez. Para que así fuese, estas tendencias deberían alinear el precio de los servicios de creación de mercado en situaciones normales con los elevados costes que conlleva la evaporación de la liquidez en momentos de tensión. Sin duda, no es probable que una realineación de precios consiga evitar que una alteración financiera extraordinaria paralice los mercados, pero al menos debería disuadir comportamientos financieros que den por sentada la liquidez del mercado y descarten indebidamente un eventual colapso de los precios, incluso mientras se están acumulando los excesos. Al reducir la vulnerabilidad de los participantes del mercado frente a choques de liquidez ordinarios, será menos probable que estos choques se retroalimenten y socaven la liquidez del sistema financiero.

^① Véase Committee on the Global Financial System, «Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications», *CGFS Papers*, nº 52, noviembre 2014. ^② Véase R. Roengpitya, N. Tarashev y K. Tsatsaronis, «Modelos de negocio de los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2014. ^③ Véase el Apéndice 4 de la publicación citada en la nota ^①.

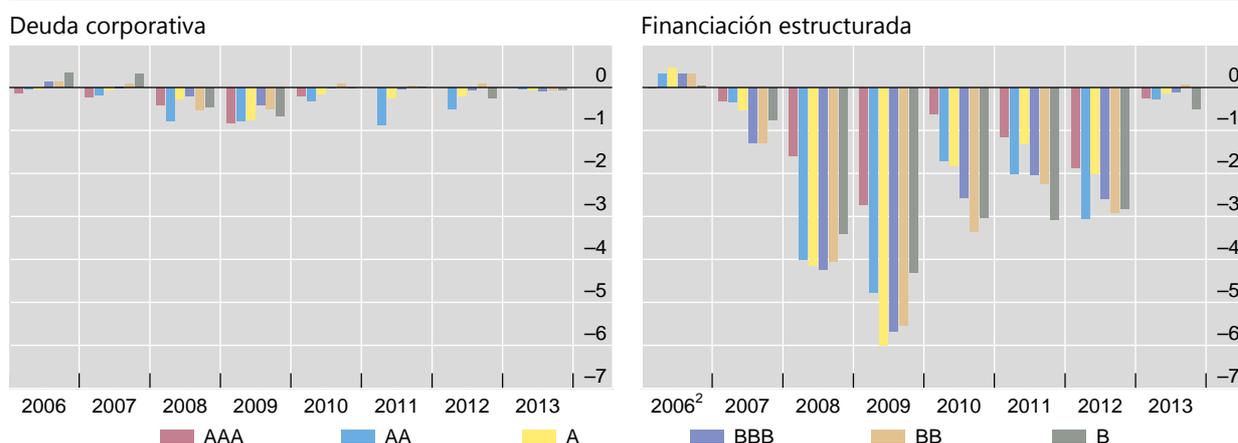
Los riesgos de la financiación estructurada: respuestas regulatoras

La crisis reveló graves deficiencias en el mercado de titulización. Las abruptas revisiones a la baja de las calificaciones de títulos de renta fija en 2008–09 obligaron a los bancos a captar rápidamente capital para cubrir exposiciones que quedaban en sus balances. Mientras que para los títulos de deuda del sector empresarial la rebaja fue en promedio inferior a un escalón, para los tramos de titulización con una calificación crediticia similar llegó a ser hasta de tres a seis escalones (Gráfico VI.B). Además, las rebajas de calificación de la deuda corporativa disminuyeron a partir de 2009, mientras que continuaron en el caso de los tramos de titulización hasta 2012. Esta disparidad reveló cómo modelos de riesgo defectuosos habían inflado artificialmente las calificaciones de algunos tramos preferentes, reduciendo con ello artificialmente las ponderaciones por riesgo exigidas por la normativa reguladora. Además, al asumirse infundadamente que los riesgos podían estimarse con gran precisión, aumentó la probabilidad de que los tramos intermedios de la estructura de capital de las titulizaciones estuvieran seriamente infracapitalizados.

Oscilación de las evaluaciones del riesgo de crédito¹

Promedio de recalificaciones crediticias en un año, en escalones

Gráfico VI.B



¹ Basada en el universo completo de calificaciones de Fitch. El color de cada barra corresponde a la calificación crediticia al inicio del año y su altura a su modificación media durante el año. Un número positivo (negativo) indica una mejora (deterioro) de la calificación. ² Solo instrumentos estadounidenses.

Fuentes: Fitch Ratings; cálculos del BPI.

Las recientes revisiones del marco de titulización tienen en cuenta estas lecciones^①. El nuevo marco incluye disposiciones del tipo «cumplir o explicar» para incentivar a los bancos a reducir su utilización de calificaciones externas, limita el número de métodos disponibles para calcular el capital regulador bancario y simplifica su jerarquía. Cabe destacar que el marco revisado introduce salvaguardias regulatoras contra la infracapitalización sin menoscabo de la sensibilidad al riesgo, es decir, exige más capital para las exposiciones de titulización que entrañan más riesgo.

En consonancia con la regulación sensible al riesgo, las titulizaciones menos complejas y más transparentes deberían estar sujetas a menores requerimientos de capital. Por ello, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y la Organización Internacional de Comisiones de Valores han propuesto conjuntamente una lista de criterios para ayudar a desarrollar carteras de activos subyacentes simples y transparentes^②.

Dicho esto, no puede negarse que la evaluación del riesgo de tales carteras aún seguirá entrañando una considerable incertidumbre. Ignorando esto aumentaría sustancialmente la probabilidad de tramos gravemente infracapitalizados.

La peculiaridad de los tramos de titulización es que pueden concentrar incertidumbre. Analizando titulaciones simples y transparentes, Antoniades y Tarashev muestran que la incertidumbre irreductible sobre la verdadera probabilidad de incumplimiento en la cartera de activos subyacente se revelaría predominantemente en los tramos intermedios de prelación (los tramos *mezzanine*)^①. Desconociendo esto, el marco de Basilea II dio lugar a «discontinuidades» (*cliff effects*) a través de las cuales pequeños errores de estimación condujeron a oscilaciones desproporcionadamente amplias en los requerimientos de capital para dichos tramos, ocasionando una grave infracapitalización y una deficiente valoración de los riesgos. Por consiguiente, la introducción de mecanismos de salvaguardia que protegen el capital en los tramos *mezzanine* en el marco revisado constituye un claro avance de cara a solucionar una importante fuente de vulnerabilidad en el sistema financiero.

① Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), *Basel III: Revisions to the securitisation framework*, diciembre 2014. ② Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y Consejo de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, documento de consulta, diciembre 2014. ③ A. Antoniades y N. Tarashev, «Titulaciones: la división por tramos genera incertidumbre», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2014.

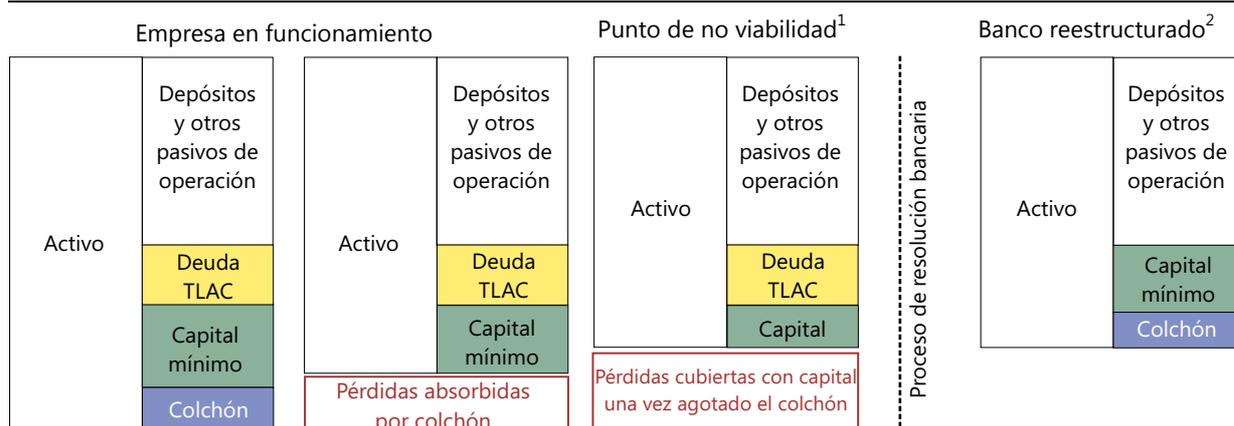
La capacidad de absorción de pérdidas de los bancos en caso de resolución

Las reformas normativas tras la crisis buscan reducir la exposición de la economía a las tensiones del sistema financiero, proponiéndose dos objetivos complementarios: garantizar niveles mínimos de resiliencia, de forma que se reduzca la probabilidad de quiebra de las sociedades financieras; y, si no obstante se produjera la quiebra, amortiguar sus efectos sobre el sistema y la economía. El primer objetivo está integrado en la mayor exigencia de las normas de capital y liquidez de Basilea III para los bancos en cuanto empresas en funcionamiento; el segundo, en las medidas para mejorar la eficiencia de la resolución cuando un banco alcance el punto de no viabilidad. A la luz del segundo objetivo, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha publicado una relación de principios clave para una resolución eficiente y ha propuesto nuevas normas sobre la suficiencia de la capacidad de absorción de pérdidas de los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) en caso de resolución: la capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC)①.

Los requerimientos TLAC complementarían la capacidad de absorción de pérdidas del capital regulador de Basilea III. En líneas generales, un banco que desempeñe sus actividad con normalidad tendría suficiente capital para satisfacer los requerimientos reguladores de capital mínimo y de colchones a que esté sujeto, así como suficientes pasivos con capacidad de absorción de pérdidas («pasivos TLAC») (Gráfico VI.C, primer panel). Los «colchones» de capital constituyen la primera línea de defensa del banco: absorben las pérdidas iniciales y permiten a la entidad seguir prestando sus servicios de intermediación sin interrupción (segundo panel). Un banco que siga en funcionamiento continúa satisfaciendo sus requerimientos de capital mínimo y se considera capaz de responder ante perturbaciones adversas mediante la reposición de sus colchones de capital; por ejemplo, con beneficios no distribuidos. Sin embargo, en caso de pérdidas abultadas y persistentes, el banco podría dejar de satisfacer los requisitos mínimos, momento en el que es probable que se considere incapaz de recuperarse y por lo tanto inviable (tercer panel). El banco inviable entraría en proceso de resolución, durante el cual los pasivos TLAC se destinarían a un «rescate interno» (*bail-in*), es decir, se convertirían en capital o bien serían objeto de amortización contable. Esto permite a las autoridades recapitalizar la entidad en dificultades (o una entidad sucesora que asumiese sus actividades) de manera a obtener la confianza del mercado y prestar servicios clave (cuarto panel). En último término, TLAC es una fuente de capital previamente dotado, a la que cabe recurrir para facilitar un proceso de resolución sin contratiempos.

El papel de TLAC en caso de resolución: ejemplo ilustrativo

Gráfico VI.C



La altura de los rectángulos responde exclusivamente a motivos de legibilidad del gráfico y no representa la situación de ningún banco real ni el tamaño relativo de los componentes del pasivo en el marco de Basilea III y la propuesta TLAC.

¹ Los pasivos distintos de TLAC también están expuestos a pérdidas en caso de resolución, con arreglo a la prelación de acreedores aplicable en virtud del régimen de resolución pertinente. ² Un banco en resolución o su entidad sucesora tendría uno o dos años para cumplir los requerimientos mínimos de TLAC (si sigue siendo un G-SIB).

La propuesta TLAC especifica el modo en que los bancos deben dotarse de esta capacidad de absorción de pérdidas adicional. Si bien los recursos admisibles como capital regulador de Nivel 1 o Nivel 2 ayudarían a cumplir el requerimiento TLAC en caso de resolución, se espera que al menos un tercio de lo requerido se satisfaga con pasivos frente a sus acreedores. Para poder utilizarse fácilmente con fines de un rescate interno, dichos pasivos deben satisfacer una serie de criterios. Uno de los principales es que los acuerdos legales especifiquen claramente la subordinación de los pasivos TLAC frente a otros pasivos más ligados a la operativa del banco, como los depósitos de clientes, operaciones con derivados y otras posiciones de negociación con entidades de contrapartida. Esto reduciría el riesgo de impugnación en los tribunales o de reclamación de compensaciones. Otros criterios estipulan que la deuda TLAC ha de ser sin garantía y su vencimiento residual superior a 1 año para que pueda seguir disponiéndose de una cantidad suficiente cuando el banco se aproxime al punto de inviabilidad. El objetivo de la propuesta TLAC es que la resolución de un banco en quiebra no recaiga sobre los contribuyentes y se realice sin contratiempos, ya sea mediante una recapitalización y reestructuración o una liquidación ordenada.

El nivel de requerimientos TLAC se determinaría por referencia a los actuales parámetros reguladores. Los títulos que integren el TLAC tendrían que equivaler al menos al valor más alto entre (i) 16%–20% de los activos ponderados por riesgo del banco^① y (ii) el doble del nivel de capital que satisfaga el requisito del coeficiente de apalancamiento del banco con arreglo a Basilea III. Esa cantidad constituiría un mínimo, quedando a la discreción de las autoridades nacionales imponer exigencias adicionales a las instituciones bajo su jurisdicción. La fecha en que habrán de aplicarse los requerimientos TLAC aún no se ha fijado, pero no será antes de enero de 2019.

Fundamentalmente, la eficacia de TLAC depende de que complemente a otros elementos del marco prudencial y del régimen de resolución. El diseño propuesto es compatible con el marco de Basilea III: preserva la integridad de las normas de capital y liquidez y respalda su objetivo de potenciar la resiliencia de los bancos mientras sigan en funcionamiento. Los recursos TLAC se utilizarán una vez que la entidad se declare inviable y ayudarán a las autoridades encargadas de la resolución a reponer los colchones de Basilea III en una institución reestructurada. Además, TLAC tendrá que articularse bien con los regímenes de resolución existentes y con otros que puedan instaurarse, así como con diferentes estructuras organizativas. A medida que se concreten las normas y se calibren las cifras objetivo, será importante que el marco mantenga suficiente flexibilidad para dar cabida a regímenes de resolución y a estrategias que difieren entre jurisdicciones y empresas.

^① Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution*, documento de consulta, noviembre 2014. ^② Las normas definitivas especificarán el número exacto dentro de este rango.

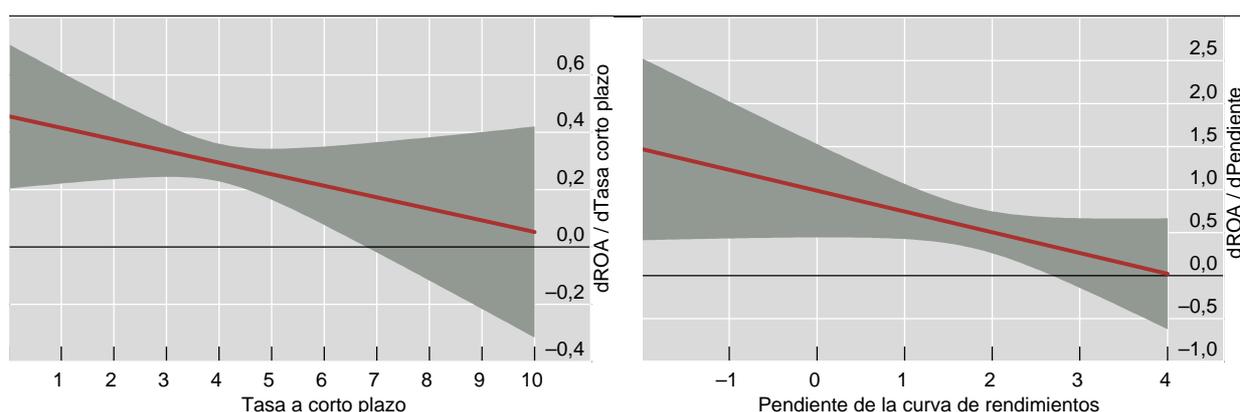
Política monetaria y rentabilidad bancaria

La prolongada acomodación monetaria podría menoscabar la rentabilidad bancaria, ya que unas menores tasas de interés a corto plazo y una curva de rendimientos más plana merman los ingresos netos por intereses, al reducir, respectivamente, los márgenes de los bancos y sus beneficios por la transformación de vencimientos. Esto no se ve compensado por el efecto positivo de las tasas de interés más bajas sobre las provisiones para insolvencias crediticias, mediante menores costes del servicio de la deuda y probabilidades de incumplimiento. Tampoco se ve contrarrestado por el aumento de los ingresos distintos de intereses, procedentes del impacto positivo de las menores tasas de interés sobre las valoraciones de los títulos. De hecho, Demirgüç-Kunt y Huizinga^①, con datos agregados del sector bancario de 80 países industriales y en desarrollo, concluyen que un recorte de las tasas de interés generalmente reduce la rentabilidad bancaria. Alessandri y Nelson obtienen resultados similares con datos de bancos del Reino Unido^②.

El BPI corrobora estos resultados con una muestra de 109 grandes bancos internacionales con sede en 14 economías avanzadas principales^③. No obstante, el estudio del BPI también observa que el efecto sobre la rentabilidad bancaria de las variaciones en la estructura de tasas de interés —es decir, la tasa a corto plazo y la pendiente de la curva de rendimientos— aumenta conforme caen las tasas de interés y se aplanan las curvas de rendimiento. Para la tasa de interés a corto plazo, este efecto no lineal refleja, entre otras cosas, una reducción del «efecto de dotación de depósitos» sobre la rentabilidad bancaria con tasas de interés bajas: dado que las tasas de depósito no pueden caer por debajo de cero, al menos no de forma significativa, el margen (la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa de depósito) se comprime cuando las tasas oficiales son muy bajas. Para la pendiente de la curva de rendimientos, esta no linealidad puede surgir de la demanda de préstamos y servicios bancarios a largo plazo y de las provisiones. El Gráfico VI.D muestra que cuanto menor sea la tasa de interés a corto plazo y la pendiente de la curva, mayor es su efecto sobre el rendimiento sobre activos (ROA). Por ejemplo, se estima que un recorte de la tasa oficial a corto plazo desde el 1% al 0% reduciría el ROA en 0,4 puntos porcentuales a lo largo de un año, es decir, el doble de lo que ocasionaría un descenso de la tasa a corto plazo del 7% al 6% (panel izquierdo). Igualmente, un aplanamiento de la pendiente de la curva de rendimientos de -1 a -2 puntos porcentuales resta 1,2 puntos porcentuales al ROA en un año, el doble de lo que ocurriría si la curva pasara de 2 a 1 punto porcentual (panel derecho).

Efectos de los cambios en la estructura de tasas de interés sobre el ROA de los bancos

Gráfico VI.D



ROA = beneficios antes de impuestos divididos entre activos totales; Tasa a corto plazo = tasa interbancaria a tres meses, en porcentaje; Pendiente de la curva de rendimientos = diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y la tasa interbancaria a tres meses, en puntos porcentuales. El eje de ordenadas representa la derivada del ROA respecto a la tasa a corto plazo (panel izquierdo) y la pendiente de la curva (panel derecho), en puntos porcentuales. El área sombreada representa bandas de confianza del 95%.

Fuente: cálculos del BPI.

Según nuestras estimaciones, el efecto negativo sobre la rentabilidad bancaria causado por el recorte de la tasa de interés a corto plazo se vio contrarrestado con creces por el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en los dos primeros años de la Gran Crisis Financiera (2009-10). En conjunto, y manteniendo constantes el resto de factores, estos cambios contribuyeron al incremento del ROA en 0,3 puntos porcentuales en promedio en los 109 bancos de la muestra. En los cuatro años siguientes (2011-14), la nueva caída de las tasas a corto plazo y el aplanamiento de la curva de rendimientos contribuyeron a una reducción acumulada del ROA de 0,6 puntos porcentuales. Estos resultados también se mantienen cuando se tienen en cuenta las diferentes condiciones del ciclo económico y las características específicas de los bancos, como su tamaño, liquidez, capitalización e incidencia de la financiación de mercado.

① A. Demirgüç-Kunt y H. Huizinga, «Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence», *World Bank Economic Review*, n° 13(2), 1999, pp 379–408. ② P. Alessandri y B. Nelson, «Simple banking: profitability and the yield curve», *Journal of Money Credit and Banking*, n° 47(1), 2015, pp 143–75. ③ C. Borio, L. Gambacorta y B. Hofmann, «The influence of monetary policy on bank profitability», *BIS Working Papers*, 2015 (de próxima publicación).

Tratamiento regulador de exposiciones soberanas: hacia una mayor sensibilidad al riesgo

El marco de Basilea exige requerimientos reguladores mínimos proporcionales a los riesgos subyacentes^①. Esta es la filosofía básica del marco. Dicho esto, una serie de jurisdicciones nacionales aplican un tratamiento preferencial a las exposiciones soberanas, especialmente en relación con las exposiciones corporativas no financieras, lo que debilita la sensibilidad al riesgo de los requerimientos reguladores^②. Dado que las distorsiones resultantes pueden minar la estabilidad financiera, han surgido iniciativas de política para reconsiderar el enfoque prescrito por la regulación bancaria para exposiciones soberanas.

En su forma más clara, el tratamiento preferencial se aplica a exposiciones en la moneda local del soberano prestatario y financiadas por el banco en esa misma moneda. Las autoridades nacionales tienen la opción, aunque no la obligación, de permitir ponderaciones por riesgo mucho menores para esas exposiciones que para exposiciones a empresas privadas con características de riesgo similares. A menudo, e independientemente de la calificación del soberano, la ponderación por riesgo reducida es cero. Así ocurre actualmente con el Método Estándar para el riesgo de crédito en la cartera de inversión, así como con los métodos actuales y propuestos para el riesgo específico de la cartera de negociación^③.

En cuanto al tratamiento del riesgo de liquidez, la deuda soberana es una inversión atractiva, y posiblemente seguirá siéndolo. Un ejemplo es el enfoque regulador para exposiciones soberanas con ponderación por riesgo cero, que se admiten sin limitaciones como activos líquidos de alta calidad en los requerimientos de liquidez de los bancos. Otro ejemplo son las normas propuestas para la cartera de negociación, que exige a los bancos evaluar el riesgo de sus exposiciones sobre determinados horizontes. Si bien el riesgo estimado aumenta mecánicamente con el horizonte de evaluación, dicho horizonte es menor para títulos más líquidos que son más fáciles de vender en momentos de tensión. Dada la elevada liquidez histórica de los títulos soberanos, se proponen horizontes de evaluación asociados que son dos o tres veces más cortos que los requeridos para títulos corporativos de igual calificación.

Además, las exposiciones soberanas han estado exentas de límites de concentración en las normas reguladoras para grandes exposiciones. No sorprende por tanto que hayan ocupado un lugar destacado en los balances de los bancos. En una muestra de 30 bancos grandes de todo el mundo, la proporción de exposiciones soberanas en la cartera de inversión aumentó desde aproximadamente el 12% en 2004 al 20% a finales de 2013^④. En la periferia de la zona del euro, la proporción de las tenencias de los bancos de su propia deuda soberana respecto a sus activos totales ha aumentado de forma continuada: desde un 3% en 2008 hasta más del 8% a finales de 2014^⑤.

Esto ha reforzado la interdependencia entre bancos y soberanos. Durante décadas, los bancos han dependido de ayuda implícita y explícita de los soberanos para mejorar sus calificaciones y reducir sus costes de financiación. En los últimos tiempos, el trato regulador preferencial de las exposiciones soberanas ha permitido a bancos que ya de por sí tenían dificultades socorrer a los gobiernos con problemas. El efecto desestabilizador de estos vínculos bidireccionales pasó a primera plana durante la crisis de deuda soberana de 2010-11, que llevó las tensiones financieras a nuevos máximos.

Estas experiencias han alentado la reconsideración del tratamiento regulador de las exposiciones soberanas. Los primeros pasos en esta dirección están relacionados con el tratamiento de la ayuda del soberano a los bancos en el Método Estándar para el riesgo de crédito. Los cambios propuestos para este método no permitirían a un banco prestamista reducir la ponderación por riesgo de su exposición interbancaria refiriéndose a la calificación del soberano del banco prestatario. De llevarse a la práctica, estos cambios alinearían en mayor grado el requerimiento de capital del banco prestamista —y en último término la tasa de interés activa— con el nivel de riesgo del banco prestatario^⑥. Además, los futuros requerimientos sobre el coeficiente de apalancamiento proporcionarán, entre otros, un contrafuerte al tamaño de las exposiciones soberanas para un nivel determinado de capital bancario. No obstante, debe seguir avanzándose en materia de tratamiento regulador de las exposiciones soberanas en sí.

Es importante reconocer que el estatus preferencial de los soberanos se basa en un argumento equívoco, pues depende de que los bancos centrales estén dispuestos a monetizar deuda soberana en moneda local a fin de impedir el impago de esa deuda. Sin embargo, como muestran los acontecimientos recientes en la zona del euro, no puede aplicarse una solución de este tipo en un área monetaria sujeta a condiciones macroeconómicas que no parecen estar alineadas con las necesidades de un determinado soberano en dificultades. Este argumento también se ve debilitado por una serie de impagos en la historia de deuda soberana en moneda local, principalmente en las EME. Aun cuando la monetización evite el impago del soberano, socava la independencia del banco central y la confianza del mercado en la moneda local. Esto, a su vez, podría provocar elevada inflación y una crisis de la moneda, que afectarían adversamente al sistema bancario. Todas estas consideraciones ensalzan los méritos de buscar un alineamiento más cercano entre los requerimientos reguladores para las exposiciones soberanas y la probabilidad de que el soberano entre en dificultades.

① Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Basilea II: Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado – versión integral*, junio 2006. ② Véase Banco de Pagos Internacionales, «Tratamiento del riesgo soberano en el marco de capital de Basilea», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2013. ③ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Fundamental review of the trading book: outstanding issues*, documento de consulta, diciembre de 2014. ④ A partir de datos del BCBS. ⑤ Véase European Systemic Risk Board, *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, 2015. ⑥ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Revisión del Método Estándar para el riesgo del crédito*, documento de consulta, diciembre 2014.