

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

El sistema financiero tras la crisis actual: algunas tendencias

Santiago Fernández de Lis

Alfonso García Mora

*Paula I. Papp**

1. Algunas tendencias en la evolución del sistema financiero internacional

La grave crisis financiera internacional desencadenada en el verano de 2007 ha cuestionado profundamente las bases de funcionamiento del sistema financiero internacional. La desaparición de la banca de inversión, al menos tal y como estaba concebida hasta ahora, las masivas ayudas públicas al sector financiero, la dilución de las fronteras entre bancos y otros intermediarios financieros, y el fracaso del modelo de "originar para distribuir" son algunas de las implicaciones de esta crisis, que transformará el funcionamiento de los intermediarios financieros en general, y de los bancos en particular, en los próximos años. Esta crisis también ha revelado una excesiva confianza en la disciplina de mercado y en los mecanismos de autorregulación, lo que traerá consigo, posiblemente, un reforzamiento de la regulación financiera, cuya permisividad se encuentra en la base de algunos de los problemas detectados. Aunque resulta difícil anticipar las líneas de evolución futuras en un entorno cambiante como el actual, a continuación se esbozan algunas de las tendencias que podrían marcar el futuro del sistema bancario.

Mayor uniformidad de la regulación. Especialización basada en la vocación

La crisis iniciada en el segmento norteamericano de hipotecas de baja calidad ha puesto de manifiesto las defi-

ciencias de una regulación financiera diferenciada de distintos tipos de intermediarios, basada en distinciones legales con poca o ninguna conexión con su actividad real. En un mundo de vasos comunicantes, las posibilidades de arbitraje regulatorio introducen un incentivo a que los flujos financieros se canalicen a través de los segmentos menos regulados y más opacos. El auge del llamado "sistema bancario en la sombra", con menores requisitos de capital y controles de riesgos más laxos, es un reflejo de los fallos de este tipo de regulación.

Sería un error intentar restablecer las antiguas fronteras entre la banca minorista y la banca de inversión (la regulación Glass-Steagal en Estados Unidos), porque esta distinción no sería creíble. Una vez puesto de manifiesto que las autoridades acudirán al rescate de cualquier entidad sistémica, una nueva delimitación del perímetro regulatorio basada en criterios funcionales debe buscar una cierta credibilidad. En los próximos años asistiremos a intensos debates sobre la uniformidad de la regulación, así como la correspondencia entre regulación y redes de protección. También cobrará más importancia el análisis macroprudencial (es decir, de los riesgos sistémicos), basado en una batería de indicadores de alerta temprana, por oposición al tradicional enfoque microprudencial de la supervisión bancaria.

Es esencial, en fin, restaurar los incentivos para que vuelva a funcionar la disciplina de mercado, lo que exige eliminar los mecanismos que introducen estímulos artificiales para la canalización de los flujos financieros por circuitos paralelos. Esta crisis no es el fin de la titulización, cuya racionalidad económica sigue existiendo; pero la colocación a terceros de carteras de préstamos se hará en el futuro con muchas más garantías y un control adecuado de los incentivos a una originación de créditos prudente.

* Analistas Financieros Internacionales.

Instituciones financieras: ¿demasiado grandes para caer o demasiado grandes para ser rescatadas?

Uno de los aspectos más preocupantes de la presente crisis es la creación de una expectativa de rescate de toda institución sistémica, junto con una ampliación notable del ámbito de entidades financieras cuya caída se considera demasiado perturbadora como para que las autoridades la puedan permitir. Los rescates masivos de entidades financieras, junto con las ayudas de diverso tipo y el cariz marcadamente expansivo que han adoptado las políticas fiscales, han supuesto un deterioro notable de las perspectivas de las finanzas públicas. Pero la capacidad de endeudamiento de los gobiernos no es ilimitada; a partir de un cierto umbral –tanto más bajo cuanto menor sea el nivel de desarrollo del país– se plantean problemas de sostenibilidad de la deuda pública.

Por otro lado, la expectativa de rescate incondicional de las entidades que superen cierto tamaño introduce incentivos perversos a los procesos de concentración bancaria. Las fusiones o adquisiciones deben basarse en análisis de viabilidad empresarial, nunca en una percepción de que, en su caso, los errores propios serán cubiertos con fondos públicos. Por otro lado, este tipo de expectativa distorsiona las condiciones de competencia en los mercados financieros en perjuicio de las entidades de menor tamaño. Una de las tareas más complicadas para las autoridades financieras en los próximos años será restablecer los incentivos correctos para las decisiones sobre el tamaño óptimo de las entidades financieras, seriamente distorsionados por las decisiones adoptadas recientemente

Intervención de Estado: estrategias de salida

La crisis ha obligado a los gobiernos de los principales países a una gama muy amplia de intervenciones en apoyo del sistema financiero: desde mecanismos de inyección de liquidez cada vez más amplios y heterodoxos hasta nacionalizaciones totales o parciales, pasando por garantías en las emisiones públicas de deuda bancaria, compras de títulos tóxicos y ampliaciones del seguro de depósitos. Estas intervenciones han evitado un colapso del sistema financiero internacional que hubiera sido muy dañino, pero a medio plazo existe el riesgo de que puedan generar otro tipo de problemas: distorsiones en la competencia (de manera destacada en el mercado único europeo), relajación de los incentivos de los gestores bancarios, asignación de recursos según criterios políticos y creación de expectativas de apoyo estatal indefinido, entre otros. Es por ello preciso disponer de una estrategia de salida clara y realista, así como ejecutarla

de manera independiente de los vaivenes políticos. Y ello debe venir acompañado de un rediseño creíble de las redes de seguridad del sistema financiero.

Hacia una regulación financiera más anti-cíclica

Esta crisis ha puesto de manifiesto algo que, si bien ya era conocido antes, se ha revelado con una enorme virulencia: la capacidad del sector financiero para amplificar los ciclos de la economía real. Desde los estudios de Minsky y Kindleberger en los años setenta la teoría económica había analizado los mecanismos por los cuales el sector financiero tiende a alimentar la excesiva asunción de riesgo en la fase de auge y la excesiva prudencia en la fase de recesión. Los mercados financieros internacionales avivaron la burbuja inmobiliaria en los años centrales de esta década en una serie de países, de manera destacada algunas economías anglosajonas y España; de igual modo, la contracción del crédito y el proceso de desapalancamiento están agudizando la fase recesiva.

El debate en esta ocasión se ha centrado no tanto en si el sistema financiero es pro-cíclico (lo que resulta obvio) sino en si ciertos cambios recientes en la regulación financiera han contribuido a exacerbar esta tendencia. En concreto, las normas contables internacionales, con su énfasis en la contabilización de los activos financieros a valor de mercado, han podido contribuir a exagerar tanto la fase de alza como la de caída; y las reformas ligadas a la introducción de Basilea-II, en la medida en que descansan en una mayor sensibilidad al riesgo de los requisitos de capital, han podido tener un efecto similar.

El problema de fondo es que el riesgo es procíclico y, en la medida en que queramos que el capital cubra el riesgo, es difícil evitar que los recursos propios oscilen también de manera cíclica. Ahora bien, es posible introducir elementos que suavicen esta pauta, como las provisiones dinámicas en España, los límites a la relación entre préstamo y valor del colateral en los préstamos con garantía, los límites al apalancamiento o al nivel y composición de los recursos propios de las entidades financieras. Estas iniciativas se encuentran en discusión en diversos foros internacionales¹, así como una regulación del capital que suavice las fluctuaciones del esfuerzo de captar recursos propios a lo largo del ciclo. Paralelamente, la regulación financiera tenderá a prestar más atención al riesgo de liquidez.

Es importante, no obstante, que todas estas reformas no sólo no se hagan al precio de una pérdida de transpa-

¹ Financial Stability Forum (2009): "Report on Addressing Procyclicality in the Financial System"

rencia en la contabilidad del sector financiero, sino que sean compatibles con una profundización de esta transparencia. No hay que olvidar que esta crisis tiene su origen, en parte, en una excesiva opacidad de ciertos segmentos del sistema financiero. Deberíamos encaminarnos, por tanto, a un sistema más transparente, pero menos pro-cíclico, algo que puede parecer la cuadratura del círculo, pero que puede conseguirse con un esfuerzo de entendimiento entre las autoridades financieras y contables.

Bancos internacionales, reguladores locales

Esta crisis ha puesto de relieve, una vez más, las graves implicaciones que tiene la asimetría entre unos mercados e intermediarios financieros de carácter global y unos reguladores locales que, si bien han hecho un cierto esfuerzo de armonización en los últimos años (por ejemplo, Basilea-II), se han adaptado con notable retraso. La crisis ha revelado también las profundas conexiones entre los bancos de los principales países y el rápido contagio de los problemas de unos bancos a otros. Los sistemas bancarios de amplias regiones emergentes (América Latina, Europa central y del este) cuentan con una participación mayoritaria de bancos extranjeros, por lo que el potencial de contagio es, en su caso, incluso mayor.

Ha quedado patente que los mecanismos de coordinación en la resolución de las crisis financieras son manifiestamente inadecuados. El principio de control por parte del organismo supervisor donde reside la matriz se ha puesto en cuestión, así como la viabilidad del modelo basado en sucursales (donde el aseguramiento de los depósitos corresponde al país de origen). Se ha propuesto (y se ha empezado a implementar) la creación de colegios de supervisores para las entidades financieras de dimensión internacional. Y se está avanzando hacia una mayor estandarización de la regulación financiera internacional, aunque éste es un proceso lento que llevará años desarrollar.

Los centros *off-shore* han sido también objeto de atención en los debates sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. Aunque no directamente involucrados en la generación de la crisis actual, estos centros financieros "no cooperativos" han sido responsables de cierta convergencia a la baja de los estándares regulatorios, en la medida en que su competencia ha inducido a los principales centros financieros a relajar los controles, ante el temor a la pérdida de cuota de mercado. Cabe confiar en que esta tendencia permita restablecer estándares regulatorios más adecuados.

2. Necesidades de transformación del sistema financiero español

Como se ha señalado en el epígrafe anterior, la crisis financiera, desencadenada en el verano de 2007, ha supuesto un punto de inflexión en el escenario financiero internacional. Si bien la exposición directa al factor que dio origen a la crisis ha tenido un impacto sólo marginal sobre el sistema financiero español —al mantener éste una escasa exposición en bonos relacionados con el mercado *subprime* norteamericano—, existen ciertos mecanismos de transmisión que han socavado las bases sobre las que se había sustentado su crecimiento durante la última década:

- Dificultades de financiación en los mercados mayoristas, especialmente relacionados con productos estructurados vinculados al mercado hipotecario.
- Corrección de los precios de la vivienda.

La escasa exposición directa de las entidades españolas al mercado *subprime* norteamericano se explica, en parte, por la boyante situación de la demanda de crédito interna en el período de auge. Esta situación generó que las entidades españolas apenas tuvieran capacidad de colocar excedentes de liquidez en mercados externos. En este sentido, su problema en los últimos años fue más bien el contrario: cómo financiar el crecimiento del activo, con una base de depósitos que crecía sistemáticamente entre 5 y 15 puntos por debajo del crédito. Esto explica el recurso a la emisión de cédulas, y a la titulización, como vías de captación de recursos —aunque no, como en el caso norteamericano, para la transferencia del riesgo—. Por lo tanto, y en relación al primero de los mecanismos de transmisión mencionados, cuando estos mercados se secaron súbitamente en el verano de 2007, las entidades españolas se vieron privadas de una de sus principales fuentes de recursos, a lo que reaccionaron apelando a fuentes alternativas con menores plazos (préstamos del Eurosistema, otras medidas del gobierno como avales o el FAAF —Fondo de adquisición de activos financieros—, y generando una guerra de pasivo por los depósitos tradicionales) y restringiendo o endureciendo las condiciones de concesión del crédito, lo que, a su vez, puso en marcha el proceso de "desaceleración financiera", que realimentó la crisis del sector inmobiliario y la economía en general.

En lo que respecta al mecanismo de corrección de los precios de la vivienda, en España la tasa de variación de los mismos mostraba crecimientos hasta 2007, retrocediendo un 3,2 por 100 hacia el cierre de 2008. Este comportamiento continuó acentuándose durante el primer trimes-

tre de 2009, a cuyo cierre registraba una variación interanual negativa de casi un 7 por 100. Esta fuente de contagio ha sido crucial en la extensión de la crisis a los países donde el auge inmobiliario había sido mayor, como es el caso de España.

Ambos mecanismos han afectado con crudeza a la economía real y el sistema financiero debido, fundamentalmente por su elevada dependencia del sector inmobiliario y la construcción, que en 2006 mantenía un peso en el PIB del 12 por 100, y explicaba el 23 por 100 del crecimiento y el 35 por 100 de la creación de empleo en el período 1998-2006.

Pero, la importancia de este sector no se limita sólo al sector real. Por el contrario, en cuanto respecta al sistema financiero español, el marcado sesgo del negocio minorista hacia el sector de la construcción e inmobiliario, no sólo se ve reflejado en el 60 por 100 del saldo vivo y en el casi 75 por 100 del crecimiento de la inversión crediticia en los últimos años —que responde a los componentes relacionados directamente con créditos a familias para la adquisición de viviendas, promotores inmobiliarios y al sector en general—, sino también en la composición de los resultados, donde el crédito hipotecario constituye la principal fuente de ingresos de la banca minorista de particulares, mostrando una escasa diversificación entre productos generadores de ingresos.

Asimismo, existen serias consecuencias estratégicas relacionadas con este sesgo. Durante la última década, derivado de una conjunción de factores (entre los cuales se encuentra el crecimiento demográfico, la elevada inversión extranjera residencial, las mejoras de la renta disponible, los menores tipos de interés y la relajación de las condiciones de préstamos), la demanda de viviendas aumentó significativamente. Ante ello, las entidades financieras optaron por financiar en porcentajes elevados el desarrollo de la promoción inmobiliaria, con el objetivo de conseguir la captación del cliente finalista, una vez que se produjera la subrogación del préstamo promotor original. Es así como la banca adoptó estructuras orientadas fuertemente a generar volumen de negocio, en detrimento de la rentabilidad, llevando a que se triplicara el volumen de negocio del sector mientras que el margen por unidad de negocio se redujo en un 35 por 100. En la carrera por conseguir volumen se inició un proceso de expansión de oficinas sin precedentes, muchas de ellas ligadas al desarrollo de promociones inmobiliarias financiadas por la misma entidad.

En definitiva, el modelo de crecimiento imperante en la última década se sostuvo sobre los pilares de mayor cercanía al cliente —y, por tanto, de expansión de la red de oficinas—, apoyado en el dinamismo del mercado inmobiliario

y el acceso a los mercados mayoristas, que permitió suplir el insuficiente ahorro nacional. Consecuentemente, se generó un incremento muy significativo de los volúmenes, un sustancial aumento del grado de apalancamiento de las entidades financieras y un deterioro de los márgenes medios del negocio.

3. Implicaciones de la crisis sobre el sistema financiero español

La actual crisis financiera está alterando sensiblemente la definición del modelo bancario óptimo, tanto a medio como a largo plazo. El principal cambio radica en que no será factible —dada la reducción del crecimiento, el aumento del desempleo y la caída de la demanda de viviendas— continuar basando el modelo de crecimiento en volúmenes, como en la última década.

Más detalladamente, a medio plazo, el aumento de la morosidad, especialmente en aquellos segmentos relacionados con las actividades más perjudicadas por la crisis —inmobiliaria y construcción—, y en línea con el calendario de dotaciones correspondiente, impactará fuertemente sobre los resultados de las entidades, reduciendo los beneficios significativamente durante los próximos tres ejercicios.

Por otra parte, el incremento de la transparencia y la depuración de los excesos cometidos en la última década permitirán que, gradualmente, los mercados mayoristas relacionados con instrumentos de titulización recuperen su normalidad. Sin embargo, cabe esperar que la prima de riesgo asignada a estos instrumentos se eleve de forma considerable respecto a los niveles observados durante la década pasada. Este elemento tendrá un impacto sustancial sobre la estructura óptima de financiación de las entidades, que se enfrentarán a un mayor coste de financiación que deberán trasladar a los productos de activo, reduciéndose, por tanto, la demanda de préstamos y restringiendo aún más las posibilidades de crecimiento en términos de volumen.

De hecho, más allá del corto plazo y de las tensiones en la gestión de la liquidez, morosidad y capital que el actual contexto pueda generar en las entidades, el nuevo entorno de negocio, actual y previsto, configura un escenario claramente distinto al vivido durante la última década que, sin duda, conllevará repercusiones muy significativas en la estructura del sector financiero internacional y español.

Para analizar cuál podría llegar a ser el grado de ajuste del sector, partiremos de la definición de la función de producción. Sin ánimo de ser exhaustivos, el modelo productivo de

la empresa bancaria se podría aproximar a partir de una función de producción básica, en la que el valor añadido bruto (VAB) generado —suma del margen de activo, margen de pasivo, comisiones y otros ingresos financieros²—, debe ser igual a la suma de los siguientes cuatro factores:

- Pérdida esperada (PE), en función del riesgo asumido.
- Remuneración del factor trabajo o gastos de personal (GP)
- Gastos generales de explotación y administración (GG)
- Beneficio neto generado.

De tal forma que el VAB generado por el sector iría destinado a cubrir la pérdida esperada, los gastos generales, los gastos de personal y el restante determinará la rentabilidad del capital.

Durante los últimos quince años, el VAB generado por el sector con respecto al volumen de activos gestionados ha ido disminuyendo de forma considerable. Si en 1992, la rentabilidad media era superior al 3,5 por 100, en 2008 apenas superaba el 2 por 100. Sin embargo, a pesar de la disminución de la rentabilidad obtenida por los activos ges-

tionados, la distribución del VAB pone de manifiesto que dicho comportamiento se produjo gracias a una considerable disminución de los costes de transformación con respecto al volumen de activos gestionados, fruto del fuerte crecimiento de éstos. Así, las ganancias de eficiencia del sector —gracias a las economías de escala generadas con un creciente volumen de negocio— han permitido absorber la menor generación de VAB ajustado al riesgo, permaneciendo prácticamente constante el beneficio.

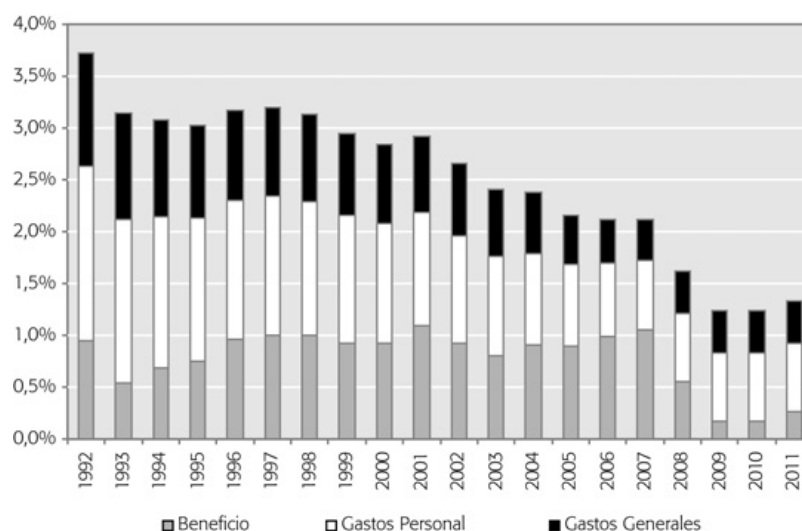
Sin embargo, en el entorno esperado para los próximos años, caracterizado por la reducción del crecimiento del negocio, la lentitud con la que cabe esperar se recomponga el margen de activo, como consecuencia de su escasa rotación y la presión que va a seguir existiendo en los márgenes de pasivo, el VAB del sector con respecto a los activos gestionados seguirá disminuyendo, con el consiguiente impacto en la rentabilidad del capital, a menos que se lleven a cabo los ajustes necesarios para disminuir la capacidad instalada.

En efecto, a partir del beneficio obtenido y del volumen de capital exigido para llevar a cabo dicha producción, en función de los activos gestionados, cabe extraer la rentabilidad del capital que, como se puede apreciar, ha permanecido, en general, por encima del 10 por 100 durante el período analizado.

Por lo tanto, el escenario al que se va a enfrentar el sector financiero, más allá de la presión que pueda ejercer en las cuentas de resultados a corto plazo, implica

² Ya sea por operaciones de mercado de capitales o por dividendos procedentes de inversiones en empresas industriales o negocios paraфинancieros.

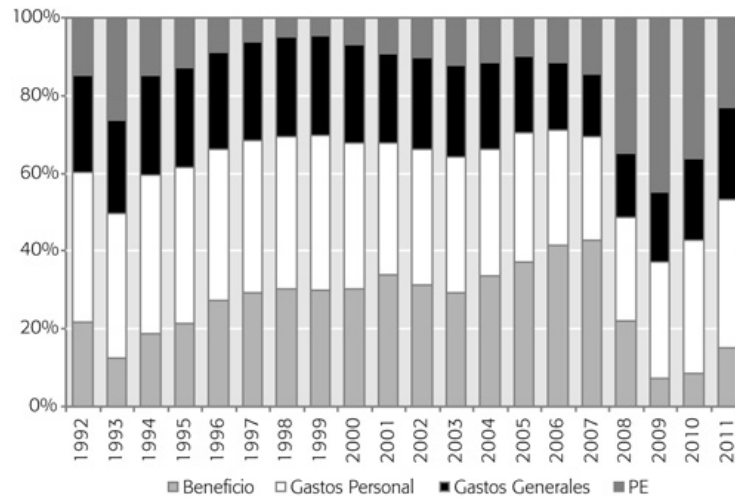
DESCOMPOSICIÓN POR FACTORES DE PRODUCCIÓN DEL VAB AJUSTADO AL RIESGO POR LA PÉRDIDA ESPERADA*



* Sería equivalente a la suma de: margen de activo, margen de pasivo, comisiones y otros ingresos financieros, menos dotaciones por deterioro.

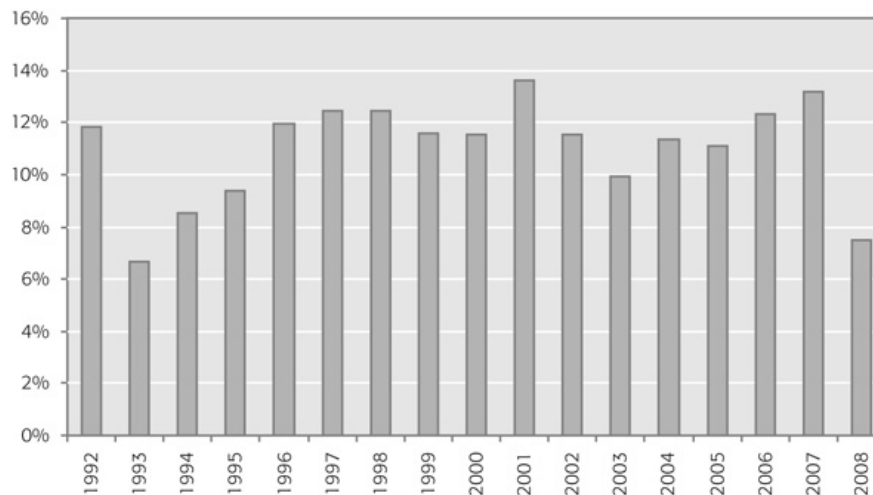
Fuente: AFI

PESO DE CADA FACTOR EN EL VAB GENERADO POR EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL



Fuente: AFI

ROE DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL



Fuente: AFI

un cambio estructural significativo. El menor volumen de negocio provocado por el desapalancamiento de los agentes económicos y el posible deterioro de los márgenes unitarios de negocio tradicional requerirá una reducción de la capacidad instalada del sector, so pena de que se produzca una disminución en el ROE del negocio y que se sitúe por debajo del mínimo exigible, que podríamos considerar debe mantenerse en un umbral mínimo del 8-10 por 100

Junto a ello no cabe duda de que el sector financiero se va a enfrentar a un entorno en el que será clave la innovación en la gestión de clientes y en la diversificación de productos generadores de ingresos —en línea con lo observado en otros países pertenecientes a la Unión Europea. Las transformaciones de medio plazo se acompañarán con tendencias a más largo plazo derivadas de fenómenos demográficos, como por ejemplo el envejecimiento de la población, que sin duda exigirán un desarrollo de nuevos productos y mercados.