

documents d'economia "la Caixa"

NÚM. 18 OCTUBRE 2010

Cap a una nova arquitectura financera

Oriol Aspachs-Bracons

Matthias Bulach

Jordi Gual

Sandra Jódar-Rosell



”la Caixa”

Estudis i Anàlisi Econòmica
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudis
Correu-e: publicacionsestudis@lacaixa.es

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - ”la Caixa”, 2010

© Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

Cap a una nova arquitectura financera

Oriol Aspachs-Bracons

Matthias Bulach

Jordi Gual

Sandra Jódar-Rosell

Resum:

El gran abast de la crisi financera internacional que hem viscut des del 2007 exigeix plantejar-se en quina mesura el que ha passat comportarà una transformació profunda del món financer i els seus principals actors. Amb aquesta finalitat, el present document repassa els mecanismes que han desestabilitzat els sistemes financers i descriu els canvis regulatoris que pretenen assegurar-ne el bon funcionament en el futur. Malgrat que els canvis suggerits fins ara van en la direcció adequada, algunes de les mesures proposades es desvinculen del seu objectiu fonamental i podrien tenir efectes no desitjats. D'aquesta manera, el document analitza també com incidirà tot això en el sector per donar lloc a una nova estructura competitiva. El resultat serà, molt probablement, un sistema financer amb entitats de mida mitjana més gran i una menor diversificació tant horitzontal com geogràfica. Els efectes sobre l'economia real podrien ser significatius durant la transició al nou model, per la qual cosa els detalls i els terminis d'adopció efectiva de la nova regulació seran crucials. A llarg termini, però, la major resistència del sector financer hauria de tenir efectes positius sobre la fortalesa del creixement econòmic.

Codis JEL: G21, G28, L10

Paraules clau: crisi financera, regulació, costos de transició, estructura competitiva, sistema bancari

Abstract:

In light of the enormous implications of the international financial crisis that broke out in 2007, it is essential to consider whether this is going to entail a deep transformation of the financial industry and its players. To this end, the present paper reviews the mechanisms that destabilized financial systems around the world and describes the regulatory changes aimed to ensure their proper functioning in the future. Although the proposed changes move in the right direction, some of the proposals depart from their fundamental objective and could have non-desired effects. In this respect, the paper analyses the influence of all these changes in the formation of a new competitive structure. The result will probably be a financial system with, on average, larger institutions and less horizontal and geographical diversification. The effects on the real economy could be significant during the transition period towards the new model and thus, both the final details and the implementation periods of the new regulations will be crucial. In the long term, nevertheless, the greater resilience of the financial sector should have a positive effect for the robustness of GDP growth.

JEL Codes: G21, G28, L10

Keywords: financial crisis, regulation, transition costs, competitive structure, banking system

ÍNDEX

| | |
|--|----|
| 1. Introducció | 5 |
| 2. La naturalesa financera de la crisi | 7 |
| 2.1. El cercle virtuós del sistema financer | 7 |
| 2.2. Per què va fallar? | 8 |
| 3. Conseqüències financeres de la crisi | 12 |
| 3.1. Canvis en el marc regulador | 12 |
| 3.2. Efectes estructurals de la crisi en el sistema financer | 15 |
| 4. La nova estructura competitiva | 22 |
| 4.1. Caracterització de l'estructura competitiva actual | 22 |
| 4.2. Canvis en l'estructura competitiva | 23 |
| 4.3. Canvis en la rendibilitat i el nivell de marges | 27 |
| 5. Efectes potencials sobre l'economia real | 29 |
| 5.1. Estimació dels costos de transició de la nova regulació | 29 |
| 5.2. Impacte en el nou estat estacionari | 31 |
| 6. Conclusions | 34 |
| Referències | 37 |

1. Introducció

El gran abast de la crisi financera internacional que hem viscut des del 2007 obliga qual-sevol analista dels sistemes financers moderns a plantejar-se en quina mesura això que ha passat comportarà una transformació profunda del món financer i dels seus principals actors. Ja s'han començat a produir alguns canvis importants. A Espanya, per exemple, el ràpid augment de la concentració, a causa del procés de consolidació de les caixes d'estalvis, i la reforma de la llei de caixes marcaran un punt d'inflexió en el desenvolupament del sector. Als Estats Units, la reforma aprovada pel Senat també canviarà profundament l'estructura competitiva de la indústria financera, entre altres coses, perquè la nova llei afavoreix la separació de les activitats que poden dur a terme la banca comercial i la banca d'inversió. En altres països avançats, com el Regne Unit, França i Alemanya, els canvis també prometen ser de gran envergadura.

Però la reforma del marc regulador no acaba aquí. La crisi ha posat de manifest que en molts països els instruments de regulació i supervisió de les entitats financeres no eren els més adequats. A fi i efecte d'evitar que en el futur es reproduïxin crisis tan profundes com la que hem registrat, les autoritats polítiques i econòmiques estan implementant un ampli programa de reformes el contingut del qual altera substancialment l'entorn competitiu del sector. En aquest sentit, un dels canvis més importants és el que experimentarà el marc de referència internacional per a reguladors i supervisors, conegut com a Basilea II.

Els grans trets d'aquests canvis són una més gran i millor capitalització de les entitats bancàries, un control més estricte sobre els nivells de liquiditat, un increment de la transparència en els contractes financers i les titulitzacions, i un intent de major control sobre el risc i el nivell de palanquejament assumit pel sector. Això no obstant, i malgrat la bondat d'aquestes grans línies de reforma en termes generals, el seu impacte final en el sector dependrà dels detalls de les regulacions finalment implementades i del calendari de la seva implementació. En tot cas, són canvis normatius que ben segur incidiran en la configuració general del sector financer i en el pes relatiu de les entitats de dipòsit.

Però els efectes de la crisi en l'entorn competitiu del sector no solament es faran sentir pel canvi del marc regulador. L'impacte de la crisi ha afectat directament el negoci bancari i això es veurà reflectit en canvis importants de l'activitat financera. S'espera que els dipòsits guanyin protagonisme respecte al finançament majorista pels seus menors costos i volatilitat, mentre que el capital guanyarà pes per les majors exigències regulatòries i del mercat. L'actiu bancari també experimentarà una reestructuració, sobretot, per la nova regulació i l'augment de les primes de risc. La major exigència de liquiditat augmentarà el pes del deute públic i d'altres actius segurs i líquids, potser en detriment del cost del crèdit a llars i empreses.

Tant els canvis regulatoris com els canvis en el negoci bancari poden transformar molt significativament l'entorn competitiu del sector financer en els pròxims anys. Per exemple, és molt probable que l'augment de la pressió regulatòria faci disminuir la mida mitjana de les entitats. Al mateix temps, les fortes pressions sobre la rendibilitat del sector, tant per uns costos més alts com per unes majors exigències per part dels inversors i reguladors, provocaran un canvi en els preus relatius dels productes (per tipus de canal, client, etc.) i

una redistribució de quotes de mercat entre entitats. Amb tot, un possible encariment del finançament bancari podria afavorir el desenvolupament dels mercats organitzats i això pot augmentar la inestabilitat del sistema financer en el seu conjunt, ja que han estat justament aquests mercats els que s'han situat a l'ull de l'huracà de la recent crisi financera.

La transformació que està experimentant el sector financer molt probablement afectarà la seva capacitat de desenvolupament i la seva contribució al creixement econòmic en general. Una bona reforma ha d'assegurar una capacitat de creixement tant del sector com de l'economia. Però, alhora, ha de mirar d'evitar que es repeteixin episodis d'inestabilitat financera com el que s'ha viscut en els darrers anys. No serà fàcil trobar l'equilibri. Per això, és fonamental analitzar amb detall les diverses forces que estan impulsant el procés de canvi, així com la possible reacció del sector.

2. La naturalesa financera de la crisi

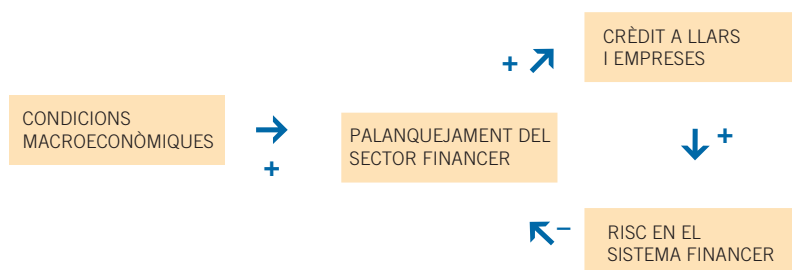
2.1. El cercle virtuós del sistema financer

El sector financer, com la resta de sectors de l'economia, creix durant la fase expansiva del cicle econòmic i s'ajusta durant els anys de recessió. Però la seva evolució és especialment important per a la bona marxa de l'economia. Durant les èpoques de bonança econòmica, l'augment de les oportunitats d'inversió es tradueix en un creixement més gran del crèdit. L'expansió del sector ha de ser la suficient per satisfer la major demanda creditícia i no desaprofitar l'augment de la rendibilitat de les inversions. D'altra banda, no ha de reaccionar en excés, ja que això podria escalfar en excés l'economia i generar inestabilitat financera. En canvi, si el sector no és capaç de finançar les empreses rendibles durant les fases baixistes del cicle, quan cau la demanda de crèdit i augmenta la incertesa, pot fer que les fases recessives siguin més llargues i profundes.

Hi ha diferents mecanismes que fan que l'evolució del sistema financer sigui més o menys equilibrada al llarg del cicle. El gràfic 2.1 els descriu de manera esquemàtica. En general, en èpoques de bonança econòmica hi ha menys incertesa i el risc de crèdit tendeix a disminuir. Això permet a les entitats financeres augmentar l'ús de recursos aliens per poder incrementar l'oferta de crèdit. Això no obstant, a mesura que se satisfan les oportunitats d'inversió més rendibles, l'augment del crèdit sol anar acompanyat d'un increment del risc. És llavors que entra en joc la dinàmica fonamental per reequilibrar el sistema financer. Els prestadors dels bancs, tenidors de deute i de capital fonamentalment, exigeixen una prima de risc més alta. Davant aquesta tessitura, les entitats financeres tenen dues opcions. Una possible alternativa consisteix a augmentar la dotació de capital i d'aquesta manera reduir el risc per als prestadors. L'altra opció és deixar de concedir crèdit als projectes més arriscats i així moderar el creixement de l'oferta de crèdit. Ambdues opcions redueixen el palanquejament de les entitats financeres i d'aquesta manera es restableix el cercle virtuós descrit. De tota manera, la segona opció sempre hauria d'acabar dominant, ja que un cop sobrepassat cert nivell de risc, incrementar l'oferta de crèdit no seria rendible atesa la quantitat de capital que exigiria el mercat i el regulador en contrapartida.

Per tot això, en termes generals, el sistema financer disposa de mecanismes automàtics que en principi temperen la seva evolució cíclica, tot generant un cercle virtuós d'estabilitat.

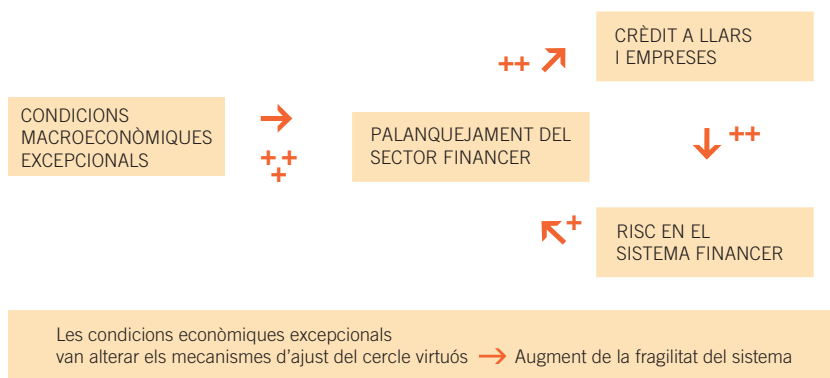
GRÀFIC 2.1 Cercle virtuós que assegura l'estabilitat del sector financer



2.2. Per què va fallar?

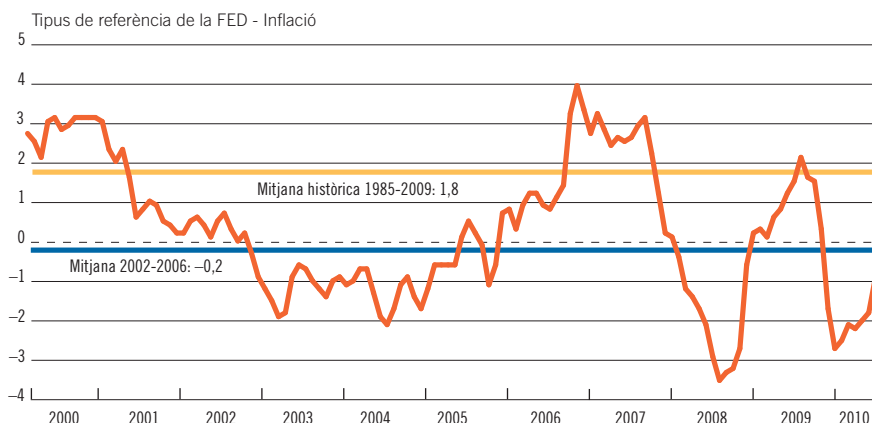
L'esquema que ens ha ajudat a descriure quins són els mecanismes que asseguruen el cercle virtuos d'estabilitat del sistema financer ens serveix també per il·lustrar els elements que el van desestabilitzar (vegeu gràfic 2.2). Durant els anys previs a la crisi, la pressió sobre els mecanismes que temperen l'evolució cíclica del sistema financer va ser tan gran que van deixar de funcionar. En primer lloc, les **condicions macroeconòmiques** van ser molt favorables a l'expansió del sector durant un període de temps excepcionalment llarg. De fet, els anys compresos entre la dècada dels noranta i el 2007, any en què va esclatar la crisi, se'ls coneix com la *great moderation*. Durant aquests anys, les principals magnituds macroeconòmiques van presentar una estabilitat insòlita fins llavors. És especialment notori el cas de la inflació i el creixement del PIB, amb una volatilitat que va ser singularment baixa. Les forces que van mantenir l'estabilitat macroeconòmica durant un període de temps tan llarg van ser diverses, però la política monetària duta a terme en la majoria de països desenvolupats hi va jugar un paper molt important. La inclusió en els mandats dels bancs centrals d'un objectiu explícit d'inflació, juntament amb una major independència per dur-lo a terme, va permetre mantenir les expectatives d'inflació ancorades i va facilitar un llarg període d'estabilitat i creixement.

GRÀFIC 2.2 Desestabilització del cercle virtuos



Això no obstant, tot té un preu. Per poder mantenir la inflació prop de l'objectiu i un bon ritme de creixement econòmic, molts bancs centrals es van veure obligats a portar el tipus d'interès de referència a mínims històrics (vegeu gràfic 2.3). Alan Greenspan i Ben S. Bernanke, per exemple, van permetre que el tipus d'interès real fos negatiu entre els anys 2002 i 2006. A més, cada vegada que l'economia va entrar en recessió la inflació va disminuir i, per tant, els tipus d'interès també. Això va fer que els mercats interpretessin que la Fed vindria a rescatar l'economia cada cop que es desaccelerés, la qual cosa va alimentar l'apetència pel risc.

GRÀFIC 2.3 Tipus d'interès reals als Estats Units



FONTS: Thomson Datastream i elaboració pròpia.

A aquest escenari, ja per si sol molt favorable a l'expansió del sector financer, hem d'afegir-hi l'efecte que va tenir durant aquests anys el fort creixement de l'economia xinesa. El seu model de creixement, basat en les exportacions i el manteniment del renmimbi infravalorat, va afavorir encara més l'alta liquiditat dels mercats. L'elevada taxa d'estalvi que la primera potència asiàtica ha mantingut al llarg de l'última dècada l'ha ajudat a impulsar la inversió en capital fix, però també va alimentar el fort creixement del crèdit en les economies avançades.

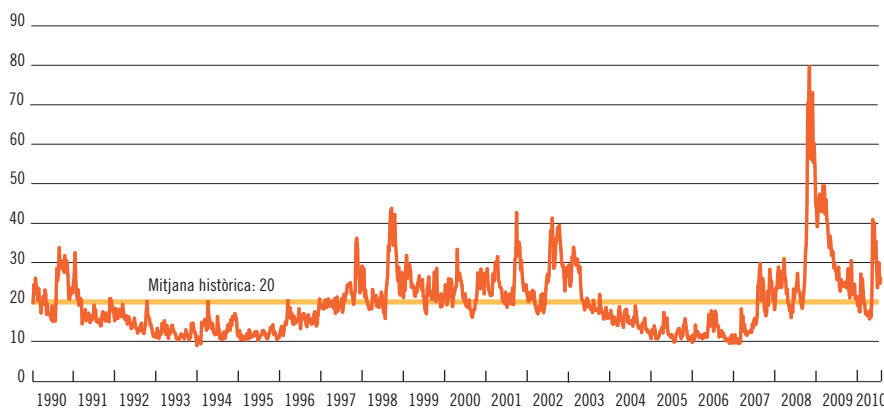
Així doncs, les condicions macroeconòmiques prevalents durant els anys previs a la crisi van fer que l'expansió del sistema financer fos més pronunciada que la que observaríem en un cicle expansiu típic. L'abundant liquiditat, per exemple, va afavorir una major profunditat dels mercats de finançament majorista. Això va facilitar l'accés al finançament de les entitats financeres i els va permetre augmentar l'oferta de crèdit a través d'un **palanquejament més gran**. L'abundant liquiditat també va afavorir el desenvolupament del model de negoci conegut com a *originate and distribute*, el qual va popularitzar la venda dels crèdits generats pels intermediaris financers, sobretot hipoteques, al mercat secundari a través de complexos productes financers. Aquest procés de titulització va permetre que el **creixement del crèdit** fos especialment pronunciat, que excedís el de l'oferta monetària i que en part es canalitzés a través del *shadow banking system*, el sistema financer que es troba fora de l'àmbit regulatori bancari.

A tots aquests factors que van pressionar a l'alça el creixement del crèdit, s'hi va sumar l'increment de la **presa de risc**, impulsat tant per factors de demanda com d'oferta. Els factors macroeconòmics comentats més amunt, com el manteniment dels tipus d'interès reals en terreny negatiu, van animar la demanda de crèdit. Aquesta demanda, a més, va rebre l'impuls addicional del fort augment del preu de l'habitatge. Atès que l'habitatge és l'actiu més utilitzat com a garantia de crèdit, l'augment del seu valor va permetre a les llars augmentar la seva capacitat d'endeutament.

Pel costat de l'oferta també hi va haver factors que van fer que l'augment del crèdit anés acompanyat de més risc. D'una banda, els esquemes de retribució prevalents en el sector financer estaven orientats a buscar el rendiment a curt termini de les inversions. A més, l'avaluació de la gestió d'un banc es basava moltes vegades en la quota de mercat aconseguida, i això va generar una enorme competència en volums a costa, en alguns casos, d'un risc més alt.

Però l'element clau que va trencar el cercle virtuós del sistema financer va ser que l'augment del risc no va estar acompanyat d'una major exigència de capital i, per tant, no hi va haver res que posés fre a l'augment del **palanquejament i del crèdit**. En general, el marc regulador exigeix a cada entitat un nivell de capital mínim en funció del risc pres. Segons aquesta fórmula, l'estabilitat del sistema financer queda garantida, atès que les entitats que presenten un perfil més arriscat també disposen d'un coixí més gran de capital per poder absorbir pèrdues potencials. Però en realitat aquest marc regulador no solament no va aconseguir garantir l'estabilitat del sistema financer, sinó que va acabar generant incentius perversos. Durant la fase expansiva del cicle, la percepció de risc va ser molt baixa, amb la qual cosa les exigències de capital es van reduir. Això va permetre que el palanquejament augmentés encara més i que disminuís la cobertura del sistema financer en termes de capital per absorbir futures pèrdues. Ni els prestadors dels bancs, ni els seus propietaris o les institucions encarregades de la seva supervisió, públiques i privades, van detectar l'augment real del risc en què estaven incorrent els intermediaris financers. Com va ser possible?

GRÀFIC 2.4 Índex VIX de volatilitat de la borsa dels Estats Units



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

La infraestimació del risc va ser-ne una de les causes principals. La prima de risc de tots els actius, inclosos els tradicionalment més arriscats, va arribar a mínims històrics durant els anys previs a la crisi (vegeu gràfic 2.4). Ni els models estadístics més sofisticats que es feien servir en el sector van alertar de l'augment del risc subjacent. És per això que el director financer de Goldman Sachs va exclamar l'estiu del 2007, quan va esclatar la crisi *subprime*, que «estem veient moviments de 25 desviacions estàndard. Això, segons els models utilitzats, són coses que només haurien de passar un cop cada 10 elevat a 140 anys». Part de la

incapacitat de detectar l'augment del risc va ser culpa de la major opacitat dels nous productes financers. En aquest sentit, les agències de ràting hi van tenir un paper central. Amb la globalització financera, als inversors els és més difícil conèixer la qualitat real de l'actiu en el qual inverteixen i s'han de refiar de l'anàlisi efectuada per les agències de ràting. Tenint en compte l'alta concentració del sector, format bàsicament per tres empreses, els errors de valoració que van cometre van tenir un fort impacte sistèmic.

A tot aquest panorama s'hi va afegir una gestió prudencial per part del supervisor bancari molt deficitària en la majoria de països desenvolupats. La resposta de les autoritats competents al desenvolupament dels nous productes financers i a les noves pràctiques d'intermediació financera va ser molt limitada. En aquest sentit, val la pena destacar l'actuació del Banc d'Espanya, que va dur a terme una supervisió molt estricta de totes les entitats i va mantenir una actitud molt conservadora respecte a les noves pràctiques financeres. N'és la prova el fet que el sistema financer espanyol va aconseguir mantenir-se relativament intacte davant les turbulències financeres internacionals, si bé ha acusat la severa recessió que pateix l'economia real.

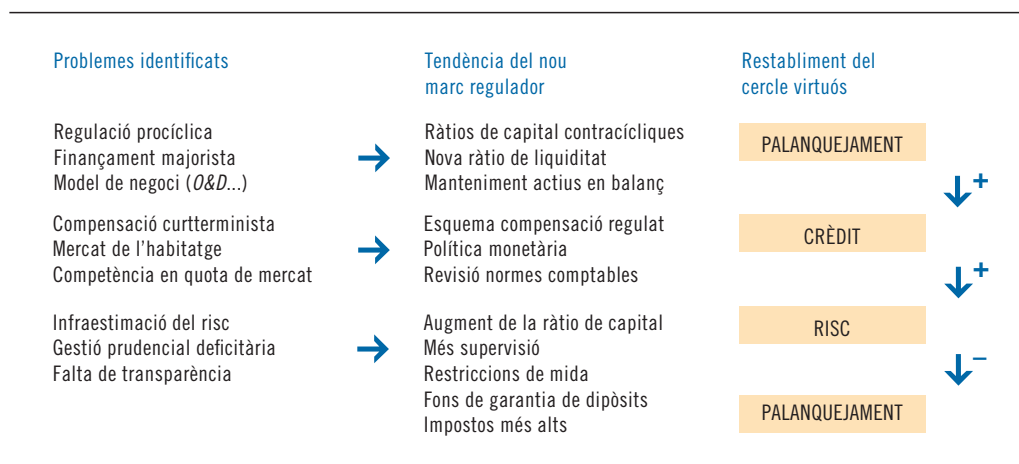
3. Conseqüències financeres de la crisi

Com a conseqüència de la crisi financera, l'estructura del sistema financer prevalent fins ara s'ha vist seriosament pertorbada. Juntament amb els futurs canvis regulatoris, l'impacte sobre els ingressos esperats de les institucions financeres, així com les reaccions dels diversos agents, constitueixen forces poderoses que aniran modificant l'estructura del sistema fins arribar a una nova configuració estable en els propers anys.

3.1. Canvis en el marc regulador

L'origen financer de la crisi ha posat en evidència les mancances de l'actual marc regulador i la resposta de les autoritats no s'ha fet esperar. Tot i que encara són poques les reformes aprovades, hi ha nombroses propostes i provenen de diferents àmbits. A grans trets, es pretén atacar els problemes abans descrits limitant la velocitat amb què es pot expandir el sistema financer i millorant l'equilibri entre capital i risc (vegeu gràfic 3.1).

GRÀFIC 3.1 Canvis regulatoris per reestablir el cercle virtuós



El principal canvi que experimentarà el marc regulador del sistema bancari serà, molt probablement, la reforma de Basilea II. La proposta de reforma feta pel Comitè de Supervisió Bancària de Basilea (BCBS en les seves sigles en anglès) es vertebrà sobre dos eixos: els requeriments de capital i els de liquiditat¹. La primera proposta del desembre del 2009 ha rebut nombrosos comentaris en la seva fase de consulta. En el moment de la redacció d'aquest document, s'està treballant en una versió final dels canvis regulatoris, que probablement s'aprovaran en la reunió del G20 al novembre del 2010. Al juliol del 2010, el Group of Governors and Heads of Supervision (GoGHS) ja ha avançat algunes de les modificacions respecte a les propostes inicials.

Pel que fa al capital, els canvis respecte a la normativa actual seran substancials. Un dels més importants és que el capital de primera categoria que cobreix els actius en risc seria restringit al de més qualitat, i així augmentaria la seva capacitat d'absorció de pèrdues. De tota mane-

1. BCBS (2009): «Strengthening the resilience of the banking sector», Consultative Document.

ra, algunes de les mesures proposades per millorar la qualitat del capital es desvinculen del seu objectiu fonamental, millorar el binomi capital-risc. N'és un exemple la consideració dels interessos minoritaris, és a dir, d'aquella part del capital d'una filial (bancària o no) que no prové de la matriu. En la proposta inicial s'establia que els interessos minoritaris no podrien computar com a capital de màxima qualitat (*Core Tier 1*). D'aquesta manera, en consolidar les filials de forma global, les entitats financeres matrius haurien de suportar tot el risc de la filial sense poder disposar de tot el seu capital. Aquesta asimetria en el tracte del capital i el risc sembla que s'ha solucionat en part en la redacció definitiva de la proposta del GoGHS, ja que finalment es permetrà el còmput dels interessos minoritaris en les filials bancàries fins a complir les exigències mínimes de cada filial. Tot i que és un pas encertat, encara no es pot computar l'excés de capital d'aquestes filials ni els interessos minoritaris de les filials no bancàries.

Un altre exemple el constitueix la consideració del capital de les entitats financeres invertit en altres entitats financeres o en asseguradores. La proposta inicial establia que tant les inversions en participades bancàries, compreses entre el 10% i el 50% del capital de la participada, com la totalitat de les inversions en asseguradores s'haurien de deduir íntegrament del *Core Tier 1*. Aquesta proposta comportaria exigències addicionals de capital que no necessàriament es corresponen amb un major risc assumit per les entitats. Reconeixent aquest fet, el GoGHS ha suavitzat la proposta a l'establir que només s'haurà de deduir la part del conjunt d'aquestes inversions que superi el 10% del *Core Tier 1* de l'entitat inversora.

A més de millorar la qualitat del capital regulatori, la nova normativa incrementarà també la ràtio de capital sobre actius en risc mínima exigida. Així, el *Core Tier 1* mínim exigít passarà del 2% al 4,5% (deduccions incloses). S'establirà també un rang de capital (*Core Tier 1* entre el 4,5% i el 7%) en què la solvència es considerarà ajustada i implicarà restriccions a la distribució de dividendes (*capital conservation buffer*). Respecte a l'evolució de les exigències de capital al llarg del cicle, s'introduirà un coixí de capital de fins a 2,5 punts percentuals addicionals, que les entitats hauran d'anar acumulant durant fases de creixement creditici excessiu per tal de poder utilitzar-lo en moments de crisi (*contracyclical capital buffer*). Finalment, el BCBS també ha proposat la introducció d'un nivell de palanquejament màxim per a cada entitat del 3%, independentment del seu perfil de risc, a fi d'assegurar un coixí de capital mínim i evitar l'arbitratge entre actius.

Aquestes mesures tenen com a objectiu assegurar que el capital de què disposa cada banc o caixa respongui millor al seu perfil de risc, i que les fases expansives del sector financer es desenvolupin de manera més equilibrada. Aquest segon aspecte es reforçarà amb la introducció de dues noves ràtios de liquiditat per a cada entitat amb la finalitat de garantir una liquiditat mínima a curt i a mitjà termini. Amb això es vol evitar que algunes entitats aconseguixin una ràpida expansió de la seva cartera creditícia a llarg termini mitjançant el finançament majorista a molt curt termini, ja que les fa més vulnerables a les turbulències dels mercats. El disseny de les ràtios de liquiditat és, de tota manera, complex, ja que tampoc no ha d'impedir la necessària transformació de terminis intrínseca al negoci bancari.

El BCBS també ha publicat unes guies que cal seguir per millorar el govern corporatiu de bancs i caixes i, sobretot, per evitar una visió massa curtterminista del negoci. A més de

subratllar els beneficis del fet de dissenyar un bon esquema retributiu, el BCBS recorda la importància de tenir un departament de riscos independent que informi recurrentment l'equip directiu.

La normativa comptable és un altre front des del qual es treballa per evitar una excessiva presa de riscos durant les fases expansives del cicle. Hi destaquen dues reformes discutides al si de l'IASB (International Accounting Standards Board). Per als crèdits i els instruments de deute a venciment, el mètode actual de reconeixement de pèrdues materialitzades serà substituït per un mètode basat en les pèrdues esperades. La seva aplicació exigirà a les entitats determinar les pèrdues esperades de la cartera creditícia al llarg de la vida de l'actiu i les obligarà a efectuar provisions per cobrir-les. En segon lloc, per als instruments de deute destinats a negociació (no a venciment, per tant) i per als instruments de capital, es deixa escollir a les entitats entre dos mètodes de valoració alternatius (comptabilització a valor històric o a preus de mercat). En funció del mètode triat, els rendiments impacten en els resultats anuals o directament en el patrimoni, sense alterar els beneficis comptables. Atès que la primera opció és poc atractiva, ja que augmenta molt la volatilitat del compte de resultats, es preveu que les entitats escolliran la segona. Però això podria dificultar el reconeixement de les plusvàlues realitzades.

La política monetària també és objecte d'un intens debat, el qual se centra en la qüestió de si el banc central, a més de la inflació, també ha de tenir com a objectiu evitar la formació de bombolles especulatives que poguessin posar en perill l'estabilitat del sistema financer. En aquest camp, però, les opinions estan molt dividides i probablement no hi haurà una reforma a nivell global. El problema, argumenten els detractors de modificar l'estratègia tradicional de la política monetària basada en un sol objectiu d'inflació, és que és molt difícil identificar les bombolles durant la seva formació i, a més, la pujada necessària dels tipus d'interès per poder frenar-les hauria de ser tan important que les conseqüències per a la resta de l'economia serien difícils de defensar.

La regulació de les entitats grans i potencialment sistèmiques és un altre camp en el qual s'espera un notable progrés. Estats Units és el país on el debat sembla estar més avançat. Concretament, l'anomenada proposta *Obama-Volcker* augmenta els requisits de capital per a les entitats de més de 250.000 milions de dòlars. A més, prohibeix la negociació per compte propi o limita al 3% la inversió en *hedge funds* o *private equity* per part d'entitats cobertes pel fons de garantia de dipòsits. Aquesta iniciativa reprèn en part la Glass Steagall Act, que es va introduir a Estats Units després de la Gran Depressió dels anys trenta i que separava els negocis de banca comercial i de banca d'inversió. L'objectiu és aïllar el negoci que disposa de certa garantia pública (a través de les diferents formes de fons de garantia de dipòsits) i evitar que les entitats l'utilitzin per incrementar el risc.

Altres propostes per limitar l'efecte sistèmic de les entitats posen l'èmfasi a regular la seva importància sistèmica real. Per aquesta importància s'entén el pes que tenen per a la bona marxa del sistema financer, que no necessàriament va lligat a la seva mida sinó a la seva complexitat i a les interconnexions amb la resta del sistema. En aquest sentit, el supervisor del Regne Unit ha estat pioner a l'hora d'exigir a les entitats uns «testaments en vida», coneguts com a *living wills*, per poder agilitzar els processos de liquidació, quan s'esdevinguin, i minimitzar-ne l'impacte. Aquest ha estat precisament un dels problemes

que han hagut d'afrontar els governs en la crisi recent. Els bancs internacionals, al cap i a la fi, han estat rescatats pels governs del país on tenien la seva matriu. Això ha estat degut, sobretot, a la poca transparència i claredat en les seves estructures i a una falta de coordinació a nivell internacional a l'hora d'assignar responsabilitats. Una característica clau dels esmentats testaments en vida que els reguladors probablement exigiran en un futur pròxim, sobretot a les entitats grans i sistèmicament rellevants, serà la clara separació de negocis entre diferents països, o si més no, regles clares sobre el repartiment de la responsabilitat entre diferents països en el cas que sigui necessari un rescat. Per aconseguir-ho caldrà una gran dosi de col·laboració i cooperació internacional, ja que els reguladors hauran de validar i acceptar mútuament els testaments en vida elaborats per les entitats transnacionals.

Finalment, hi ha altres possibles reformes el disseny de les quals encara es troba en un estadi molt preliminar però que, si al final s'aproven, tindran un fort impacte sobre la indústria financera. Una d'elles és la introducció d'impostos especials per a bancs i caixes amb l'objectiu de finançar el cost dels rescats.

La reforma del marc regulador i de supervisió del sistema financer ha començat i això és una bona notícia. En general, els canvis proposats van en la direcció adequada per restablir i enfortir el cercle virtuós del sistema financer. De tota manera, la reforma s'ha de fer amb la màxima precaució. Atès el potencial efecte que poden tenir sobre el sistema financer i l'economia real, els estudis d'impacte s'han de dur a terme amb molt de rigor. És molt important tenir en compte que els efectes directes i indirectes d'unes mesures *a priori* ben intencionades poden acabar sent perjudicials per al sector financer i l'economia en el seu conjunt. Alguns d'aquests potencials efectes s'analitzen en detall en el capítol 5 del present document.

3.2. Efectes estructurals de la crisi en el sistema financer

El principal efecte de la crisi sobre les institucions financeres ve donat, naturalment, per les pèrdues que aquesta crisi els ha generat. Això no obstant, les pèrdues no són l'única conseqüència de la crisi que contribueix a modificar l'arquitectura del sector. Canvis estructurals en els mercats de finançament de les entitats financeres i en la composició de la demanda de crèdit també tenen conseqüències importants, si bé d'una manera més indirecta.

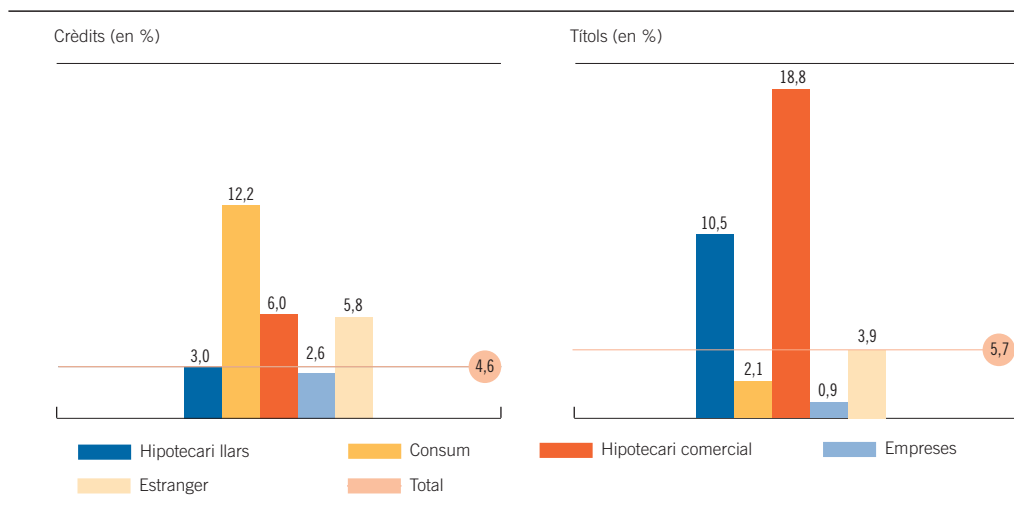
3.2.1. Efectes directes sobre les institucions financeres

Les grans pèrdues provocades per certs productes estructurats –com els CDO (*Collateralised Debt Obligations*), entre d'altres– i la morositat associada a l'esclat de la bombolla immobiliària constitueixen la principal pertorbació desestabilitzadora del sistema financer. Segons les estimacions més recents de l'FMI, les pèrdues fins al 2010 per al conjunt mundial d'entitats financeres pujarien a 2,3 bilions de dòlars, aproximadament un 4% de la seva cartera de crèdits i títols el 2007.

El gràfic 3.2 mostra les pèrdues estimades per al conjunt de la zona de l'euro, Estats Units i el Regne Unit, segons la finalitat del finançament concedit per les entitats (hipoteques, consum, empreses, etc.) i el tipus d'actiu que s'ha fet servir per instrumentar-lo (crèdit o títols). S'hi pot observar que les pèrdues associades a finançament que posteriorment va

ser titulitzat acostumen a ser més grans (5,7%) que les associades al crèdit convencional (4,6%), amb l'excepció del crèdit al consum. Una probable explicació d'aquestes diferències és que les institucions financeres el model de negoci de les quals es basava a «originar per distribuir» van relaxar molt més els estàndards de concessió de finançament que la resta. El gràfic 3.2 també mostra que, per a un mateix instrument, les pèrdues estimades difereixen en funció de la finalitat del finançament. El crèdit al consum (amb el 12,2%) i les titulitzacions de crèdit hipotecari (tant comercial, amb el 18,8%, com a les llars, amb el 10,5%) són els productes amb una taxa de pèrdues més alta. La titulització ha incidit negativament en la taxa de pèrdues dels préstecs amb garantia real, però no així en els préstecs al consum. Probablement això és degut al fet que aquests últims són, ja en origen, molt més estandarditzables. En tot cas, aquesta taxa més alta de pèrdues associada a les titulitzacions és la responsable que les principals pèrdues estimades es donin entre les institucions d'Estats Units (7,0% del saldo viu el 2007), principals tenidores d'aquests títols, seguides per les estimades per al Regne Unit (5,4%) i per a la zona de l'euro (2,9%).

GRÀFIC 3.2 Pèrdues estimades (2007-2010) (*)



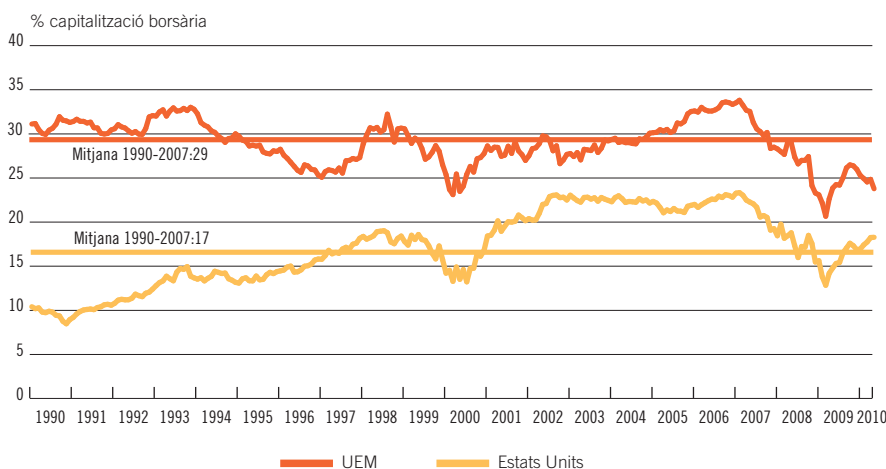
NOTA: (*) Percentatge del saldo viu el 2007 per als Estats Units, el Regne Unit i la zona de l'euro.
FONT: FMI (2010).

Aquest gran volum de pèrdues, unit a la revisió a la baixa de les perspectives de negoci per als pròxims anys, està ocasionant una reducció de la mida del sistema en totes les seves dimensions (volum de crèdit, actius, retorn esperat, nivell d'ocupació, etc.). Malgrat que l'ajust de moltes d'aquestes variables requereix períodes relativament llargs de temps, la contracció es reflecteix ja en el retorn esperat del sector. Com es pot observar en el gràfic 3.3, el pes del sector financer a la borsa es troba per sota dels valors anteriors a la crisi, especialment a la Unió Europea.

Així doncs, no totes les institucions financeres pateixen per igual la contracció del sistema financer, ja que la incidència de les pèrdues ha variat en funció de models de negoci, mix de productes oferts i, fins i tot, de les zones geogràfiques en què les institucions operaven. El

resultat és un canvi en la mida relativa de les diverses institucions financeres, el qual al seu torn es reflecteix en canvis en el rànquing de principals institucions.

GRÀFIC 3.3 Pes del sistema financer



FONT: Datastream.

3.2.2. Efectes indirectes a través del passiu bancari

A grans trets, el passiu de les entitats bancàries consta de tres elements: els dipòsits de la clientela, el finançament majorista i el capital de l'entitat. Els dipòsits de la clientela són el principal component, atès el rol fonamental d'aquestes entitats com a intermediàries de l'estalvi. Alhora, els dipòsits constitueixen l'element amb menys capacitat d'absorció de pèrdues de l'entitat degut al fet que es troben fins a cert punt garantits en la majoria de països amb la finalitat d'evitar els efectes desestabilitzadors que podria tenir una retirada massiva i per raons de protecció del consumidor. D'altra banda, l'anomenat finançament majorista està compost pels diferents instruments de deute emesos per les entitats en mercats majoristes o interbancaris. Aquests instruments difereixen entre si en el seu nivell de risc, però no gaudeixen de la mateixa protecció que els dipòsits. Finalment, el capital de l'entitat està constituït per les aportacions dels accionistes, així com per l'acumulació de beneficis no distribuïts, i és el que respon en darrer terme davant possibles pèrdues.

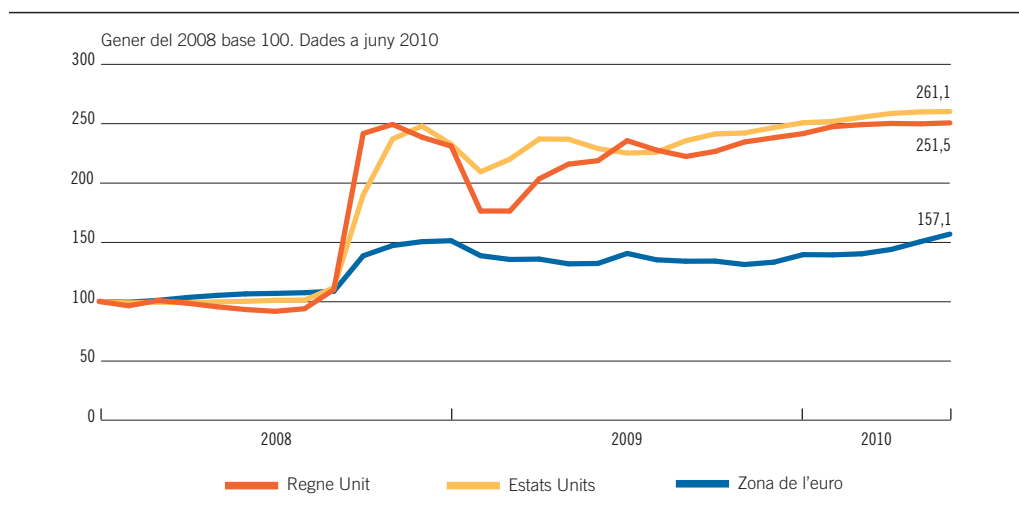
Aquesta composició del passiu bancari, que en els darrers anys havia anat evolucionant cap a un major pes del finançament majorista enfront dels dipòsits de la clientela, s'ha vist també alterada per la crisi financera. Així, la crisi està modificant tant el pes relatiu de cadascun dels components del passiu com els seus proveïdors. El motor fonamental d'aquest canvi és l'augment de la incertesa en els mercats.

L'elevada magnitud de les pèrdues, així com la seva distribució desigual, ha generat molta incertesa sobre la solvència d'algunes institucions financeres. Atesa la impossibilitat de verificar-la amb un mínim de confiança, el sol fet que una entitat recorregués als mercats per obtenir finançament s'ha interpretat com un senyal negatiu sobre la seva salut.

L'arrel del problema rau, doncs, en l'agudització extrema de la asimetria que normalment existeix entre la informació que posseeix l'entitat sobre la seva situació i la que pot obtenir un inversor. Aquest problema d'informació ha provocat la fugida d'aquells inversors els dipòsits dels quals no estan assegurats cap a actius considerats més segurs, ha tancat els mercats interbancaris i ha causat un dèficit de liquiditat en les institucions financeres.

Per preservar la integritat del sistema financer, tant bancs centrals com governs s'han vist obligats a prendre mesures excepcionals que pal·liessin aquest dèficit de liquiditat. Els bancs centrals han pres el rol de prestataris d'última instància, reemplaçant en alguns casos el paper exercit per mercats majoristes ara tancats, i han abastit les institucions financeres de tota la liquiditat requerida. El gràfic 3.4 mostra com, en el cas dels Estats Units, la Reserva Federal ha multiplicat el seu balanç 2,6 vegades per suplir aquest dèficit. La intervenció del Banc Central Europeu, si bé significativa, ha estat molt menor, ja que només ha augmentat el seu balanç un 57%.

GRÀFIC 3.4 Balanç dels bancs centrals

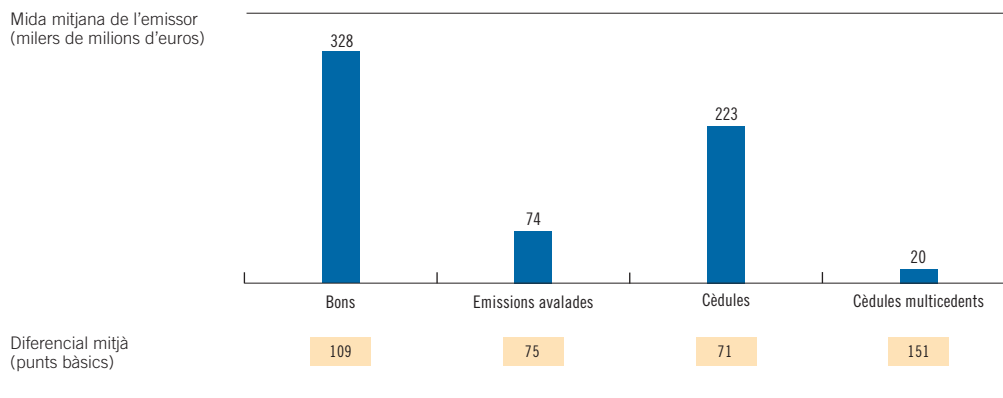


FONT: Datastream.

Si bé és cert que els mercats majoristes s'han anat obrint des dels pitjors moments de la crisi, la incertesa continua sent molt important i, en tot cas, s'ha fet evident que el nivell de risc present en l'economia era molt més gran del que es creia. De resultes, l'accés als mercats de deute queda reservat a entitats financeres transparents, sòlides i d'una certa mida, és a dir, capaces de generar confiança. En aquest sentit, el gràfic 3.5, que recull la mida mitjana de les entitats de crèdit espanyoles que han aconseguit emetre diversos tipus de deute des de l'esclat de la crisi, mostra com les entitats que han aconseguit emetre bons –el compromís de pagament dels quals no està garantit per cap actiu– tenen uns actius mitjans de 328.000 milions d'euros. Les entitats més petites, en canvi, han hagut de recórrer a emissions avalades per l'Estat i, per tant, assimilables a deute públic. Les emissions de cèdules, que són un títol de deute garantit per una cartera de préstecs d'alta qualitat, són un altre exemple que el mercat prima la mida de les entitats. Així, mentre que les entitats amb uns actius mitjans de 223.000 milions d'euros han aconseguit emetre cèdules amb un diferen-

cial mitjà de 71 punts bàsics respecte al *midswap*, les entitats més petites només ho han pogut fer al doble de cost.

GRÀFIC 3.5 Emissions espanyoles en els mercats de deute (2008-2010) (*)



NOTA: (*) Dades a juny de 2010.

FONTS: Bloomberg, premsa i elaboració pròpia.

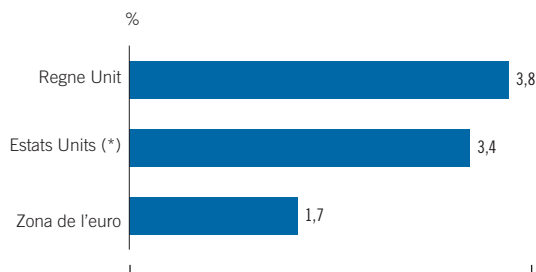
Pel que fa al capital, el deteriorament provocat per les pèrdues ha forçat en molts casos la intervenció directa dels governs mitjançant injeccions de capital. A vegades aquestes injeccions han estat motivades per la por que la possible fallida d'alguna entitat amb problemes pogués desencadenar la fallida de gran part del sistema financer, pel fet de tenir una mida significativa o estar molt interconnectada amb la resta. Aquestes entitats són les que es consideren «massa grans per caure» –o *too big to fail* en anglès. Això no obstant, en altres ocasions les receptores del capital públic han estat institucions solvents, però amb tensions de liquiditat, l'accés de les quals al mercat s'ha vist impedit pels ja esmentats problemes d'informació asimètrica.

Com es pot observar en el gràfic 3.6, la quantia d'aquesta provisió de capital ha estat molt significativa en la majoria dels casos i per això comporta fortes restriccions per a les institucions beneficiàries. Gran part d'aquestes institucions es veuran penalitzades durant força temps per uns costos superiors que els impediran créixer al mateix ritme que altres entitats que no han requerit assistència. La raó és que, sovint, la retribució exigida pels estats pel capital injectat és més gran que la del mercat i creixent en el temps per incentivar-ne la devolució. Addicionalment, per a les entitats europees amb una injecció de capital públic que pugui ser considerada una ajuda pública, la Comissió Europea aplica fortes restriccions sobre la seva mida i política comercial per evitar que la seva posició competitiva respecte a la resta d'entitats es vegi afavorida. Tal com mostren els casos de Commerzbank, ING o Lloyds, la Comissió Europea exigeix desinversions en negocis o mercats considerats no essencials que poden arribar a reduir la mida de les entitats rescatades al voltant d'un 40%. A més, la presència del sector públic en l'accionariat d'aquestes entitats tindrà també conseqüències en matèria de política d'inversions, i podrà condicionar la seva capacitat futura de creixement en funció de les inversions que es prioritzin.

A mesura que els mercats recuperin la normalitat, podran reprendre el paper que ara desenvolupen bancs centrals i governs. En la composició del passiu bancari, el capital guanyarà pes per les majors exigències tant regulatòries com del mercat. D'altra banda, la liquiditat proporcionada pels bancs centrals s'haurà de captar entre inversors i dipositants. En aquest sentit, el finançament a través de dipòsits recuperarà part del seu pes perdut respecte al finançament majorista, ja que el seu menor cost i la seva demostrada inferior volatilitat davant notícies negatives fan que sigui més atractiu per a les entitats.

GRÀFIC 3.6 Recapitalitzacions públiques en % PIB del 2008

Període 2008-maig 2010



NOTA: (*) Desemborsos pel CPP, AIG, Fannie Mae i Freddy Mac (inclou subsidi implícit per supressió dels requeriments de capital). Dades a desembre del 2009.

FONTS: U.S. Treasury i Federal Housing Finance Agency; ECB (2010).

3.2.3. Efectes indirectes a través de l'actiu bancari

La crisi financera també està donant lloc a una recomposició de l'actiu bancari, amb conseqüències per al finançament de particulars i empreses no financeres. Aquests col·lectius perceben ara el finançament bancari com a relativament més costós, tant per un increment de preus com per una dificultat més gran en la seva disponibilitat.

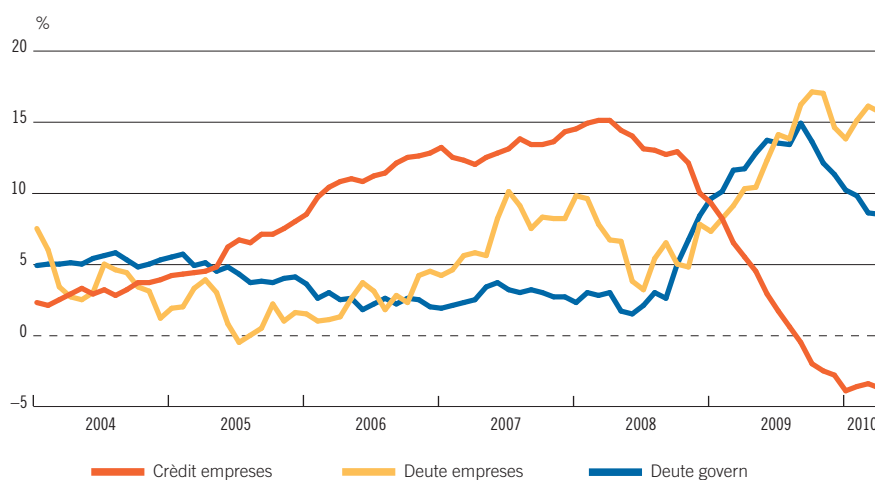
Efectivament, els tipus aplicats per les entitats de crèdit als seus clients no s'han reduït en la mateixa mesura en què ho han fet els tipus de referència per part dels bancs centrals. Això és conseqüència de l'ostensible increment de les primes de risc. Els problemes d'informació que encara hi ha en els mercats de deute i els majors requeriments de capital exigits a la pràctica pels inversors eleven la prima que han de pagar les entitats de crèdit. A aquest encariment dels costos de les entitats, cal sumar-hi l'empitjorament de les condicions econòmiques, que eleva al seu torn la prima de risc de particulars i empreses.

D'altra banda, particulars i empreses han d'afrontar el problema addicional que suposa el creixent endeutament dels estats per la competència que generen pels recursos de les entitats de crèdit. Així, des del punt de vista d'aquestes últimes, el deute públic s'està convertint en un actiu amb un atractiu creixent enfront del crèdit al sector privat. La seva característica diferencial és el seu alt grau de liquiditat i, en el context actual d'incertesa sobre l'evolució dels mercats de deute, gaudir d'un cert coixí de liquiditat és molt desitjable. De fet, les regulacions de solvència i liquiditat que es plantegen inciten a

l'acumulació de deute públic amb aquesta finalitat. A més, el deute públic té un cost baix en termes de capital regulatori.

La percepció d'un increment permanent del cost del finançament bancari obliga particulars i empreses a modificar el seu comportament per adaptar-lo a les noves circumstàncies. Aquesta reacció es mostra en el gràfic 3.7, on es pot observar que el canal no bancari està guanyant pes com a via de canalització de recursos cap al sector privat. Aquells demanants de fons que poden generar informació transparent i verificable sobre el seu perfil de risc, com les grans empreses, opten per recórrer directament als mercats de deute per aconseguir finançament. Des de la segona meitat del 2008, les emissions de deute efectuades per grans empreses han anat augmentant el seu ritme de creixement, alhora que el finançament que reben via crèdit bancari ha anat caient.

GRÀFIC 3.7 Mercats de deute vs. crèdit bancari (*)



NOTA: (*) Taxa interanual dels saldos vius. Dades a abril 2010.
FONT: Banc Central Europeu.

4. La nova estructura competitiva

Les tendències dominants durant els anys previs a la crisi financera eren, d'una banda, la internacionalització i la globalització de les entitats financeres i, de l'altra, la diversificació cap a altres negocis relacionats. Com a conseqüència, es van crear grups grans i complexos i es va integrar negoci purament bancari amb altres negocis financers, com l'assegurador, la gestió d'actius, o activitats de creació de mercats.

Tant els efectes estructurals i duradors de la crisi financera com els canvis esperats en l'àmbit regulatori –discutits en el capítol 3 d'aquest document– comportaran canvis importants de l'entorn en el qual operen les entitats financeres. L'ajust de les estratègies empresarials per adaptar-se a aquest nou marc derivarà en una nova estructura competitiva del sector.

En aquest quart capítol caracteritzem l'estructura competitiva actual en dues de les seves principals dimensions: l'extensió geogràfica i la diversificació horitzontal de les entitats participants en el mercat. Tot seguit discutim sobre les principals forces de canvi que actuaran sobre aquesta estructura com a conseqüència de la crisi actual i dels canvis regulatoris esperats. Finalment, descrivim les pressions esperades sobre la rendibilitat del sistema financer i possibles conseqüències per als nivells de marges del sector.

4.1. Caracterització de l'estructura competitiva actual

Hi ha moltes variables amb les quals es podria caracteritzar l'estructura competitiva d'un sector econòmic: extensió geogràfica; diversificació horitzontal, entesa com l'amplitud de l'oferta de productes/serveis relacionats amb l'activitat principal; grau d'integració vertical de les fases de disseny, producció, comercialització i serveis postvenda, i posicionament, en termes de preu, qualitat, innovació, entre d'altres. A efectes d'aquest document ens centrem en dues de les principals: l'**extensió geogràfica** i la **diversificació horitzontal**. Hem triat aquestes dues dimensions perquè la naturalesa de la crisi i la reacció regulatòria hi tindran especial incidència.

El gràfic 4.1 resumeix el possible posicionament de les institucions financeres respecte a aquestes dues dimensions. Per regla general, no sembla que hi hagi ni una estratègia única pel que fa a l'objectiu final o «punt d'arribada» ni una tendència única en l'evolució d'aquest posicionament.

Pel que fa al **punt d'arribada**, hi ha entitats que són capaces de ser molt competitives amb una oferta de productes reduïda en un àmbit molt local gràcies a una vinculació més gran amb el client, les relacions amb institucions locals i una major personalització i adaptació a les circumstàncies locals. Alguns exemples d'aquests **Especialistes Regionals** inclouen les *credit unions* als Estats Units, les caixes d'estalvi a Alemanya o algunes cooperatives de crèdit i caixes d'estalvi a Espanya. Aquestes institucions no necessiten l'expansió a altres productes i serveis o a altres geografies, sinó que serveixen excel·lentment el nínxol de mercat que han triat. L'única condició és tenir una certa mida mínima per no patir un desavantatge excessiu per menors economies d'escala. De la mateixa manera, també hi ha entitats relativament locals amb un ventall ampli de productes (**Bancs Universals Regionals**: bancs

xinesos o japonesos que operen sobretot en l'àmbit nacional oferint una gran amplitud de serveis financers) o d'altres a nivell internacional però amb una oferta molt limitada de productes (**Especialistes Globals**). Aquest seria el cas d'alguns bancs *on-line*, emissores de targetes de crèdit, institucions enfocades en la banca privada o entitats de finançament al consum. Totes poden ser estratègies vàlides «d'arribada», en el sentit que l'objectiu últim no necessàriament ha de consistir a convertir-se en una entitat diversificada tant a nivell de negocis com a nivell geogràfic (**Banc Universal Global**).

Pel que fa a l'**evolució del posicionament**, les entitats que han decidit ampliar tant l'abast geogràfic com el de la gamma de productes han utilitzat dues estratègies diferenciades: unes s'expandeixen inicialment a molts països amb una oferta estreta i després amplien la gamma de productes (per exemple Citibank, a través de la seva filial de finançament al consum; ING, a través de la seva banca *on-line*; o el grup austríac Raiffeisen, en la seva expansió cap a Europa Central i de l'Est). D'altres, en canvi, tenen una estratègia més gradual d'expansió geogràfica, però la inicien directament amb la comercialització d'una gamma àmplia de productes. Habitualment, aquesta estratègia implica la participació en alguna entitat local o bé la seva completa adquisició, com han fet Deutsche Bank, Santander o BBVA, entre d'altres.

GRÀFIC 4.1 Posicionament d'algunes entitats en l'estructura competitiva actual



4.2. Canvis en l'estructura competitiva

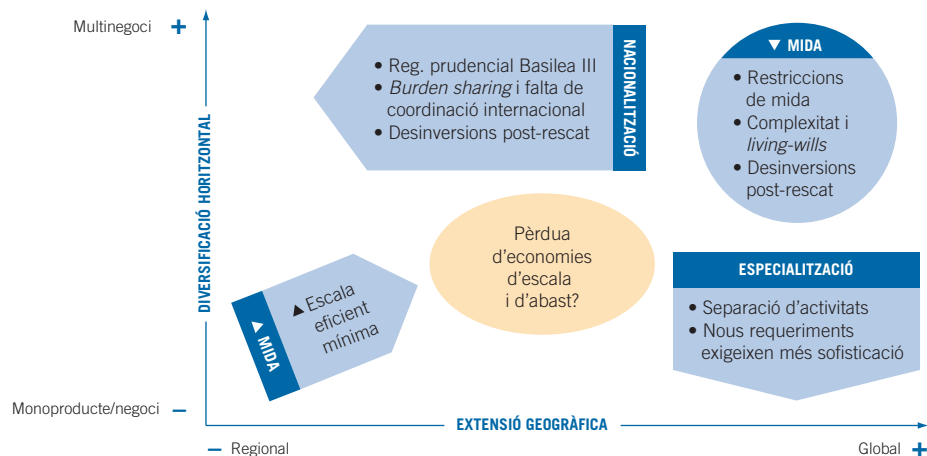
Com a resultat de la crisi, hi ha nombroses forces actuant sobre l'estructura competitiva que poden arribar a alterar-ne l'equilibri actual. Tal com mostra el gràfic 4.2, cadascuna d'elles incidirà en més o menys mesura en la mida de les entitats, així com en els seus processos d'internacionalització o diversificació.

a. Mida

Pressió regulatòria. Tant una potencial restricció directa sobre la mida de les entitats com una regulació específica per a institucions complexes –a través de testaments en vida, majors exigències de capital, més supervisió, impostos especials– tendiran a reduir la mida

de les entitats. Alternativament, en comptes de reduir directament la seva mida, les entitats podrien optar per una reestructuració de la seva forma d'operar i crear subgrups independents en matèria de gestió de solvència i liquiditat. Amb aquest procediment, anomenat *ring fencing*, s'evitaria la contaminació a la resta del grup en el cas que sorgissin problemes en una de les filials i es reduiria l'aportació de l'entitat al risc sistèmic. Això no obstant, igual que una simple disminució de mida, això podria comportar la pèrdua d'economies d'escala i abast.

GRÀFIC 4.2 Forces que modificaran l'estructura competitiva



Redistribució del negoci entre entitats. Moltes institucions s'han vist i es veuran forçades a desinvertir part del seu negoci com a conseqüència de la crisi financera. Unes per restablir la seva solvència, d'altres com a conseqüència de la presència de capital públic en el seu accionariat i d'altres a causa de les restriccions imposades pel fet d'haver-se beneficiat d'ajudes públiques (vegeu apartat 3.2.2.). Algunes entitats grans han aprofitat aquestes desinversions o fallides per augmentar la seva mida, com és el cas de Santander, Lloyds TSB o Bank of America. A més, a causa de l'heterogeneïtat de l'impacte de la crisi i de les noves normes regulatòries en les diferents entitats, s'espera una capacitat de creixement futur diferenciada entre institucions, amb la consegüent redistribució del negoci entre elles.

Increment de l'escala mínima. Tal com hem argumentat més amunt, és necessària una certa mida mínima per no patir un desavantatge excessiu per menors economies d'escala i per poder accedir als mercats internacionals de capital i de deute. Si no s'arriba a aquesta mida mínima, els costos fixos poden suposar una càrrega massa gran per poder competir efectivament en el mercat i remunerar de manera adequada els propietaris o autofinçar el creixement. Cal esperar que aquests costos fixos augmentin com a conseqüència dels canvis regulatoris via costos de compliment més alts o per impostos addicionals. Aquest fet, unit a la major necessitat d'accedir als mercats de capitals internacionals, per les superiors exigències de liquiditat i capital, genera poderosos incentius a la concentració d'entitats petites.

És massa aviat per jutjar quin serà l'efecte net d'aquestes tendències. Això no obstant, es pot esperar un procés de concentració generalitzat el resultat del qual serà un augment de la mida mitjana de les institucions mitjanes i petites, tal com ja està passant a Espanya, als Estats Units i en altres països. A l'altre extrem, és possible que alguns dels grans grups internacionals es vegin forçats a reduir la seva mida o a reestructurar-se de manera substancial, sobretot aquells que duen a terme activitats de negociació per compte propi o inverteixen en *hedge funds* o fons de *private equity*.

b. Extensió geogràfica

Hi ha el risc que tant les pressions sobre la mida descrites anteriorment com alguns efectes secundaris, segurament no desitjats, de les actuals propostes regulatòries derivin en unes entitats de menys extensió geogràfica.

Pressió regulatòria:

- **Regulació prudencial «Basilea III».** La proposta d'excloure del *Core Tier 1* l'excés de capital dels interessos minoritaris en filials bancàries, juntament amb la de deduir-ne la inversió en participades bancàries desincentiven la internacionalització gradual de les institucions financeres. Una inversió conjunta amb un soci bancari (per exemple, en forma de *joint venture*) resultarà molt costosa en termes de capital, la qual cosa a la pràctica podria limitar la cooperació, diversificació i integració internacional.
- **Burden sharing i cooperació internacional.** Aquelles entitats que siguin considerades sistèmicament rellevants avaluaran la necessitat de reorganitzar la seva estructura societària o de desinvertir negocis no estratègics, atesa la seva obligació d'elaborar els esmentats «testaments en vida». Al seu torn, els supervisors de diferents països hauran de validar i acceptar mútuament els «testaments en vida» elaborats per les entitats transnacionals. Davant aquest fet, la falta de cooperació internacional o d'unes regles clares sobre el repartiment entre països del cost de la intervenció d'una d'aquestes entitats podria portar el supervisor o el govern a pressionar les entitats perquè desinverteixin les seves operacions internacionals. Això seria especialment probable en països on les entitats més grans superen amb escreix el PIB del país, ja que un potencial rescat podria ser inassumible per part del govern nacional. Alternativament, també es podria donar el cas que cada regulador nacional obligués les entitats a complir les regulacions de solvència i liquiditat a nivell local. Això derivaria, igual que en el cas anterior, en una reorganització profunda de l'estructura operativa i societària de les entitats (que s'organitzarien per filials en comptes de fer-ho per sucursals), amb conseqüències sobre el seu veritable abast geogràfic i la seva capacitat d'aprofitar economies d'escala.

Efectes estructurals de la crisi. Les desinversions com a conseqüència de la intervenció pública descrites més amunt s'estan duent a terme típicament en negocis internacionals. Així, per exemple, Citibank ha posat a la venda la seva filial a Alemanya; General Electric ha venut el seu negoci de finançament al consum a Alemanya i ha posat a la venda el 21% que té a Garanti Bank (Turquia), i ING ha de vendre la seva filial a Estats Units com a part de les exigències de la Comissió Europea.

c. Diversificació horitzontal

Pressió regulatòria:

- **Separació d'activitats.** Tal com s'ha descrit en l'apartat 3.1., per a aquelles entitats els dipòsits de les quals es beneficien d'una garantia pública existeixen diverses propostes que busquen o bé limitar les activitats que poden emprendre o bé introduir una separació entre la banca d'inversió i la banca comercial. La conseqüència lògica seria una especialització més gran de les institucions financeres i una disminució de les seves economies d'abast.
- **Regulació prudencial «Basilea III».** El fet que les entitats bancàries hagin de deduir del *Core Tier 1* el total de la seva inversió en entitats asseguradores implica que la venda de productes i serveis a través d'una filial asseguradora serà molt cara en termes de consum de recursos propis. D'altra banda, la deducció d'inversions en participades bancàries, juntament amb l'exclusió de l'excés de capital dels interessos minoritaris, no solament desincentiva la cooperació internacional, com esmentàvem anteriorment, sinó també la inversió conjunta en negocis relacionats a nivell nacional. Tot això podria tenir el resultat, segurament no desitjat, d'una menor diversificació en negocis financers relacionats que en comptes d'incrementar el risc el mitigarien.
- **Noves normes comptables (NIC 39).** Com que dificulta el reconeixement de les plusvàlues realitzades en els comptes de resultats, l'actual proposta de reforma de la NIC 39 desincentiva la inversió minoritària en participacions tant financeres com no financeres. Aquest fet podria portar les entitats a reconsiderar les seves inversions, en molts casos estratègiques, i provocar la venda de participacions minoritàries. El resultat seria una menor diversificació, sobretot en negocis no financers.
- **Requeriment de més sofisticació.** Entre les recents propostes de regulació bancària, s'hi observen dues tendències. D'una banda, un nombre més gran de reguladors a diferents nivells –regional, nacional, internacional– o de comitès de fixació d'estàndards –com, per exemple, a nivell de comptabilitat. Això incrementa la complexitat de la gestió per a les entitats. D'altra banda, s'observa una major sofisticació de les regles, amb cada vegada més exigències d'informació. Tot això requerirà un alt grau de sofisticació de l'organització. Com a conseqüència, cal esperar una especialització de les entitats en pocs negocis, en els quals dominarien les regles de joc, i una menor diversificació.

d. Processos d'internacionalització i diversificació de negocis

Les estratègies de les institucions financeres es veuran afectades no solament pel que fa al seu punt d'arribada, sinó també en el camí escollit per assolir-lo. Diverses de les tendències descrites fins ara influeixen també en la selecció i en el disseny de les seves estratègies d'internacionalització o diversificació:

- Es desincentiven les inversions per sota del 100% en filials bancàries (nacionals i internacionals) i les *joint ventures* amb altres entitats bancàries.
- S'encareixen les estratègies de bancassegurances.
- Es tendeix a una especialització més gran.
- S'incrementa la pressió sobre els grans grups amb estructures complexes.

Com a conseqüència, s'incentiva una estratègia d'internacionalització més ràpida però basada en pocs negocis o en productes molt específics, en comptes d'una expansió gradual però amb un ventall ampli de negocis i productes. El fet que es desincentivi la cooperació amb socis locals a través de *joint ventures* dificultarà encara més la integració internacional de negocis bancaris en què les idiosincràsies de cada regió o país siguin molt rellevants (com, per exemple, la banca de particulars). Per això, els negocis amb més tendència a internacionalitzar-se seran aquells els processos dels quals es poden estandarditzar bé i que no depenen gaire del coneixement de les característiques culturals, legals o dels costums locals. Negocis financers amb aquestes característiques inclouen, per exemple, el finançament al consum (cotxes, béns duradors), mitjans de pagament (targetes), gestió de grans patrimonis o alguns productes d'assegurances (cotxe, empreses).

4.3. Canvis en la rendibilitat i el nivell de marges

La rendibilitat del sector financer, entesa com a beneficis sobre fons propis, s'està veient sotmesa a importants pressions, per tres vies principals:

- **Factors conjunturals.** Hi ha uns quants factors conjunturals que pressionaran a la baixa la rendibilitat en els propers anys, segurament fins a l'entrada en vigor de les noves normes regulatòries. D'una banda, s'espera una reducció dels volums de negoci de la banca deguda al procés de despallanquejament que estan vivint les economies avançades i a la reduïda activitat econòmica. A més, la profunda recessió econòmica ha provocat unes pèrdues per deteriorament de l'actiu creditici importants. Aquest menor volum de negoci comporta una certa sobrecapacitat instal·lada que hauria d'anar desapareixent gràcies a la reestructuració dels sistemes financers i els seus participants. Això no obstant, aquesta reducció de capacitat implicarà costos de reestructuració importants que llastaran la rendibilitat en els pròxims anys. Addicionalment, existeix una forta pressió sobre els marges com a conseqüència dels reduïts tipus d'interès i del fet que els mercats de deute i l'interbancari a nivell internacional encara no hagin tornat a funcionar amb normalitat.
- **Costos més alts.** Les múltiples propostes regulatòries tindran un impacte molt substancial en la base de costos de les entitats financeres a través de l'esperada reestructuració de l'actiu i del passiu per complir les noves normes de liquiditat i capital. La possible introducció d'impostos específics per a la banca o els costos de la reestructuració necessària per simplificar els potencials processos de liquidació d'entitats (testaments en vida), entre d'altres, podrien fer que el procés fos encara més costós.
- **Major exigència de capital.** Les noves normes de Basilea implicaran una necessitat més gran de capital per a les entitats bancàries. Encara és molt aviat per estimar l'impacte d'aquestes noves normes. Això no obstant, alguns analistes² apunten un increment d'entre el 20% i el 40% de les exigències actuals. Aquest major volum de capital requerit reduiria de manera directa la rendibilitat de les entitats al voltant del 15%-30%³.

2. Vegeu, per exemple, JP Morgan (2010), The Boston Consulting Group (2010) i "la Caixa" Research Department (2010).

3. Incrementar les exigències de capital entre un 20% i un 40% faria baixar la rendibilitat sobre capital a nivells entre $1/(1+20\%)$ i $1/(1+40\%)$, la qual cosa equival a una reducció d'entre el 15% i el 30%.

Amb tot, les institucions financeres no solament es veuen confrontades a pressions a la baixa sobre la seva rendibilitat, sinó que hauran d'afrontar també unes majors exigències per part dels inversors. La percepció del risc inherent en la inversió en una entitat financera ha augmentat de manera molt substancial després de l'esclat de la crisi. Com a conseqüència, els inversors demanaran una prima de risc més gran i, per tant, exigiran una rendibilitat més alta a les entitats financeres. Això no obstant, cal matisar que aquest efecte es veurà compensat pel menor risc de les entitats arran de la nova regulació. És difícil jutjar quin dels dos efectes pesarà més, si l'augment d'exigència de rendibilitat per la percepció més gran de risc o la reducció de les exigències pels nivells més alts de capital. No es pot descartar que, encara que se'ls exigeixi més capital per part del regulador, els inversors vulguin curar-se en salut i demanin una major rendibilitat a les entitats financeres.

Per poder fer front a tot això, les entitats es veuran obligades a ajustar la seva estructura de costos i millorar els seus marges. En la fase de transició pot resultar molt difícil aplicar aquesta millora, tenint en compte la debilitat de la demanda i els elevats nivells de competència que planteja la sobrecapacitat en alguns sistemes financers. Per això és especialment rellevant que els processos de reestructuració i ajust de la sobrecapacitat s'efectuïn amb el màxim rigor i celeritat. L'existència d'entitats zombi –massa febles per sobreviure però encara massa fortes per caure– pot alentir els ajustos necessaris i perjudicar el sistema en el seu conjunt.

La magnitud de l'increment final de marges en els serveis financers dependrà fonamentalment de tres factors:

- **L'heterogeneïtat dels participants en cada mercat.** Aquelles entitats que es vegin relativament poc afectades per les noves normatives tindran menys necessitat d'incrementar marges per complir les exigències de rendibilitat del mercat. Les raons poden ser múltiples: un punt de partida més robust en matèria de liquiditat, solvència i eficiència; una tipologia de negoci més tradicional amb una estructura més senzilla i, per tant, menys afectada pels canvis; una estructura de propietat amb menors exigències de rendibilitat, etc. Aquestes entitats preferiran mantenir el seu nivell de marges i així guanyar quota de mercat, robant-la als competidors més afectats. D'aquesta manera, l'augment de marges es veurà limitat per les entitats menys afectades.
- **Tipologia de productes.** L'increment de marges no serà homogeni en tots els productes. Els productes d'estalvi (com, per exemple, els dipòsits bancaris) estaran menys exposats gràcies a l'existència d'un ampli ventall de productes substitutius (fons d'inversió, fons del mercat monetari, plans de pensions, oferta d'entitats internacionals, etc.). Passarà el contrari en el cas del finançament a través del crèdit bancari i sobretot en aquells col·lectius que tenen un accés limitat a fonts de finançament alternatiu a través del mercat, com particulars i pimes.
- **Tipologia de riscos.** L'increment de marges tampoc no serà homogeni per a tots els riscos. Les entitats financeres cobraran cada vegada més la prima de risc adequada per a cada operació, bo i diferenciant aquelles operacions amb més riscos o menys garanties de la resta.

5. Efectes potencials sobre l'economia real

El probable encariment del canal bancari, així com els efectes estructurals deguts a la reacció de les entitats financeres al nou marc regulatori, poden tenir efectes significatius sobre l'economia real. Per facilitar l'anàlisi d'aquests efectes, convé distingir entre els efectes potencials de la transició cap al nou marc regulatori i normatiu i els efectes permanents en el nou estat d'equilibri, el nou estat estacionari.

5.1. Estimació dels costos de transició de la nova regulació

Tal com s'ha discutit més amunt, les entitats financeres hauran d'afrontar tant un augment de costos operatius com unes majors exigències de capital i liquiditat com a conseqüència de la introducció de les noves normes regulatòries. Cal esperar que les noves exigències provoquin una necessitat d'emetre capital i instruments de deute en quantitats importants.

Això no obstant, hi ha diverses circumstàncies que limiten aquesta capacitat d'emissió, almenys durant la fase de transició:

- **Caràcter global de la reforma.** Com que es tracta majoritàriament de reformes d'abast mundial, s'espera una demanda molt elevada de capital i liquiditat a nivell agregat. Això pot complicar la recapitalització, sobretot d'aquelles entitats situades en països on no existeix un excés de liquiditat o capital.
- **Factor *timing*.** Malgrat que s'han establert períodes llargs de transició cap al nou marc regulador, cal esperar que el mercat pressioni perquè s'adoptin de seguida les noves normes un cop concretades i decidides.
- **Rendibilitat reduïda,** que complicarà la recapitalització pel fet de no poder oferir als inversors una compensació elevada a través de dividendes.
- **Recuperació dels mercats internacionals de capital i deute.** A hores d'ara, malgrat que ja som lluny dels nivells d'estrès de la tardor del 2008, no es pot parlar encara d'uns mercats restablerts. Per arribar a aquesta situació, serà molt important que els inversors creguin que les mesures regulatòries que s'hagin pres seran suficients per reforçar els sistemes financers i dotar-los de més estabilitat i capacitat de resistència.

Tots aquests factors poden causar una certa falta de capital i liquiditat en el sistema durant la fase de transició. Per alleujar aquesta escassetat és probable que les entitats financeres s'adaptin als nous requeriments modificant, entre altres coses, l'estructura del seu balanç. Les entitats podrien procedir a la desinversió d'actius no estratègics (immobiliaris, participacions en entitats financeres i no financeres, deute corporatiu), a la reintermediació de passius fora de balanç (fons de pensions i d'inversió)⁴ i a canvis en l'estructura temporal tant de crèdits, reduint el venciment mitjà, com de dipòsits, augmentant-lo.

4. Les entitats es podrien veure pressionades a prioritzar la captació de dipòsits i altres passius del balanç en detriment de la comercialització de passius fora de balanç, com fons d'inversió, pensions i assegurances d'estalvi. La conseqüència no desitjada seria la penalització de l'estalvi privat per a la jubilació, contràriament a l'actual voluntat dels governs en la majoria de les economies avançades.

Això no obstant, és probable que fins i tot després d'aquestes accions correctives subsisteixi una falta de capital o liquiditat romanent. En aquest cas podria passar que les entitats es veiessin forçades a restringir el crèdit a l'economia real, amb el consegüent impacte en la capacitat de generar riquesa de l'economia i, per tant, en els nivells del PIB.

A tall d'exemple, **les estimacions per al sistema financer espanyol**⁵ indiquen que el compliment de les noves regulacions només s'aconseguiria, després d'esgotar altres mecanismes d'ajust, a través d'una certa restricció creditícia.

Amb la informació pública disponible i en funció de la proposta inicial del Comitè de Basilea, s'estima un dèficit de *Core Tier 1* per al sistema bancari espanyol d'aproximadament 48.000 milions d'euros i una necessitat addicional de liquiditat d'aproximadament 300.000 milions d'euros per al 2012. Les modificacions a la proposta inicial anunciades pel Group of Governors and Heads of Supervision el juliol del 2010, podrien reduir aquestes necessitats de manera substancial, sobretot les de liquiditat.

Tenint en compte els ajustos de balanç abans esmentats, el dèficit de capital romanent es podria reduir fins a situar-se al voltant dels 36.000 milions d'euros, i el de liquiditat prop dels 185.000 milions d'euros. La capacitat d'obtenir el capital i la liquiditat suficients per cobrir aquests dèficits romanents dependrà fonamentalment del ritme d'introducció de les noves mesures, de la recuperació dels mercats de capitals i de deute internacionals, de l'accés als mercats de capitals per part del sector de les caixes i de la voluntat dels accionistes actuals d'acceptar una dilució de la seva participació.

Si se suposa que el període de transició és prou llarg o bé els mercats de deute i capitals s'han restablert totalment en el moment de la implementació, les entitats podrien complir la nova regulació de solvència a través de l'emissió d'instruments de capital (en un volum d'aproximadament 36.000 milions d'euros). Això no obstant, és difícil que els mercats de deute siguin capaços d'absorbir el volum necessari d'emissions de renda fixa, xifrat en uns 158.000 milions d'euros i que representaria un 24% del saldo viu actual del deute emès per les entitats financeres espanyoles. En el cas que es pogués emetre únicament la meitat d'aquest volum (uns 79.000 milions d'euros), la restricció creditícia necessària per complir els requeriments de finançament estable seria de prop del 5%. Aquesta restricció creditícia comportaria, a llarg termini, una caiguda del PIB de l'1,6%⁶.

Això no obstant, el més probable és que els mercats tan sols es restableixin parcialment i que el període fins a l'adopció de les noves exigències, impulsat pel mercat, sigui curt. En aquest cas la restricció creditícia seria superior, atesa la dificultat amb què s'enfrontarien les entitats de crèdit per incrementar el seu capital. Si, per exemple, les entitats només poden emetre 18.000 milions d'euros en instruments de capital, llavors, per cobrir els 18.000 milions d'euros restants, seria necessària una contracció del crèdit del 14%. En aquest cas, i com a resultat d'aquesta forta reducció del crèdit, les noves ràtios de liquiditat

5. "la Caixa" Research Department (2010); Macroeconomic Assessment Group (2010) presenta de manera agregada els resultats d'estimacions efectuades pels diferents supervisors nacionals, el BCE i la Comissió Europea. Les estimacions aquí presentades per al mercat espanyol estan en línia amb aquests resultats, si bé es troben a la banda alta. IIF (2010) també quantifica els costos de transició per a Europa amb resultats semblants.

6. Fent servir estimacions per a la zona de l'euro de Capiello, L. *et al.* (2010).

es complirien automàticament. L'impacte sobre el PIB, però, seria substancial ja que patiria una caiguda de l'ordre del 5%.

Addicionalment als efectes sobre l'oferta de crèdit bancari, s'espera un impacte transitori sobre l'efectivitat de la política monetària. Els requeriments de liquiditat podrien actuar de manera semblant a un increment dels requeriments mínims de reserves en el banc central. Com a conseqüència de les noves ràtios de liquiditat proposades pel Comitè de Basilea, per cada euro de dipòsit captat, únicament 0,70-0,85 euros es podrien atorgar com a crèdit a llarg termini. Això impactaria de manera substancial en el multiplicador bancari, tant en el seu nivell com en la seva estabilitat, i provocaria la necessitat d'ajustar la política monetària.

5.2. Impacte en el nou estat estacionari

Un cop finalitzat el procés de transició, s'arribarà a un nou equilibri caracteritzat per uns nivells més elevats de capital i liquiditat i una major desintermediació, és a dir, certa substitució del canal bancari per mercats organitzats.

5.2.1. Nivells més elevats de capital i liquiditat

Les noves exigències de capital i liquiditat tenen com a objectiu fonamental incrementar l'estabilitat i la resistència del sistema financer, amb efectes positius sobre el nivell i la sostenibilitat del creixement econòmic⁷.

Això no obstant, per aconseguir aquests efectes positius cal pagar un preu. Les superiors exigències de capital i liquiditat produiran un cert efecte de *crowding out*, en la mesura en què capital que d'altra manera s'hauria destinat al sistema productiu d'un país es destinarà ara a millorar l'estabilitat del seu sector financer. Aquest efecte podria assolir una magnitud rellevant. En l'exemple espanyol, els 48.000 milions d'euros necessaris per cubrir majors requeriments de capital representen al voltant del 4% del PIB anual. La part de la recapitalització del sistema financer que representi un *crowding out* d'inversions en sectors productius restarà directament i de manera permanent del nivell del PIB.

Addicionalment, les majors exigències regulatòries provocaran probablement un increment del cost d'intermediació financera en el canal bancari. Tal com s'ha discutit més amunt, s'espera que l'increment de marges per part de les institucions financeres es produeixi sobretot en els crèdits. Considerem, a tall d'exemple, que per complir les noves exigències de solvència en el nou estat estacionari es necessiti un nivell de capital un 25% superior a l'anterior a la crisi. Assumim, a més, un cost de capital del 9%. En l'exemple del sistema espanyol, això es traduiria en la necessitat d'incrementar els ingressos o reduir els costos en 6.100 milions d'euros⁸ per mantenir la mateixa retribució sobre capital. Si s'ha d'aconseguir mitjançant un augment en els tipus d'interès dels crèdits, faria falta un augment de marges de 34 punts bàsics⁹. Fent servir estimacions de Nieto (2007), això es traduiria en una caiguda del saldo viu del crèdit de tan sols el 0,54%.

7. Per a una discussió i estimació tant dels efectes positius com dels costos associats, vegeu BCBS (2010b).

8. $(9\% * 25\% * 190.000 \text{ milions de Core Tier 1}) / (1\% - 30\% \text{ d'impostos})$.

9. Resultat de dividir els 6.100 milions d'euros entre 1.800 milers de milions d'euros corresponents al saldo viu del crèdit a altres sectors residents.

Aquests càlculs indiquen que l'impacte d'un increment generalitzat de les exigències de capital i liquiditat en el saldo de crèdits via marges tendeix a ser limitat a nivell agregat¹⁰. Això no obstant, pot ocasionar conseqüències molt diverses per a les institucions financeres a nivell individual. Cal recordar que la capacitat de traslladar l'increment de costos al client final dependrà del nivell de competència. L'increment de marges estarà, per tant, limitat per l'increment que ha d'efectuar la millor entitat per complir les noves regulacions i exigències del mercat. Això suggereix que hi haurà entitats que, com que no podran traslladar els seus majors costos als seus clients, hauran de restringir la seva mida i perdre quota de mercat enfront d'entitats més ben posicionades.

A més, és important tenir en compte que la magnitud de l'increment del cost d'intermediació financera en el canal bancari no serà homogènia entre tots els productes. D'acord amb la nova normativa, els productes més arriscats seran els que patiran un augment de cost més significatiu, ja que els requeriments de capital associats seran més grans. Per tant, en el llarg termini, el crèdit cap a les oportunitats d'inversió més productives, que acostumen a ser les més arriscades, podria fluir amb menys intensitat i això reduiria la capacitat de creixement de l'economia.

5.2.2. Desintermediació

Les noves ràtios de liquiditat proposades pel Comitè de Basilea limiten de manera substancial la funció de transformació de terminis de les entitats bancàries, pel fet de requerir finançament a més llarg termini per poder concedir crèdits a més curt termini. Això debilita la funció clàssica del sector financer de transformar estalvi a curt termini (per exemple, comptes a la vista) en crèdits a llarg termini (per exemple, hipoteques a més de 20 anys). A més, les especificacions de les noves ràtios de liquiditat incentiven que el finançament a empreses es realitzi via instruments de deute (encara que siguin íntegrament adquirits per l'entitat financera) en comptes d'utilitzar el crèdit bancari.

Aquests canvis regulatoris podrien tenir un impacte desigual entre els diversos agents econòmics o diferents productes bancaris. Els particulars, i sobretot les pimes, es podrien veure especialment afectats per aquesta menor capacitat de transformació de terminis per part del sector bancari, ja que el seu accés al mercat de capitals és més limitat i, per tant, els seria més difícil trobar un substitut al canal bancari. Entre els productes més afectats, hi trobaríem el crèdit al consum i a pimes a termini (sense col·lateral), així com el crèdit hipotecari a molt llarg termini (molt costós en termes de liquiditat).

Alternativament, les entitats podrien esmorteir l'impacte negatiu de les noves normes regulatòries sobre el creixement del crèdit i el creixement del PIB recorrent als mercats de titulització. Titulitzar part dels crèdits (amb transferència del risc) permetria reduir les exigències tant de capital com de liquiditat de les entitats.

En tot cas, tot això faria que els mercats assumissin una parcial substitució del rol d'intermediació financera i transformació de terminis d'inversió de les institucions bancàries. La relació banca-empresa es veuria llavors debilitada com a conseqüència de la gra-

10. BCBS (2010b) reporta un impacte de 0,33 p.p. de nivell de PIB en el cas d'un increment de l'exigència de capital de 2 p.p. i el compliment de la ràtio de liquiditat a llarg termini (NSFR).

dual desintermediació. Aquest aspecte pot ser especialment important en un context europeu en el qual les pimes juguen un paper central i els mercats financers no tenen el grau de maduresa i desenvolupament dels homòlegs anglosaxons.

El fet que, com a conseqüència de les noves normes, el canal no bancari es vegi reforçat pot estranyar, ja que han estat justament els mercats de titulització els que s'han situat a l'ull de l'huracà de la recent crisi financera. Això no obstant, sembla que la intenció del regulador és confiar en el bon funcionament i la transparència d'aquests mercats i incentivar-ne un major desenvolupament. Amb tot, cal recordar que els mercats tendeixen a ser més volàtils i a esdevenir importants transmissors globals de pertorbacions locals, com s'ha posat de manifest durant la crisi. A més, no disposen dels coixins de capital i liquiditat del sistema bancari per absorbir *shocks* (com, per exemple, les finestretes de liquiditat del banc central i la regulació prudencial). El resultat podria ser, doncs, un debilitament del sistema financer en el seu conjunt, malgrat que el canal bancari sigui més estable.

6. Conclusions

El sistema financer disposa de mecanismes automàtics que temperen la seva evolució cíclica, tot generant un cercle virtuós d'estabilitat. Això no obstant, durant els anys previs a la crisi, la pressió va ser tan gran que aquests mecanismes van deixar de funcionar.

Les condicions macroeconòmiques van ser molt favorables a l'expansió del sector durant un període de temps excepcionalment llarg. Això va permetre augmentar l'oferta de crèdit a través d'un palanquejament més gran i va afavorir la presa de riscos. Però l'element clau que va trencar el cercle virtuós del sistema financer va ser que l'augment del risc no va estar acompanyat d'una major dotació de capital, de manera que no hi va haver res que posés fre a l'expansió del sector.

L'origen financer de la crisi ha posat en evidència les mancances de l'actual marc regulador i la resposta de les autoritats no s'ha fet esperar. Es pretén limitar la velocitat amb què es pot expandir el sistema financer i millorar l'equilibri entre capital i risc.

El principal canvi que experimentarà el marc regulador serà la reforma de Basilea II. Tot i que els canvis suggerits fins avui van en la direcció adequada, algunes de les mesures proposades es desvinculen del seu objectiu fonamental, millorar el binomi capital-risc. El sistema financer també es pot veure afectat per canvis en la normativa comptable, el sistema impositiu o per la limitació de les activitats que poden dur a terme els diversos agents del sistema.

Els efectes de la crisi financera i els canvis regulatoris portaran a canvis importants en els balanços de les entitats financeres.

L'activitat que duu a terme el sector experimentarà una profunda transformació, per la qual cosa tant el passiu com l'actiu bancari patiran canvis importants. Pel que fa al **passiu**, el capital guanyarà pes per les superiors exigències regulatòries i del mercat, mentre que els dipòsits recuperaran pes respecte al finançament majorista pels seus menors costos i volatilitat. La reestructuració de l'**actiu** serà afavorida, sobretot, per la nova regulació i l'augment de les primes de risc. La major exigència de liquiditat augmentarà el pes del deute públic i podria encarrir el crèdit a llars i empreses.

A més, s'espera una transformació de l'entorn competitiu del sector financer en els pròxims anys. Destaquen el probable augment de la mida mitjana de les entitats i la reducció de la diversificació horitzontal i geogràfica.

Les estratègies de les institucions financeres es veuran afectades no solament pel que fa al seu punt d'arribada, sinó també en el camí escollit per assolir-lo. El procés d'internacionalització de la gran banca podria ser un dels més afectats, ja que s'incentiva una estratègia més ràpida i basada en pocs negocis. El fet que es desincentivi la cooperació amb socis locals a través de *joint ventures* dificultarà la col·laboració i integració internacional entre entitats financeres. A més, s'incrementarà la pressió sobre els grans grups amb estructures complexes.

El sector financer es veurà sotmès a importants pressions sobre la seva rendibilitat, tant per uns costos més alts com per majors exigències per part dels inversors i els reguladors. La reacció de les entitats derivarà en canvis de preus relatius entre diferents productes financers (per tipus de canal, client, etc.) i donarà lloc a una redistribució de quotes de mercat.

La rendibilitat del sector bancari es veurà afectada en els propers anys tant per **factores conjunturals** (reducció del volum de negoci pel despallanquejament, pèrdues per deteriorament d'actiu creditici, costos de reestructuració dels sistemes amb sobrecapacitat, tipus d'interès reduïts) com per **factores estructurals** a causa dels canvis regulatoris (nous impostos, normes sobre solvència i liquiditat, costos de compliment més alts). Si afegim una major exigència de rendibilitat per part dels inversors, tot això deriva en una pressió perquè les entitats financeres ajustin l'estructura de costos i millorin els seus marges. La magnitud dels canvis en els marges dependrà tant de l'heterogeneïtat dels participants en cada mercat com de la tipologia de productes i el risc associat a cada operació.

El probable encariment del finançament bancari afavorirà el desenvolupament dels mercats organitzats (desintermediació). Això pot fer augmentar la inestabilitat del sistema financer en el seu conjunt, ja que han estat justament aquests mercats els que s'han situat a l'ull de l'huracà de la recent crisi financera.

Tot indica que la nova regulació confiarà en el bon funcionament i la transparència dels mercats de titulització i n'incentivarà un major desenvolupament. Aquests mercats tendeixen a ser més volàtils i a esdevenir importants transmissors globals de pertorbacions locals, com s'ha posat de manifest durant la crisi. A més, no disposen dels coixins de capital i liquiditat del sistema bancari per absorbir *shocks* (com, per exemple, les finestretes de liquiditat del banc central i la regulació prudencial). El resultat podria ser, doncs, un debilitament del sistema financer en el seu conjunt, malgrat que el canal bancari sigui més estable.

Els costos de transició cap al nou model regulatori depenen fonamentalment del termini d'adopció de les noves regles. En el cas que sigui massa curt, els impactes sobre l'economia real poden ser importants. A llarg termini, una resistència més gran del sector financer tindrà efectes positius sobre la fortalesa del creixement econòmic.

A Espanya, estimacions basades en la proposta inicial del Comitè de Basilea indiquen que si el període de transició és massa curt, el volum de crèdit podria patir un retrocés del 14% i el PIB podria caure un 5% en el mitjà termini. Les modificacions anunciades pel Group of Governors and Heads of Supervision el juliol del 2010 podrien reduir aquests impactes de manera substancial.

Això no obstant, en el llarg termini, el canvi en el cost dels diferents tipus d'actius induït per la nova regulació podria fer que el crèdit cap a les oportunitats d'inversió més productives flueixi amb menys intensitat. Això podria reduir la capacitat de creixement de l'economia.

Referències

- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2009a). «Strengthening the resilience of the banking sector». Consultative Document, desembre del 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2009b). «International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring». Consultative Document, desembre del 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2010a). «Countercyclical capital buffer proposal». Consultative Document, juliol del 2010.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2010b). «An Assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements», agost del 2010.
- Cappiello, L. *et al.* (2010). «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the Euro Area». ECB Working Paper Series, núm. 1150.
- European Central Bank (2010). Occasional Paper, núm. 117.
- FMI (2010). *Global Financial Stability Report*, abril del 2010.
- Institute of International Finance (2010). «Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework», juny del 2010.
- JP Morgan (2010). «Global Banks - Too Big to Fail? Running the Numbers», febrer del 2010.
- ”la Caixa” Research Department (2010). «The Impact for Spain of the new Banking Regulation proposed by the Basel Committee». Working Paper Series 01/2010, maig del 2010.
- Macroeconomic Assessment Group (2010). «Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements». Interim Report, agost del 2010.
- Nieto, F. (2007). «The determinants of household credit in Spain». Document de treball núm. 0716, Banc d’Espanya.
- The Boston Consulting Group (2010). «Risk and Reward - What Banks Should Do About Evolving Financial Regulations». Working Paper, març del 2010.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic:
publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores
Edició completa disponible a Internet

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic
2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic
3. L'economia d'Andalusia: diagnòstic estratègic
4. L'economia de la Regió de Múrcia: diagnòstic estratègic
5. L'economia del País Basc: diagnòstic estratègic

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

8. Telecomunicacions: som davant d'una nova etapa de fusions? Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell
9. L'enigmàtic món dels *hedge funds*: beneficis i riscos Marta Noguer
10. Llums i ombres de la competitivitat exterior d'Espanya Claudia Canals i Enric Fernández
11. Quant costa anar a la feina? El cost en temps i en diners Maria Gutiérrez-Domènech
12. Conseqüències econòmiques dels cicles del preu de l'habitatge Oriol Aspachs-Bracons
13. Ajuts públics en el sector bancari: rescat d'uns en perjudici d'altres? Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual
14. El caràcter procíclic del sistema financer Jordi Gual
15. Factors determinants del rendiment educatiu: el cas de Catalunya Maria Gutiérrez-Domènech
16. El retorn del *decoupling*? Mite i realitat en el desacoblament de les economies emergents Àlex Ruiz
17. El creixement de la Xina: de quines fonts beu el gegant asiàtic? Claudia Canals

18. Cap a una nova arquitectura financera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. **Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid** Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. **Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area** Pau Rabanal
3. **A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment** Claudia Canals and Marta Noguer
4. **Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual
5. **Integrating regulated network markets in Europe** Jordi Gual
6. **Should the ECB target employment?** Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

- 01/2008. **Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004** Claudia Canals
- 02/2008. **The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union** Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. **Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles** P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. **What Matters for Education? Evidence for Catalonia** Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. **The Drivers of Housing Cycles in Spain** Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. **The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee** "la Caixa" Research Department

■ ESTUDIS ECONÒMICS

35. **La generació de la transició: entre la feina i la jubilació** Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez
36. **El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Coldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho
37. **Europa, com Amèrica: Els reptes de construir una federació continental** Josep M. Colomer

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Jaume Ventura
CREI-Universitat Pompeu Fabra

Direcció

- Jordi Gual
Sotsdirector General de "la Caixa"



001511 168055



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED