documentos de economía "la Caixa"

N.º 18 OCTUBRE 2010

Hacia una nueva arquitectura financiera

Oriol Aspachs-Bracons
Matthias Bulach
Jordi Gual
Sandra Jódar-Rosell

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.
© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2010
© Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

N.º 18 OCTUBRE 2010

Hacia una nueva arquitectura financiera

Oriol Aspachs-Bracons

Matthias Bulach

Jordi Gual

Sandra Jódar-Rosell

Resumen:
El enorme alcance de la crisis financiera internacional que hemos vivido desde 2007 exige plantearse en qué medida lo acontecido conllevará una transformación profunda del mundo financiero y sus principales actores. Con esta finalidad, el presente documento repasa los mecanismos que desestabilizaron los sistemas financieros y describe los cambios regulatorios que persiguen asegurar su buen funcionamiento en el futuro. Pese a que los cambios sugeridos hasta la fecha van en la dirección adecuada, algunas de las medidas propuestas se desvinculan de su objetivo fundamental y podrían tener efectos no deseados. De este modo, el documento analiza también cómo incidirá todo ello en el sector para dar lugar a una nueva estructura competitiva. El resultado será, muy probablemente, un sistema financiero con entidades de mayor tamaño medio y una menor diversificación tanto horizontal como geográfica. Los efectos sobre la economía real podrían ser significativos durante la transición al nuevo modelo, por lo que los detalles y los plazos de adopción efectiva de la nueva regulación resultarán cruciales. A largo plazo, sin embargo, la mayor resistencia del sector financiero debería tener efectos positivos sobre la robustez del crecimiento económico.

Códigos JEL: G21, G28, L10
Palabras clave: crisis financiera, regulación, costes de transición, estructura competitiva, sistema bancario

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

ÍNDICE

1. Introducción 5

2. La naturaleza financiera de la crisis 7
   2.1. El círculo virtuoso del sistema financiero 7
   2.2. ¿Por qué falló? 8

3. Consecuencias financieras de la crisis 12
   3.1. Cambios en el marco regulador 12
   3.2. Efectos estructurales de la crisis en el sistema financiero 15

4. La nueva estructura competitiva 22
   4.1. Caracterización de la estructura competitiva actual 22
   4.2. Cambios en la estructura competitiva 23
   4.3. Cambios en la rentabilidad y el nivel de márgenes 27

5. Potenciales efectos sobre la economía real 29
   5.1. Estimación de los costes de transición de la nueva regulación 29
   5.2. Impacto en el nuevo estado estacionario 31

6. Conclusiones 34

Referencias 37

1. Introducción

El enorme alcance de la crisis financiera internacional que hemos vivido desde 2007 obliga a cualquier analista de los sistemas financieros modernos a plantearse en qué medida lo acontecido conllevará una transformación profunda del mundo financiero y sus principales actores. Algunos cambios importantes ya se han empezado a producir. En España, por ejemplo, el rápido aumento de la concentración, debido al proceso de consolidación de las cajas de ahorros, y la reforma de la ley de cajas marcarán un punto de inflexión en el desarrollo del sector. En Estados Unidos, la reforma aprobada por el Senado también cambiará profundamente la estructura competitiva de la industria financiera, entre otras cosas, porque la nueva ley favorece la separación de las actividades que pueden llevar a cabo la banca comercial y la banca de inversión. En otros países avanzados, como el Reino Unido, Francia y Alemania, los cambios también prometen ser de amplio calado.

Pero la reforma del marco regulador no termina aquí. La crisis ha puesto de manifiesto que en muchos países los instrumentos de regulación y supervisión de las entidades financieras no eran los más apropiados. Al objeto de evitar que en el futuro se reproduzcan crisis de la profundidad de la que hemos registrado, las autoridades políticas y económicas están implementando un amplio programa de reformas cuyo contenido altera sustancialmente el entorno competitivo del sector. En este sentido, uno de los cambios más importantes es el que experimentará el marco de referencia internacional para reguladores y supervisores conocido por Basilea II.

Los grandes rasgos de estos cambios son una mayor y mejor capitalización de las entidades bancarias, un control más estricto sobre los niveles de liquidez, un incremento de la transparencia en los contratos financieros y las titulizaciones, y un intento de mayor control sobre el riesgo y el nivel de apalancamiento asumido por el sector. Sin embargo, y a pesar de la bondad de estas grandes líneas de reforma en términos generales, su impacto final en el sector dependerá de los detalles de las regulaciones finalmente implementadas y del calendario de su implementación. En cualquier caso, son cambios normativos que incidirán con toda seguridad en la configuración general del sector financiero y en el peso relativo de las entidades de depósito.

Pero los efectos de la crisis en el entorno competitivo del sector no sólo se harán sentir por el cambio del marco regulador. El impacto de la crisis ha afectado directamente al negocio bancario y ello se verá reflejado en cambios importantes de la actividad financiera. Se espera que los depósitos ganen protagonismo frente a la financiación mayorista por sus menores costes y volatilidad mientras que el capital ganará peso por las mayores exigencias regulatorias y del mercado. El activo bancario también se verá reestructurado, sobre todo, por la nueva regulación y el aumento de las primas de riesgo. La mayor exigencia de liquidez aumentará el peso de la deuda pública y de otros activos seguros y líquidos, tal vez en detrimento del coste del crédito a hogares y empresas.

Tanto los cambios regulatorios como los cambios en el negocio bancario pueden transformar muy significativamente el entorno competitivo del sector financiero en los próximos años. Por ejemplo, es muy probable que el aumento de la presión regulatoria haga disminuir el tamaño medio de las entidades. Al mismo tiempo, las fuertes presiones sobre la

rentabilidad del sector, tanto por unos mayores costes como por unas mayores exigencias por parte de los inversores y reguladores, provocarán un cambio en los precios relativos de los productos (por tipo de canal, cliente, etc.) y una redistribución de cuotas de mercado entre entidades. Con todo, un posible encarecimiento de la financiación bancaria podría favorecer el desarrollo de los mercados organizados y ello puede aumentar la inestabilidad del sistema financiero en su conjunto, pues han sido justamente estos mercados los que se han situado en el ojo del huracán de la reciente crisis financiera.

La transformación que está experimentando el sector financiero muy probablemente afectará su capacidad de desarrollo y su contribución al crecimiento económico en general. Una buena reforma debe asegurar una capacidad de crecimiento tanto del sector como de la economía. Pero, al mismo tiempo, debe tratar de evitar que se repitan episodios de inestabilidad financiera como el vivido en los últimos años. El equilibrio no será fácil de encontrar. Por ello, es fundamental analizar con detalle las distintas fuerzas que están impulsando el proceso de cambio así como la posible reacción del sector.

2. La naturaleza financiera de la crisis

2.1. El círculo virtuoso del sistema financiero

El sector financiero, como el resto de sectores de la economía, crece durante la fase expansiva del ciclo económico y se ajusta durante los años de recesión. Pero su evolución es especialmente importante para la buena marcha de la economía. Durante las épocas de bonanza económica, el aumento de las oportunidades de inversión se traduce en un mayor crecimiento del crédito. La expansión del sector debe ser la suficiente para satisfacer la mayor demanda crediticia y no desaprovechar el aumento de la rentabilidad de las inversiones. Por otro lado, no debe reaccionar en exceso ya que ello podría sobrecalentar la economía y generar inestabilidad financiera. En cambio, si el sector no es capaz de financiar a las empresas rentables durante las fases bajistas del ciclo, cuando cae la demanda de crédito y aumenta la incertidumbre, puede hacer que las fases recesivas sean más largas y profundas.

Hay distintos mecanismos que hacen que la evolución del sistema financiero sea más o menos equilibrada a lo largo del ciclo. El gráfico 2.1 los describe de forma esquemática. En general, en épocas de bonanza económica hay menos incertidumbre y el riesgo de crédito tiende a disminuir. Ello permite a las entidades financieras aumentar el uso de recursos ajenos para poder incrementar la oferta de crédito. Sin embargo, a medida que se satisfacen las oportunidades de inversión más rentables, el aumento del crédito suele ir acompañado de un incremento del riesgo. Es entonces cuando entra en juego la dinámica fundamental para reequilibrar al sistema financiero. Los prestamistas de los bancos, tenedores de deuda y de capital fundamentalmente, exigen una mayor prima de riesgo. Ante esta tesitura, las entidades financieras tienen dos opciones. Una posible alternativa consiste en aumentar la dotación de capital y de esta manera reducir el riesgo para los prestamistas. La otra opción es dejar de conceder crédito a los proyectos más arriesgados y así moderar el crecimiento de la oferta de crédito. Ambas opciones reducen el apalancamiento de las entidades financieras y de esta manera se restablece el círculo virtuoso descrito. De todas formas, la segunda opción siempre debería acabar dominando, pues, una vez sobrepasado cierto nivel de riesgo, incrementar la oferta de crédito no sería rentable dada la cantidad de capital que exigiría el mercado y el regulador en contrapartida.

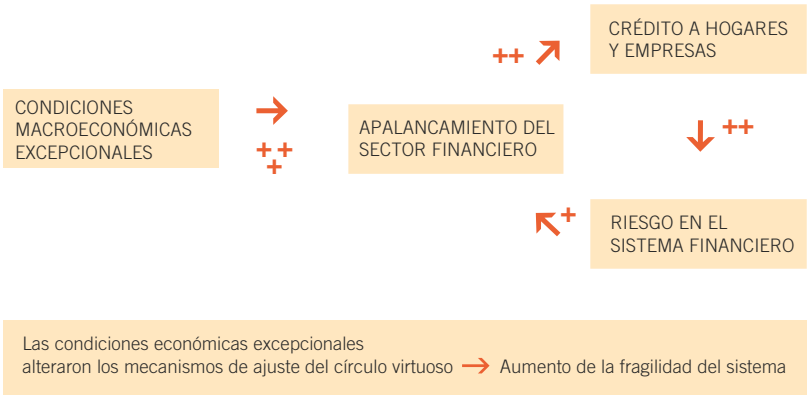
GRÁFICO 2.1 Círculo virtuoso que asegura la estabilidad del sector financiero

Por todo ello, en términos generales, el sistema financiero dispone de mecanismos automáticos que atemperan en principio su evolución cíclica, generando un círculo virtuoso de estabilidad.

2.2. ¿Por qué falló?

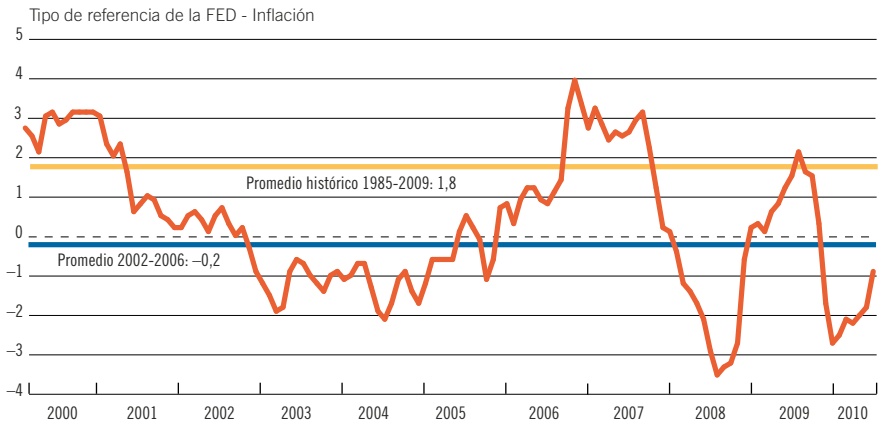
El esquema que nos ha ayudado a describir cuáles son los mecanismos que aseguran el círculo virtuoso de estabilidad del sistema financiero nos sirve también para ilustrar los elementos que lo desestabilizaron (véase gráfico 2.2). Durante los años previos a la crisis la presión sobre los mecanismos que atemperan la evolución cíclica del sistema financiero fue de tal magnitud que éstos dejaron de funcionar. En primer lugar, las **condiciones macroeconómicas** fueron muy favorables a la expansión del sector durante un periodo de tiempo excepcionalmente largo. De hecho, los años comprendidos entre la década de los noventa y el 2007, año en que estalló la crisis, se conocen como la *great moderation*. Durante estos años, las principales magnitudes macroeconómicas presentaron una estabilidad inusitada hasta la fecha. Es especialmente notorio el caso de la inflación y el crecimiento del PIB, cuya volatilidad fue singularmente baja. Las fuerzas que mantuvieron la estabilidad macroeconómica durante un periodo de tiempo tan largo fueron diversas, pero la política monetaria llevada a cabo en la mayoría de países desarrollados jugó un papel muy importante. La inclusión en los mandatos de los bancos centrales de un objetivo explícito de inflación junto con una mayor independencia para llevarlo a cabo permitieron mantener las expectativas de inflación ancladas y facilitaron un largo periodo de estabilidad y crecimiento.

GRÁFICO 2.2 Desestabilización del círculo virtuoso



Sin embargo, todo tiene un precio. Para poder mantener la inflación cerca del objetivo y un buen ritmo de crecimiento económico muchos bancos centrales se vieron obligados a llevar el tipo de interés de referencia a mínimos históricos (véase gráfico 2.3). Alan Greenspan y Ben S. Bernanke, por ejemplo, permitieron que el tipo de interés real fuera negativo entre los años 2002 y 2006. Además, cada vez que la economía entró en recesión la inflación disminuyó y, por lo tanto, los tipos de interés también. Ello hizo que los mercados interpretaran que la Fed acudiría al rescate de la economía cada vez que ésta se desacelerara, lo que alimentó el apetito por el riesgo.

GRÁFICO 2.3 **Tipos de interés reales en Estados Unidos**



FUENTES: Thomson Datastream y elaboración propia.

A este escenario, ya de por sí muy favorable a la expansión del sector financiero, debemos añadir el efecto que tuvo durante estos años el fuerte crecimiento de la economía china. Su modelo de crecimiento, basado en las exportaciones y en el mantenimiento del renmimbi infravalorado, favoreció aún más la elevada liquidez de los mercados. La elevada tasa de ahorro que la primera potencia asiática ha mantenido a lo largo de la última década le ha ayudado a impulsar la inversión en capital fijo, pero también alimentó el fuerte crecimiento del crédito en las economías avanzadas.

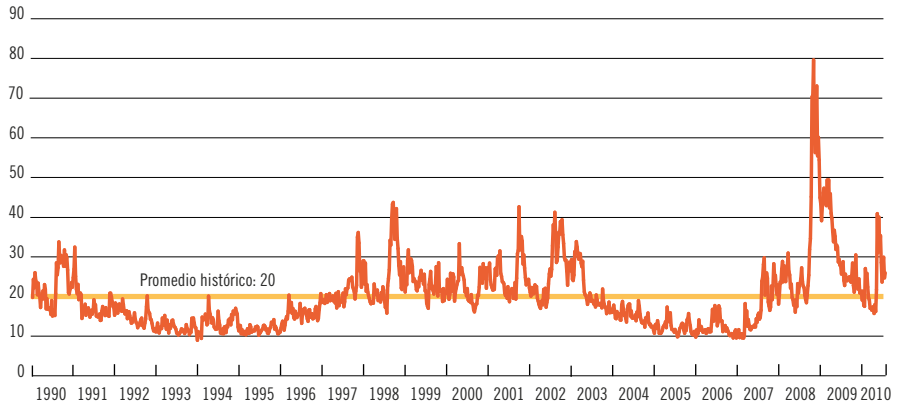
Así pues, las condiciones macroeconómicas prevalecientes durante los años previos a la crisis hicieron que la expansión del sistema financiero fuera más pronunciada que la que observaríamos en un ciclo expansivo típico. La abundante liquidez, por ejemplo, favoreció una mayor profundidad de los mercados de financiación mayorista. Ello facilitó el acceso a la financiación de las entidades financieras y permitió aumentar la oferta de crédito a través de un **mayor apalancamiento**. La abundante liquidez también favoreció el desarrollo del modelo de negocio conocido como *originate and distribute*. Éste popularizó la venta de los créditos generados por los intermediarios financieros, sobre todo hipotecas, al mercado secundario a través de complejos productos financieros. Este proceso de titulización permitió que el **crecimiento del crédito** fuera especialmente pronunciado, que excediera al de la oferta monetaria y que en parte se canalizara a través del *shadow banking system*, el sistema financiero que se encuentra fuera del ámbito regulatorio bancario.

A todos estos factores que presionaron al alza el crecimiento del crédito se les sumó el incremento de la **toma de riesgo**, impulsado tanto por factores de demanda como de oferta. Los factores macroeconómicos comentados anteriormente, como el mantenimiento de los tipos de interés reales en terreno negativo, animaron la demanda de crédito. Ésta, además, recibió el impulso adicional del fuerte aumento del precio de la vivienda. Dado que éste es el activo más usado como garantía de crédito, el aumento de su valor permitió a los hogares aumentar su capacidad de endeudamiento.

Por el lado de la oferta también hubo factores que hicieron que el aumento del crédito fuera acompañado de más riesgo. Por un lado, los esquemas de retribución prevalecientes en el sector financiero estaban orientados a buscar el rendimiento a corto plazo de las inversiones. Además, la evaluación de la gestión de un banco se basaba muchas veces en la cuota de mercado conseguida, lo que generó una enorme competencia en volúmenes a costa, en algunos casos, de mayor riesgo.

Pero el elemento clave que rompió el círculo virtuoso del sistema financiero fue que el aumento del riesgo no estuvo acompañado de una mayor exigencia de capital y, por lo tanto, nada puso freno al **aumento del apalancamiento y del crédito**. En general, el marco regulador exige a cada entidad un nivel de capital mínimo en función del riesgo tomado. Según esta fórmula, la estabilidad del sistema financiero queda garantizada, dado que las entidades que presentan un perfil más arriesgado también disponen de un mayor colchón de capital para poder absorber potenciales pérdidas. Pero en realidad este marco regulador no sólo no consiguió garantizar la estabilidad del sistema financiero, sino que acabó generando incentivos perversos. Durante la fase expansiva del ciclo la percepción de riesgo fue muy baja, con lo que las exigencias de capital se redujeron. Ello permitió que el apalancamiento aumentara aún más y que disminuyera la cobertura del sistema financiero en términos de capital para absorber futuras pérdidas. Ni los prestamistas de los bancos, ni sus propietarios o las instituciones encargadas de su supervisión, públicas y privadas, detectaron el aumento real del riesgo en el que estaban incurriendo los intermediarios financieros. ¿Cómo fue posible?

GRÁFICO 2.4 Índice VIX de volatilidad de la bolsa de Estados Unidos



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

La infraestimación del riesgo fue una de las principales causas. La prima de riesgo de todos los activos, incluidos aquellos tradicionalmente más arriesgados, llegó a mínimos históricos durante los años previos a la crisis (véase gráfico 2.4). Ni los modelos estadísticos más sofisticados que se utilizaban en el sector alertaron del aumento del riesgo subyacente. Es por ello que el director financiero de Goldman Sachs exclamó en verano de 2007, cuando estalló la crisis *subprime*, que «estamos viendo movimientos de 25 desviaciones estándar. Esto, según los modelos utilizados, son cosas que sólo deberían pasar una vez cada 10 ele-

vado a 140 años». Parte de la incapacidad de detectar el aumento del riesgo fue culpa de la mayor opacidad de los nuevos productos financieros. En este sentido, las agencias de *rating* tuvieron un papel central. Con la globalización financiera, a los inversores les es más difícil conocer la calidad real del activo en el que invierten y deben fiarse del análisis llevado a cabo por las agencias de *rating*. Dada la elevada concentración del sector, formado básicamente por tres empresas, los errores de valoración que cometieron tuvieron un fuerte impacto sistémico.

A todo este panorama se le sumó una gestión prudencial por parte del supervisor bancario muy deficitaria en la mayoría de países desarrollados. La respuesta de las autoridades competentes al desarrollo de los nuevos productos financieros y a las nuevas prácticas de intermediación financiera fue muy limitada. En este sentido, merece la pena destacar la actuación del Banco de España, que desempeñó una supervisión muy estricta de todas las entidades y mantuvo una actitud muy conservadora ante las nuevas prácticas financieras. Prueba de ello es que el sistema financiero español consiguió mantenerse relativamente indemne a las turbulencias financieras internacionales, si bien ha acusado la severa recesión que atraviesa la economía real.

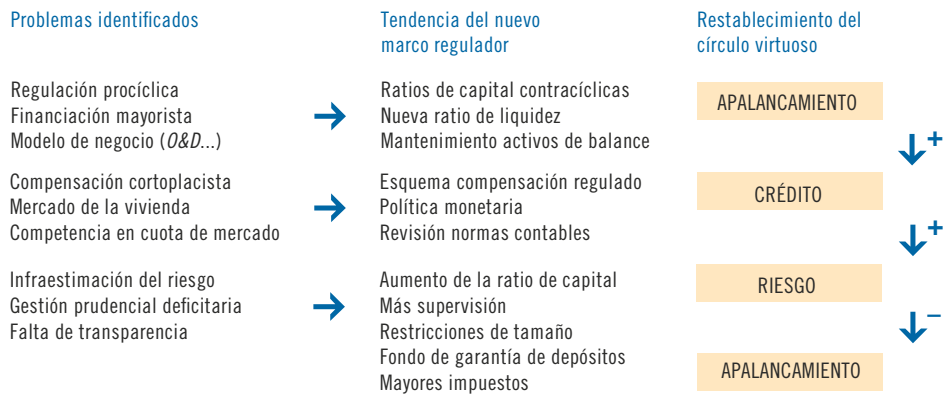
3. Consecuencias financieras de la crisis

Como consecuencia de la crisis financiera, la estructura del sistema financiero prevalente hasta el momento se ha visto perturbada seriamente. Junto con los futuros cambios regulatorios, el impacto sobre los ingresos esperados de las instituciones financieras, así como las reacciones de los distintos agentes, constituyen fuerzas poderosas que irán modificando la estructura del sistema hasta llegar a una nueva configuración estable en los próximos años.

3.1. Cambios en el marco regulador

El origen financiero de la crisis ha puesto en evidencia las carencias del actual marco regulador y la respuesta de las autoridades no se ha hecho esperar. Aunque todavía son pocas las reformas aprobadas, las propuestas son numerosas y provienen de distintos ámbitos. A grandes rasgos, se pretende atacar los problemas antes descritos limitando la velocidad a la que se puede expandir el sistema financiero y mejorando el equilibrio entre capital y riesgo (véase gráfico 3.1).

GRÁFICO 3.1 Cambios regulatorios para restablecer el círculo virtuoso



El principal cambio que experimentará el marco regulador del sistema bancario será, muy probablemente, la reforma de Basilea II. La propuesta de reforma hecha por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés) se vertebra sobre dos ejes: los requerimientos de capital y los de liquidez[1]. La primera propuesta de diciembre de 2009 ha recibido numerosos comentarios en su fase de consulta. En el momento de la redacción de este documento, se está trabajando en una versión final de los cambios regulatorios que probablemente se aprobarán en la reunión del G20 en noviembre de 2010. En julio de 2010, el Group of Governors and Heads of Supervision (GoGHS) ya ha avanzado algunas de las modificaciones respecto a las propuestas iniciales.

Por lo que al capital se refiere, los cambios respecto a la normativa actual serán sustanciales. Uno de los más importantes es que el capital de primera categoría que cubre los activos en

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

riesgo sería restringido al de más calidad, y así aumentaría su capacidad de absorción de pérdidas. De todas formas, algunas de las medidas propuestas para mejorar la calidad del capital se desvinculan de su objetivo fundamental, mejorar el binomio capital-riesgo. Un ejemplo de ello es la consideración de los intereses minoritarios, es decir, de aquella parte del capital de una filial (bancaria o no) que no proviene de la matriz. En la propuesta inicial se establecía que los intereses minoritarios no podrían computar como capital de máxima calidad (*Core Tier 1*). De este modo, al consolidar las filiales de manera global, las entidades financieras matrices tendrían que soportar todo el riesgo de la filial sin poder contar con todo su capital. Esta asimetría en el trato del capital y el riesgo parece haberse solucionado en parte en la redacción definitiva de la propuesta del GoGHS, puesto que finalmente se permitirá el cómputo de los intereses minoritarios en las filiales bancarias hasta cumplir con las exigencias mínimas de cada filial. Pese a ser un paso acertado, sigue sin poder computarse el exceso de capital de dichas filiales ni los intereses minoritarios de las filiales no bancarias.

Otro ejemplo lo constituye la consideración del capital de las entidades financieras invertido en otras entidades financieras o en aseguradoras. La propuesta inicial establecía que tanto las inversiones en participadas bancarias, comprendidas entre el 10% y el 50% del capital de la participada, como la totalidad de las inversiones en aseguradoras deberían deducirse íntegramente del *Core Tier 1*. Esta propuesta comportaría exigencias adicionales de capital que no necesariamente se corresponden con un mayor riesgo asumido por las entidades. Reconociendo este hecho, el GoGHS ha suavizado la propuesta a establecer que sólo deberá deducirse la parte del conjunto de estas inversiones que supere el 10% del *Core Tier 1* de la entidad inversora.

Además de mejorar la calidad del capital regulatorio, la nueva normativa incrementará también la ratio de capital sobre activos en riesgo mínima exigida. Así, el *Core Tier 1* mínimo exigido pasará del 2% al 4,5% (deducciones incluidas). Se establecerá también un rango de capital (*Core Tier 1* entre el 4,5% y el 7%) en el que la solvencia se considerará ajustada e implicará restricciones a la distribución de dividendos (*capital conservation buffer*). Respecto a la evolución de las exigencias de capital a lo largo del ciclo, se introducirá un colchón de capital de hasta 2,5 puntos porcentuales adicionales que las entidades deberán ir acumulando durante fases de crecimiento crediticio excesivo para poder usarlo en momentos de crisis (*contracyclical capital buffer)*. Finalmente, el BCBS también ha propuesto la introducción de un nivel de apalancamiento máximo para cada entidad del 3%, independientemente de su perfil de riesgo, con el fin de asegurar un colchón de capital mínimo y evitar el arbitraje entre activos.

Estas medidas tienen como objetivo asegurar que el capital de que dispone cada banco o caja responda mejor a su perfil de riesgo, y que las fases expansivas del sector financiero se desarrollen de forma más equilibrada. Este segundo aspecto se reforzará con la introducción de dos nuevas ratios de liquidez para cada entidad con la finalidad de garantizar una liquidez mínima a corto y a medio plazo. Con ello se quiere evitar que algunas entidades consigan una rápida expansión de su cartera crediticia a largo plazo mediante la financiación mayorista a muy corto plazo, ya que las hace más vulnerables a las turbulencias de los

mercados. El diseño de las ratios de liquidez es, de todos modos, complejo, puesto que tampoco debe impedir la necesaria transformación de plazos intrínseca al negocio bancario.

El BCBS también ha publicado unas guías que seguir para mejorar el gobierno corporativo de bancos y cajas y, sobre todo, para evitar una visión demasiado cortoplacista del negocio. Además de subrayar los beneficios de diseñar un buen esquema retributivo, el BCBS recuerda la importancia de tener un departamento de riesgos independiente que informe recurrentemente al equipo directivo.

La normativa contable es otro frente desde el que se está trabajando para evitar una excesiva toma de riesgos durante las fases expansivas del ciclo. Destacan dos reformas discutidas en el seno del IASB (International Accounting Standards Board). Para los créditos y los instrumentos de deuda a vencimiento, el método actual de reconocimiento de pérdidas materializadas será sustituido por un método basado en las pérdidas esperadas. Su aplicación exigirá a las entidades determinar las pérdidas esperadas de la cartera crediticia a lo largo de la vida del activo y les obligará a realizar provisiones para cubrirlas. En segundo lugar, para los instrumentos de deuda destinados a negociación (no a vencimiento, por tanto) y para los instrumentos de capital se deja escoger a las entidades entre dos métodos de valoración alternativos (contabilización a valor histórico o a precios de mercado). En función del método escogido los rendimientos impactan en los resultados anuales o directamente en el patrimonio sin alterar los beneficios contables. Dado que la primera opción es poco atractiva, ya que aumenta mucho la volatilidad de la cuenta de resultados, se prevé que las entidades escojan la segunda. Pero ello podría dificultar el reconocimiento de las plusvalías realizadas.

La política monetaria también es objeto de un intenso debate. Éste se centra en si el banco central, además de la inflación, también debe tener como objetivo evitar la formación de burbujas especulativas que pudieran poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. En este campo, sin embargo, las opiniones están muy divididas y probablemente no habrá una reforma a nivel global. El problema, argumentan los detractores de modificar la estrategia tradicional de la política monetaria basada en un solo objetivo de inflación, es que es muy difícil identificar las burbujas durante su formación y, además, la subida necesaria de los tipos de interés para poderlas frenar debería ser tan importante que las consecuencias para el resto de la economía serían difíciles de defender.

La regulación de las entidades grandes y potencialmente sistémicas es otro campo en el que se espera un notable progreso. En Estados Unidos es donde el debate parece estar más avanzado. Concretamente, la llamada propuesta Obama-Volcker aumenta los requisitos de capital para las entidades de más de 250.000 millones de dólares. Además, prohíbe la negociación por cuenta propia o limita al 3% la inversión en *hedge funds* o *private equity* por parte de entidades cubiertas por el fondo de garantía de depósitos. Esta iniciativa retoma en parte la Glass Steagall Act, que se introdujo en Estados Unidos tras la Gran Depresión de los años treinta y que separaba los negocios de banca comercial y de banca de inversión. El objetivo es aislar el negocio que cuenta con cierta garantía pública (a través de las distintas formas de fondos de garantía de depósitos) y evitar que las entidades lo utilicen para incrementar el riesgo.

Otras propuestas para limitar el efecto sistémico de las entidades centran el énfasis en regular su importancia sistémica real. Por ella se entiende el peso que tienen para la buena marcha del sistema financiero, que no necesariamente va ligado a su tamaño sino a su complejidad y a las interconexiones con el resto del sistema. En este sentido, el supervisor del Reino Unido ha sido pionero en exigir a las entidades unos «testamentos en vida», conocidos por *living wills*, para poder agilizar los procesos de liquidación, cuando sucedan, y minimizar su impacto. Éste ha sido precisamente uno de los problemas que han tenido que afrontar los gobiernos en la reciente crisis. Los bancos internacionales, al fin y al cabo, han sido rescatados por los gobiernos del país donde tenían su matriz. Ello ha sido debido, sobre todo, a la poca transparencia y claridad en sus estructuras y a una falta de coordinación a nivel internacional a la hora de asignar responsabilidades. Una característica clave de los mencionados testamentos en vida que los reguladores probablemente exigirán en un futuro próximo, sobre todo a las entidades grandes y sistémicamente relevantes, será la clara separación de negocios entre diferentes países o, por lo menos, claras reglas del reparto de la responsabilidad entre diferentes países en caso de que sea necesario un rescate. Para ello será imprescindible una gran dosis de colaboración y cooperación internacional, ya que los reguladores tendrán que validar y aceptar mutuamente los testamentos en vida elaborados por las entidades transnacionales.

Finalmente, hay otras posibles reformas cuyo diseño aún se encuentra en un estadio muy preliminar pero que, si al final se aprueban, tendrán un fuerte impacto sobre la industria financiera. Una de ellas es la introducción de impuestos especiales para bancos y cajas con el objetivo de financiar el coste de los rescates.

La reforma del marco regulador y de supervisión del sistema financiero ha empezado y ésta es una buena noticia. En general, los cambios propuestos van en la dirección adecuada para restablecer y fortalecer el círculo virtuoso del sistema financiero. De todas formas, la reforma debe hacerse con la máxima precaución. Dado el potencial efecto que pueden tener sobre el sistema financiero y la economía real, los estudios de impacto deben hacerse con mucho rigor. Es muy importante tener en cuenta que los efectos directos e indirectos de unas medidas *a priori* bien intencionadas pueden acabar siendo dañinos para el sector financiero y la economía en su conjunto. Algunos de estos potenciales efectos se analizan en detalle en el capítulo 5 del presente documento.

3.2. Efectos estructurales de la crisis en el sistema financiero

El principal efecto de la crisis sobre las instituciones financieras viene dado, naturalmente, por las pérdidas que ésta les ha generado. Sin embargo, las pérdidas no son la única consecuencia de la crisis que contribuye a modificar la arquitectura del sector. Cambios estructurales en los mercados de financiación de las entidades financieras y en la composición de la demanda de crédito están teniendo también consecuencias importantes, aunque de una forma más indirecta.

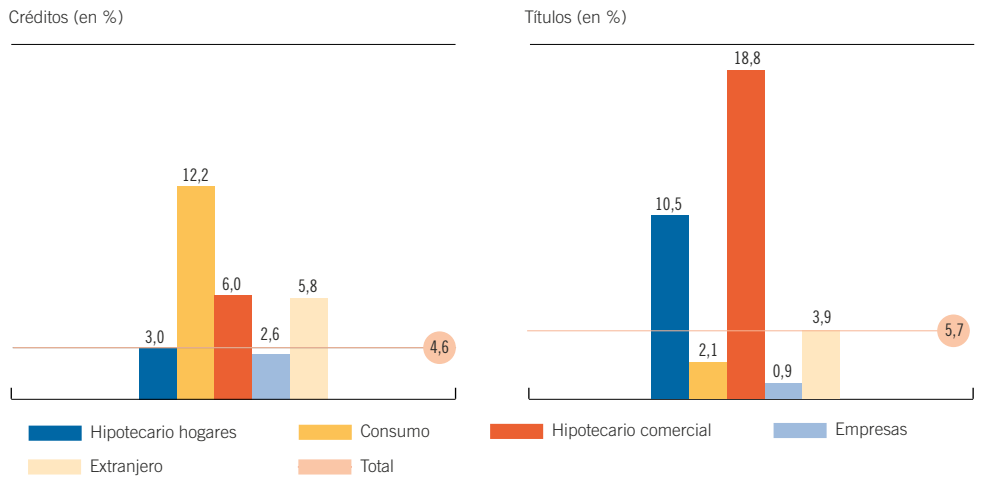
3.2.1. Efectos directos sobre las instituciones financieras

Las enormes pérdidas provocadas por ciertos productos estructurados –como los CDO (*Collateralised Debt Obligations*), entre otros– y la morosidad asociada al estallido de la burbuja inmobiliaria constituyen la principal perturbación desestabilizadora del sistema

financiero. Según las estimaciones más recientes del FMI, las pérdidas hasta 2010 para el conjunto mundial de entidades financieras ascenderían a 2,3 billones de dólares, aproximadamente un 4% de su cartera de créditos y títulos en 2007.

El gráfico 3.2 muestra las pérdidas estimadas para el conjunto de la zona euro, Estados Unidos y el Reino Unido, según la finalidad de la financiación concedida por las entidades (hipotecas, consumo, empresas, etc.) y el tipo de activo que se haya utilizado para instrumentarla (crédito o títulos). Como puede observarse, las pérdidas asociadas a financiación que posteriormente fue titulizada suelen ser mayores (5,7%) que las asociadas al crédito convencional (4,6%), con la excepción del crédito al consumo. Una probable explicación de estas diferencias es que aquellas instituciones financieras cuyo modelo de negocio se basaba en «originar para distribuir» relajaron mucho más los estándares de concesión de financiación que el resto. El gráfico 3.2 también muestra que, para un mismo instrumento, las pérdidas estimadas difieren en función de la finalidad de la financiación. El crédito al consumo (con el 12,2%) y las titulizaciones de crédito hipotecario (tanto comercial con el 18,8%, como a los hogares con el 10,5%) son los productos con mayor tasa de pérdidas. La titulización ha incidido negativamente en la tasa de pérdidas de los préstamos con garantía real, pero no así en los préstamos al consumo. Probablemente ello sea debido a que estos últimos son, ya en origen, mucho más estandarizables. En cualquier caso, esta mayor tasa de pérdidas asociada a las titulizaciones es la responsable de que las mayores pérdidas estimadas se den entre las instituciones de Estados Unidos (7,0% del saldo vivo en 2007), principales tenedoras de estos títulos, seguidas por las estimadas para el Reino Unido (5,4%) y para la zona euro (2,9%).

GRÁFICO 3.2 Pérdidas estimadas (2007-2010) (*)



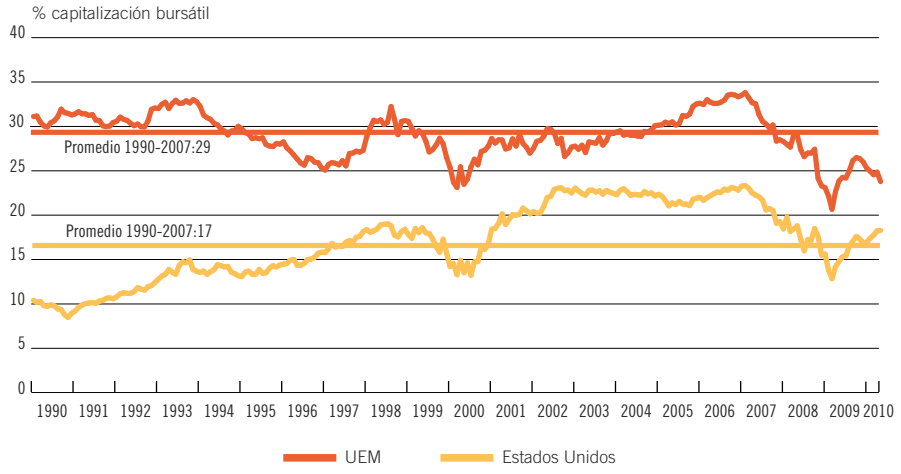
NOTA: (*) Porcentaje del saldo vivo en 2007 para Estados Unidos, Reino Unido y zona euro.
FUENTE: FMI (2010).

Este gran volumen de pérdidas, unido a la revisión a la baja de las perspectivas de negocio para los próximos años, está ocasionando una reducción del tamaño del sistema en todas sus dimensiones (volumen de crédito, activos, retorno esperado, nivel de ocupación, etc.). Pese a que el ajuste de muchas de estas variables necesita de periodos relativamente lar-

gos de tiempo, la contracción se refleja ya en el retorno esperado del sector. Como puede observarse en el gráfico 3.3, el peso del sector financiero en bolsa se encuentra por debajo de los valores anteriores a la crisis, especialmente en la Unión Europea.

Así pues, no todas las instituciones financieras están sufriendo por igual la contracción del sistema financiero, puesto que la incidencia de las pérdidas ha variado en función de modelos de negocio, *mix* de productos ofrecidos e, incluso, de las zonas geográficas en las que las instituciones operaban. El resultado es un cambio en el tamaño relativo de las distintas instituciones financieras que, a su vez, tiene su reflejo en cambios en el *ranking* de principales instituciones.

GRÁFICO 3.3 Peso del sistema financiero



FUENTE: Datastream.

3.2.2. Efectos indirectos a través del pasivo bancario

A grandes rasgos, el pasivo de las entidades bancarias se compone de tres elementos: los depósitos de la clientela, la financiación mayorista y el capital de la entidad. Los depósitos de la clientela son el principal componente, dado el rol fundamental de estas entidades como intermediarias del ahorro. A su vez, los depósitos constituyen el elemento con menos capacidad de absorción de pérdidas de la entidad debido a que se encuentran hasta cierto punto garantizados en la mayoría de países con el fin de evitar los efectos desestabilizadores que podría tener una retirada masiva y por razones de protección del consumidor. Por otra parte, la denominada financiación mayorista está compuesta por los distintos instrumentos de deuda emitidos por las entidades en mercados mayoristas o interbancarios. Estos instrumentos difieren entre ellos en su nivel de riesgo pero no gozan de la misma protección que los depósitos. Finalmente, el capital de la entidad está constituido por las aportaciones de los accionistas así como por la acumulación de beneficios no distribuidos y es el que responde en última instancia frente a posibles pérdidas.

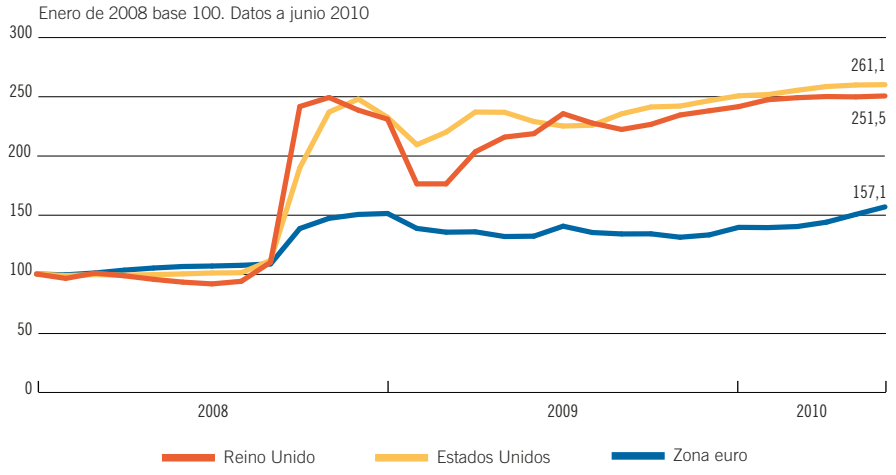
Esta composición del pasivo bancario, que en los últimos años había ido evolucionando hacia un mayor peso de la financiación mayorista frente a los depósitos de la clientela, se

ha visto también alterada por la crisis financiera. Así, la crisis está modificando tanto el peso relativo de cada uno de los componentes del pasivo como sus proveedores. El motor fundamental de este cambio es el aumento de la incertidumbre en los mercados.

La elevada magnitud de las pérdidas, así como su desigual distribución, ha generado mucha incertidumbre acerca de la solvencia de algunas instituciones financieras. Dada la imposibilidad de verificarla con un mínimo de confianza, el mero hecho de que una entidad acudiera a los mercados para obtener financiación se ha interpretado como una señal negativa acerca de su salud. La raíz del problema se encuentra, pues, en la agudización extrema de la asimetría que normalmente existe entre la información que posee la entidad acerca de su situación y la que puede obtener un inversor. Este problema de información ha provocado la huída de aquellos inversores cuyos depósitos no están asegurados hacia activos considerados más seguros, ha cerrado los mercados interbancarios y ha causado un déficit de liquidez en las instituciones financieras.

Para preservar la integridad del sistema financiero, tanto bancos centrales como gobiernos se han visto obligados a tomar medidas excepcionales que paliasen este déficit de liquidez. Los bancos centrales han tomado el rol de prestatarios de última instancia, reemplazando en algunos casos el papel desempeñado por mercados mayoristas ahora cerrados, y han abastecido a las instituciones financieras de toda la liquidez requerida. El gráfico 3.4 muestra como, en el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal ha multiplicado su balance en 2,6 veces para suplir este déficit. La intervención del Banco Central Europeo, aunque significativa, ha sido mucho menor puesto que sólo ha aumentado su balance en un 57%.

GRÁFICO 3.4 Balance de los bancos centrales

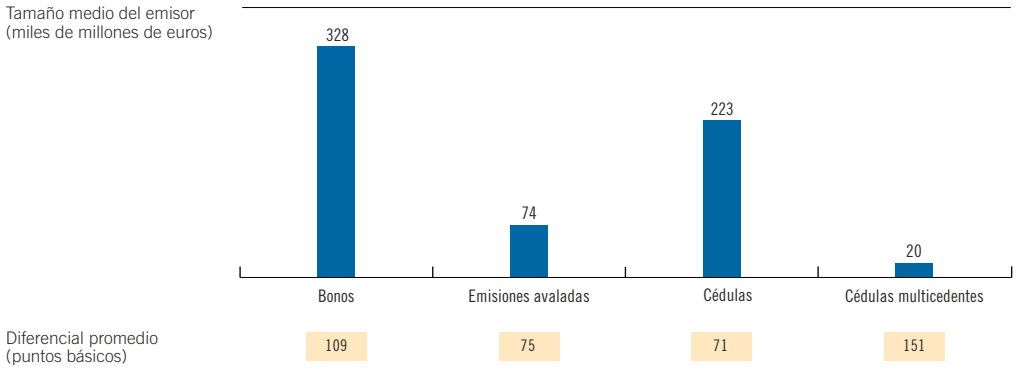


FUENTE: Datastream.

Si bien es cierto que los mercados mayoristas se han ido abriendo desde los peores momentos de la crisis, la incertidumbre sigue siendo muy importante y, en cualquier caso, se ha hecho patente que el nivel de riesgo presente en la economía era mucho mayor del que se creía. Como resultado, el acceso a los mercados de deuda queda reservado a enti-

dades financieras transparentes, sólidas y de cierto tamaño, es decir, capaces de generar confianza. En este sentido, el gráfico 3.5, que recoge el tamaño medio de las entidades de crédito españolas que han conseguido emitir distintos tipos de deuda desde el estallido de la crisis, muestra cómo las entidades que han conseguido emitir bonos –cuyo compromiso de pago no está garantizado por ningún activo– tienen unos activos medios de 328.000 millones de euros. Las entidades más pequeñas, en cambio, han tenido que recurrir a emisiones avaladas por el Estado y, por tanto, asimilables a deuda pública. Las emisiones de cédulas, que son un título de deuda garantizado por una cartera de préstamos de alta calidad, son otro ejemplo de que el mercado prima el tamaño de las entidades. Así, mientras que las entidades con unos activos medios de 223.000 millones de euros han conseguido emitir cédulas con un diferencial promedio de 71 puntos básicos respecto al *midswap*, las entidades más pequeñas sólo han podido hacerlo al doble de coste.

GRÁFICO 3.5 Emisiones españolas en los mercados de deuda (2008-2010) (*)



NOTA: (*) Datos de junio de 2010.
FUENTES: Bloomberg, prensa y elaboración propia.

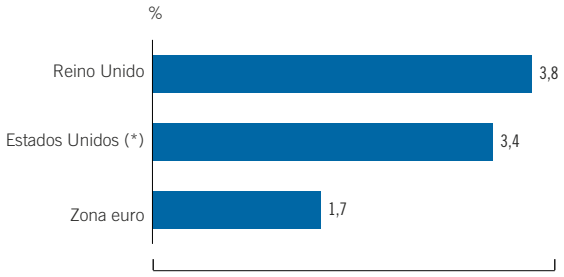
Por lo que al capital se refiere, el deterioro provocado por las pérdidas ha forzado en numerosos casos la intervención directa de los gobiernos mediante inyecciones de capital. En ocasiones estas inyecciones han sido motivadas por el temor a que la posible quiebra de alguna entidad con problemas pudiera desencadenar la quiebra de gran parte del sistema financiero, por ser de un tamaño significativo o estar muy interconectada con el resto. Estas entidades son las consideradas «demasiado grandes para caer» –o *too big to fail* en inglés–. Sin embargo, en otras ocasiones las receptoras del capital público han sido instituciones solventes, pero con tensiones de liquidez, cuyo acceso al mercado se ha visto impedido por los ya mencionados problemas de información asimétrica.

Como puede observarse en el gráfico 3.6, la cuantía de esta provisión de capital ha sido muy significativa en la mayoría de casos y por ello conlleva fuertes restricciones para las instituciones beneficiarias. Gran parte de ellas se verán penalizadas durante cierto tiempo por unos mayores costes que les impedirán crecer al mismo ritmo que otras entidades que no han requerido asistencia. La razón es que, frecuentemente, la retribución exigida por los estados por el capital inyectado es superior a la del mercado y creciente en el tiempo

para incentivar su devolución. Adicionalmente, para las entidades europeas cuya inyección de capital público pueda considerarse una ayuda pública, la Comisión Europea está aplicando fuertes restricciones sobre su tamaño y política comercial para evitar que su posición competitiva frente al resto de entidades se vea favorecida. Tal y como muestran los casos de Commerzbank, ING o Lloyds, la Comisión Europea exige desinversiones en negocios o mercados considerados no esenciales que pueden llegar a reducir el tamaño de las entidades rescatadas alrededor de un 40%. Además, la presencia del sector público en el accionariado de estas entidades tendrá también consecuencias en materia de política de inversiones, pudiendo condicionar su capacidad futura de crecimiento en función de las inversiones que se prioricen.

A medida que los mercados recuperen la normalidad, podrán retomar el papel que ahora desempeñan bancos centrales y gobiernos. En la composición del pasivo bancario, el capital ganará peso por las mayores exigencias tanto regulatorias como del mercado. Por otro lado, la liquidez proporcionada por los bancos centrales deberá captarse entre inversores y depositantes. En este sentido, la financiación a través de depósitos recuperará parte de su peso perdido frente a la financiación mayorista, puesto que su menor coste y su demostrada menor volatilidad ante noticias negativas la hacen más atractiva para las entidades.

GRÁFICO 3.6 **Recapitalizaciones públicas en % PIB de 2008**
Periodo 2008-mayo 2010



NOTA: (*) Desembolsos por el CPP, AIG, Fannie Mae y Freddy Mac (incluye subsidio implícito por supresión de los requerimientos de capital). Datos a diciembre de 2009.
FUENTES: U.S. Treasury y Federal Housing Finance Agency; ECB (2010).

3.2.3. Efectos indirectos a través del activo bancario

La crisis financiera también está propiciando una recomposición del activo bancario, con consecuencias para la financiación de particulares y empresas no financieras. Estos colectivos perciben ahora la financiación bancaria como relativamente más costosa, tanto por un incremento de precios como por una mayor dificultad en su disponibilidad.

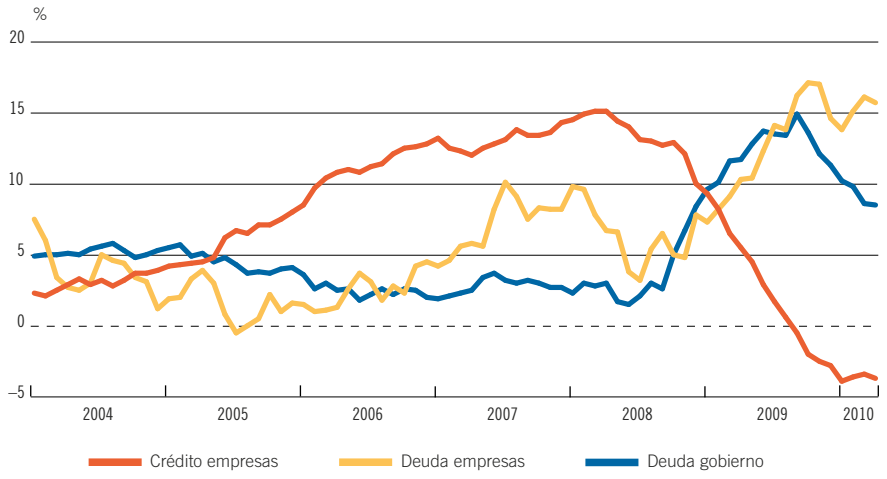
Efectivamente, los tipos aplicados por las entidades de crédito a sus clientes no se han reducido en la misma medida en que lo han hecho los tipos de referencia por parte de los bancos centrales. Ello es consecuencia del ostensible incremento de las primas de riesgo. Los problemas de información que todavía existen en los mercados de deuda y los mayores requerimientos de capital exigidos en la práctica por los inversores elevan la prima

que deben pagar las entidades de crédito. A este encarecimiento de los costes de las entidades debe sumarse el empeoramiento de las condiciones económicas, que eleva a su vez la prima de riesgo de particulares y empresas.

Por otro lado, particulares y empresas deben enfrentarse al problema adicional que supone el creciente endeudamiento de los estados por la competencia que éstos generan por los recursos de las entidades de crédito. Así, desde el punto de vista de estas últimas, la deuda pública se está convirtiendo en un activo de creciente atractivo frente al crédito al sector privado. Su característica diferencial es su alto grado de liquidez y, en el contexto actual de incertidumbre acerca de la evolución de los mercados de deuda, gozar de cierto colchón de liquidez es muy deseable. De hecho, las regulaciones de solvencia y liquidez que se están planteando incitan a la acumulación de deuda pública con esta finalidad. Además, la deuda pública tiene un coste bajo en términos de capital regulatorio.

La percepción de un incremento permanente del coste de la financiación bancaria obliga a particulares y empresas a modificar su comportamiento para adaptarlo a las nuevas circunstancias. Esta reacción se muestra en el gráfico 3.7, donde puede observarse cómo el canal no bancario está ganando peso como vía de canalización de recursos hacia el sector privado. Aquellos demandantes de fondos que pueden generar información transparente y verificable acerca de su perfil de riesgo, como las grandes empresas, están optando por acudir directamente a los mercados de deuda para conseguir financiación. Desde la segunda mitad de 2008, las emisiones de deuda realizadas por grandes empresas han ido aumentando su ritmo de crecimiento, a la par que la financiación que reciben vía crédito bancario ha ido cayendo.

GRÁFICO 3.7 Mercados de deuda *vs.* crédito bancario (*)



NOTA: (*) Tasa interanual de los saldos vivos. Datos a abril 2010.
FUENTE: Banco Central Europeo.

4. La nueva estructura competitiva

Las tendencias dominantes durante los años previos a la crisis financiera eran por un lado la internacionalización y la globalización de las entidades financieras y por otro la diversificación hacia otros negocios relacionados. Como consecuencia, se crearon grupos grandes y complejos y se integró negocio puramente bancario con otros negocios financieros, como el asegurador, la gestión de activos, o actividades de creación de mercados.

Tanto los efectos estructurales y duraderos de la crisis financiera como los cambios esperados en ámbito regulatorio –discutidos en el capítulo 3 de este documento– conllevarán cambios importantes del entorno en el que operan las entidades financieras. El ajuste de las estrategias empresariales para adaptarse a este nuevo marco resultará en una nueva estructura competitiva del sector.

En este cuarto capítulo caracterizamos la estructura competitiva actual en dos de sus principales dimensiones: la extensión geográfica y la diversificación horizontal de las entidades participantes en el mercado. A continuación discutimos las principales fuerzas de cambio que actuarán sobre esta estructura como consecuencia de la crisis actual y de los cambios regulatorios esperados. Finalmente, describimos las presiones esperadas sobre la rentabilidad del sistema financiero y posibles consecuencias para los niveles de márgenes del sector.

4.1. Caracterización de la estructura competitiva actual

Existen muchas variables con las que se podría caracterizar la estructura competitiva de un sector económico: extensión geográfica; diversificación horizontal, entendida como la amplitud de la oferta de productos/servicios relacionados con la actividad principal; grado de integración vertical de las fases de diseño, producción, comercialización y servicios postventa; posicionamiento, en términos de precio, calidad, innovación, entre otros. A efectos de este documento nos centramos en dos de las principales: la **extensión geográfica** y la **diversificación horizontal**. Escogemos estas dos dimensiones porque la naturaleza de la crisis y la reacción regulatoria tendrán especial incidencia en ellas.

El gráfico 4.1 resume el posicionamiento posible de las instituciones financieras respecto a estas dos dimensiones. Por lo general, no parece que exista ni una estratégica única en cuanto al objetivo final o «punto de llegada» ni una tendencia única en la evolución de este posicionamiento.

En cuanto al **punto de llegada**, hay entidades que son capaces de ser muy competitivas con una oferta de productos reducida en un ámbito muy local gracias a la mayor vinculación con el cliente, las relaciones con instituciones locales y una mayor personalización y adaptación a las circunstancias locales. Algunos ejemplos de estos **Especialistas Regionales** incluyen las *credit unions* en Estados Unidos, las cajas de ahorro en Alemania o algunas cooperativas de crédito y cajas de ahorro en España. Estas instituciones no precisan de la expansión a otros productos y servicios o a otras geografías, sino que sirven con excelencia al nicho de mercado que han escogido. La única condición es tener un cierto tamaño mínimo para no sufrir una desventaja excesiva por menores economías de escala. Del mismo modo, también existen entidades relativamente locales con un abanico amplio de produc-

tos (**Bancos Universales Regionales**: bancos chinos o japoneses que operan sobre todo en el ámbito nacional ofreciendo una gran amplitud de servicios financieros) u otras a nivel internacional pero con una oferta muy limitada de productos (**Especialistas Globales**). Este sería el caso de algunos bancos *on-line*; emisoras de tarjetas de crédito, instituciones enfocadas en la banca privada o entidades de financiación al consumo. Todas éstas pueden ser estrategias válidas «de llegada», en el sentido de que el objetivo último no tiene porqué ser el de convertirse en una entidad diversificada tanto a nivel de negocios como a nivel geográfico (**Banco Universal Global**).

En cuanto a la **evolución del posicionamiento**, las entidades que han decidido ampliar tanto el alcance geográfico como el de la gama de productos han utilizado dos estrategias diferenciadas: unas se expanden inicialmente a muchos países con una oferta estrecha para luego ampliar la gama de productos (por ejemplo Citibank a través de su filial de financiación al consumo; ING a través de su banca *on-line*; o el grupo austriaco Raiffeisen, en su expansión hacia Europa Central y del Este). Otras, en cambio, tienen una estrategia más paulatina de expansión geográfica pero que inician directamente con la comercialización de una gama amplia de productos. Habitualmente, esta estrategia implica la participación en alguna entidad local o bien su completa adquisición, como han hecho Deutsche Bank, Santander o BBVA, entre otros.

GRÁFICO 4.1 Posicionamiento de algunas entidades en la estructura competitiva actual

4.2. Cambios en la estructura competitiva

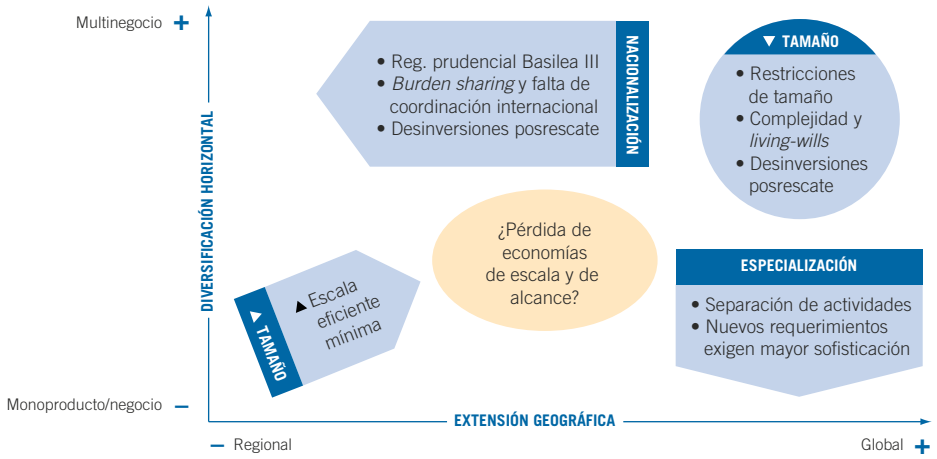
Como resultado de la crisis, existen numerosas fuerzas actuando sobre la estructura competitiva que pueden llegar a alterar el equilibrio actual. Tal y como muestra el gráfico 4.2, cada una de ellas incidirá en mayor o menor medida en el tamaño de las entidades, así como en sus procesos de internacionalización o diversificación.

a. Tamaño

Presión regulatoria. Tanto una potencial restricción directa sobre el tamaño de las entidades como una regulación específica para instituciones complejas –a través de testamentos

en vida, mayores exigencias de capital, mayor supervisión, impuestos especiales– tenderán a reducir el tamaño de las entidades. Alternativamente, en lugar de reducir directamente su tamaño, las entidades podrían optar por una reestructuración de su forma de operar para crear subgrupos independientes en materia de gestión de solvencia y liquidez. Con este procedimiento, denominado *ring fencing*, se evitaría la contaminación al resto del grupo en caso de aparecer problemas en una de las filiales y se reduciría la aportación de la entidad al riesgo sistémico. Sin embargo, al igual que una mera disminución de tamaño, ello podría comportar la pérdida de economías de escala y alcance.

GRÁFICO 4.2 Fuerzas que modificarán la estructura competitiva



Redistribución del negocio entre entidades. Muchas instituciones se han visto y se verán forzadas a desinvertir parte de su negocio como consecuencia de la crisis financiera. Unas para restablecer su solvencia, otras como consecuencia de la presencia de capital público en su accionariado y otras debido a las restricciones impuestas por haberse beneficiado de ayudas públicas (véase apartado 3.2.2.). Algunas entidades grandes han aprovechado estas desinversiones o quiebras para aumentar su tamaño, como es el caso de Santander, Lloyds TSB o Bank of America. Además, debido a la heterogeneidad del impacto de la crisis y de las nuevas normas regulatorias en las distintas entidades, se espera una capacidad de crecimiento futuro diferenciada entre instituciones con la consecuente redistribución del negocio entre ellas.

Incremento de la escala mínima. Tal y como hemos argumentado anteriormente, es necesario cierto tamaño mínimo para no sufrir una desventaja excesiva por menores economías de escala y para poder acceder a los mercados internacionales de capital y de deuda. De no llegar a este tamaño mínimo, los costes fijos pueden suponer una carga demasiado grande para poder competir efectivamente en el mercado y remunerar adecuadamente a los propietarios o autofinanciar el crecimiento. Es de esperar que estos costes fijos aumenten como consecuencia de los cambios regulatorios vía unos mayores costes de cumplimiento o por impuestos adicionales. Este hecho, unido a la mayor necesidad de acceder a los mercados de capitales internacionales, por las mayores exigencias de liquidez y capital, genera poderosos incentivos a la concentración de entidades pequeñas.

Es demasiado pronto para juzgar cuál será el efecto neto de estas tendencias. No obstante, cabe esperar un proceso de concentración generalizado cuyo resultado será un aumento del tamaño medio de las instituciones medianas y pequeñas, tal y como ya está sucediendo en España, Estados Unidos y otros países. En el otro extremo, es posible que algunos de los grandes grupos internacionales se vean forzados a reducir su tamaño o a reestructurarse de manera sustancial, sobre todo aquellos que llevan a cabo actividades de negociación por cuenta propia o invierten en *hedge funds* o fondos de *private equity*.

b. Extensión geográfica

Existe el riesgo de que tanto las presiones sobre el tamaño descritas anteriormente como algunos efectos secundarios, seguramente no deseados, de las actuales propuestas regulatorias resulten en unas entidades de menor extensión geográfica.

Presión regulatoria:

- **Regulación prudencial «Basilea III».** La propuesta de excluir del *Core Tier 1* el exceso de capital de los intereses minoritarios en filiales bancarias junto a la de deducir del mismo la inversión en participadas bancarias desincentivan la internacionalización paulatina de las instituciones financieras. Una inversión conjunta con un socio bancario (por ejemplo en forma de *joint venture*) resultará muy costosa en términos de capital, lo que en la práctica podría limitar la cooperación, diversificación e integración internacional.

- ***Burden sharing* y cooperación internacional.** Aquellas entidades que sean consideradas sistémicamente relevantes evaluarán la necesidad de reorganizar su estructura societaria o de desinvertir negocios no estratégicos, dada su obligación de elaborar los mencionados «testamentos en vida». A su vez, los supervisores de diferentes países deberán validar y aceptar mutuamente los «testamentos en vida» elaborados por las entidades transnacionales. Ante este hecho, la falta de cooperación internacional o de unas reglas claras acerca del reparto entre países del coste de la intervención de una de estas entidades podría llevar al supervisor o al gobierno a presionar a las entidades para que desinviertan sus operaciones internacionales. Ello sería especialmente probable en países donde las entidades más grandes superan con creces el PIB del país, puesto que un potencial rescate podría ser inasumible por parte del gobierno nacional. Alternativamente, también podría darse el caso de que cada regulador nacional obligara a las entidades a cumplir con las regulaciones de solvencia y liquidez a nivel local. Esto resultaría, al igual que en el caso anterior, en una reorganización profunda de la estructura operativa y societaria de las entidades (organizándose por filiales en vez de por sucursales) con consecuencias sobre el verdadero alcance geográfico de las mismas y su capacidad de aprovechar economías de escala.

Efectos estructurales de la crisis. Las desinversiones como consecuencia de la intervención pública descritas anteriormente se están llevando a cabo típicamente en negocios internacionales. Así, por ejemplo, Citibank ha puesto en venta su filial en Alemania; General Electric ha vendido su negocio de financiación al consumo en Alemania y ha puesto en venta el 21% que tiene en Garanti Bank (Turquía), e ING debe vender su filial en Estados Unidos como parte de las exigencias de la Comisión Europea.

c. Diversificación horizontal

Presión regulatoria:

- **Separación de actividades.** Tal como se ha descrito en el apartado 3.1., para aquellas entidades cuyos depósitos se benefician de una garantía pública existen varias propuestas que buscan o bien limitar las actividades que pueden emprender o bien introducir una separación entre la banca de inversión y la banca comercial. La consecuencia lógica sería una mayor especialización de las instituciones financieras y una disminución de sus economías de alcance.

- **Regulación prudencial «Basilea III».** El hecho de que las entidades bancarias tengan que deducir del *Core Tier 1* el total de su inversión en entidades aseguradoras implica que la venta de productos y servicios a través de una filial aseguradora será muy cara en términos de consumo de recursos propios. Por otro lado, la deducción de inversiones en participadas bancarias junto a la exclusión del exceso de capital de los intereses minoritarios no sólo desincentiva la cooperación internacional, como mencionábamos anteriormente, sino también la inversión conjunta en negocios relacionados a nivel nacional. Todo ello podría tener el resultado, seguramente no deseado, de una menor diversificación en negocios financieros relacionados que en lugar de incrementar el riesgo lo atenuarían.

- **Nuevas normas contables (NIC 39).** Al dificultar el reconocimiento de las plusvalías realizadas en las cuentas de resultados, la actual propuesta de reforma de la NIC 39 desincentiva la inversión minoritaria en participaciones tanto financieras como no financieras. Este hecho podría llevar a las entidades a reconsiderar sus inversiones, en muchos casos estratégicas, y provocar la venta de participaciones minoritarias. El resultado sería una menor diversificación, sobre todo en negocios no financieros.

- **Requerimiento de mayor sofisticación.** Entre las recientes propuestas de regulación bancaria, se observan dos tendencias. Por un lado, un mayor número de reguladores a distintos niveles –regional, nacional, internacional– o de comités de fijación de estándares –como por ejemplo a nivel de contabilidad–. Esto incrementa la complejidad de la gestión para las entidades. Por otro lado, se observa una mayor sofisticación de las reglas, con cada vez más exigencias de información. Todo ello requerirá un elevado grado de sofisticación de la organización. Como consecuencia, es de esperar una especialización de las entidades en pocos negocios en los que dominarían las reglas de juego y una menor diversificación.

d. Procesos de internacionalización y diversificación de negocios

Las estrategias de las instituciones financieras se verán afectadas no sólo en cuanto a su punto de llegada, sino también en el camino escogido para alcanzarlo. Varias de las tendencias descritas hasta el momento influyen también en la selección y en el diseño de sus estrategias de internacionalización o diversificación:

- Se desincentivan las inversiones por debajo del 100% en filiales bancarias (nacionales e internacionales) y las *joint ventures* con otras entidades bancarias.
- Se encarecen las estrategias de bancaseguros.
- Se tiende a una mayor especialización.
- Se incrementa la presión sobre los grandes grupos con estructuras complejas.

Como consecuencia, se incentiva una estrategia de internacionalización más rápida pero basada en pocos negocios o en productos muy específicos, en vez de una expansión paulatina pero con un abanico amplio de negocios y productos. El hecho de que se desincentive la cooperación con socios locales a través de *joint ventures* dificultará aún más la integración internacional de negocios bancarios en los que las idiosincrasias de cada región o país sean muy relevantes (como por ejemplo la banca de particulares). Por ello, los negocios con mayor tendencia a internacionalizarse serán aquéllos cuyos procesos se pueden estandarizar bien y que no dependen demasiado del conocimiento de las características culturales, legales o de las costumbres locales. Negocios financieros con estas características incluyen por ejemplo la financiación al consumo (coches, bienes duraderos), medios de pago (tarjetas), gestión de grandes patrimonios o algunos productos de seguros (coche, empresas).

4.3. Cambios en la rentabilidad y el nivel de márgenes

La rentabilidad del sector financiero, entendida como beneficios sobre fondos propios, se está viendo sometida a importantes presiones, por tres vías principales:

- **Factores coyunturales.** Existen algunos factores coyunturales que presionarán a la baja la rentabilidad en los próximos años, seguramente hasta la entrada en vigor de las nuevas normas regulatorias. Por un lado, se espera una reducción de los volúmenes de negocio de la banca debida al proceso de desapalancamiento que están viviendo las economías avanzadas y a la reducida actividad económica. Además, la profunda recesión económica ha provocado unas pérdidas por deterioro del activo crediticio importantes. Este menor volumen de negocio conlleva una cierta sobrecapacidad instalada que debería ir desapareciendo gracias a la reestructuración de los sistemas financieros y sus participantes. Sin embargo, esta reducción de capacidad implicará costes de reestructuración importantes que lastrarán la rentabilidad en los próximos años. Adicionalmente, existe una fuerte presión sobre los márgenes como consecuencia de los reducidos tipos de interés y del hecho de que los mercados de deuda y el interbancario en ámbito internacional aún no hayan vuelto a funcionar con normalidad.

- **Mayores costes.** Las múltiples propuestas regulatorias tendrán un impacto muy sustancial en la base de costes de las entidades financieras a través de la esperada reestructuración del activo y del pasivo para cumplir con las nuevas normas de liquidez y capital. La posible introducción de impuestos específicos para la banca o los costes de la reestructuración necesaria para simplificar los potenciales procesos de liquidación de entidades (testamentos en vida), entre otros, podrían hacer el proceso aún más costoso.

- **Mayor exigencia de capital.** Las nuevas normas de Basilea implicarán una mayor necesidad de capital para las entidades bancarias. Es aún muy temprano para estimar el impacto de estas nuevas normas. No obstante, algunos analistas[2] apuntan a un incremento de entre el 20% y el 40% de las exigencias actuales. Este mayor volumen de capital requerido reduciría de manera directa la rentabilidad de las entidades en torno al 15%-30%[3].

2. Véase, por ejemplo, JP Morgan (2010), The Boston Consulting Group (2010) y "la Caixa" Research Department (2010).
3. Incrementar las exigencias de capital entre un 20% y un 40% bajaría la rentabilidad sobre capital a niveles entre 1/(1+20%) y 1/(1+40%) lo que equivale una reducción de entre el 15% y el 30%.

Con todo, las instituciones financieras no sólo se están viendo confrontadas a presiones a la baja sobre su rentabilidad, sino que deberán enfrentarse también a unas mayores exigencias por parte de los inversores. La percepción del riesgo inherente en la inversión en una entidad financiera ha aumentado de manera muy sustancial tras el estallido de la crisis. Como consecuencia, los inversores pedirán una mayor prima de riesgo y por tanto exigirán una mayor rentabilidad a las entidades financieras. No obstante, cabe matizar que este efecto se verá compensado por el menor riesgo de las entidades a raíz de la nueva regulación. Es difícil de juzgar cuál de los dos efectos pesará más, si el aumento de exigencia de rentabilidad por la mayor percepción de riesgo o la reducción de las exigencias por los mayores niveles de capital. No es descartable que, aunque se les exija más capital por parte del regulador, los inversores quieran curarse en salud y pidan una mayor rentabilidad a las entidades financieras.

Para poder hacer frente a todo ello, las entidades se verán obligadas a ajustar su estructura de costes y mejorar sus márgenes. En la fase de transición puede resultar muy difícil aplicar esta mejora, dada la debilidad de la demanda y los elevados niveles de competencia que plantea la sobrecapacidad en algunos sistemas financieros. Por ello es especialmente relevante que los procesos de reestructuración y ajuste de la sobrecapacidad se efectúen con el máximo rigor y celeridad. La existencia de entidades *zombie* –demasiado débiles para sobrevivir pero aún demasiado fuertes para caer– puede ralentizar los ajustes necesarios y dañar el sistema en su conjunto.

La magnitud del incremento final de márgenes en los servicios financieros dependerá fundamentalmente de tres factores:

- **La heterogeneidad de los participantes en cada mercado.** Aquellas entidades que se vean relativamente poco afectadas por las nuevas normativas tendrán menor necesidad de incrementar márgenes para cumplir con las exigencias de rentabilidad del mercado. Las razones pueden ser múltiples: un punto de partida más robusto en materia de liquidez, solvencia y eficiencia; una tipología de negocio más tradicional con una estructura más sencilla y, por tanto, menos afectada por los cambios; una estructura de propiedad con menores exigencias de rentabilidad, etc. Estas entidades preferirán mantener su nivel de márgenes y así ganar cuota de mercado, robándosela a los competidores más afectados. De este modo el aumento de márgenes se verá limitado por las entidades menos afectadas.

- **Tipología de productos.** El incremento de márgenes no será homogéneo en todos los productos. Los productos de ahorro (como por ejemplo los depósitos bancarios) estarán menos expuestos al existir un amplio abanico de productos sustitutivos (fondos de inversión, fondos del mercado monetario, planes de pensiones, oferta de entidades internacionales, etc.). Lo contrario sucederá para la financiación a través del crédito bancario y sobre todo para aquellos colectivos que tienen un acceso limitado a fuentes de financiación alternativa a través del mercado, como particulares y pymes.

- **Tipología de riesgos.** El incremento de márgenes tampoco será homogéneo para todos los riesgos. Las entidades financieras cobrarán cada vez más la prima de riesgo adecuada para cada operación, diferenciando aquellas operaciones con mayores riesgos o menores garantías del resto.

5. Potenciales efectos sobre la economía real

El probable encarecimiento del canal bancario, así como los efectos estructurales debidos a la reacción de las entidades financieras al nuevo marco regulatorio, pueden tener efectos significativos sobre la economía real. Para facilitar el análisis de estos efectos, resulta conveniente distinguir entre los efectos potenciales de la transición hacia el nuevo marco regulatorio y normativo y los efectos permanentes en el nuevo estado de equilibrio, el nuevo estado estacionario.

5.1. Estimación de los costes de transición de la nueva regulación

Tal y como se ha discutido anteriormente, las entidades financieras tendrán que afrontar tanto un aumento de costes operativos como unas mayores exigencias de capital y liquidez como consecuencia de la introducción de las nuevas normas regulatorias. Es de esperar que las nuevas exigencias provoquen una necesidad de emitir capital e instrumentos de deuda en cantidades importantes.

No obstante, existen varias circunstancias que limitan esta capacidad de emisión, por lo menos durante la fase de transición:

- **Carácter global de la reforma.** Al tratarse en su mayoría de reformas de alcance mundial, se espera una demanda muy elevada de capital y liquidez a nivel agregado. Ello puede complicar la recapitalización, sobre todo de aquellas entidades situadas en países donde no existe un exceso de liquidez o capital.

- **Factor *timing*.** Pese a que se han establecido periodos largos de transición hacia el nuevo marco regulador, es de esperar que el mercado presione para una adopción temprana de las nuevas normas una vez concretadas y decididas.

- **Reducida rentabilidad,** que complicará la recapitalización al no poder ofrecer a los inversores una elevada compensación a través de dividendos.

- **Recuperación de los mercados internacionales de capital y deuda.** A día de hoy, aunque ya estamos lejos de los niveles de estrés de otoño de 2008, no se puede hablar aún de unos mercados restablecidos. Para ello, será muy importante que los inversores crean que las medidas regulatorias emprendidas serán suficientes para reforzar los sistemas financieros y dotarlos de mayor estabilidad y capacidad de resistencia.

Todos estos factores pueden causar una cierta falta de capital y liquidez en el sistema durante la fase de transición. Para aliviar esta escasez es probable que las entidades financieras se adapten a los nuevos requerimientos modificando, entre otras cosas, la estructura de su balance. Las entidades podrían proceder a la desinversión de activos no estratégicos (inmobiliarios, participaciones en entidades financieras y no financieras, deuda corporativa), a la reintermediación de pasivos fuera de balance (fondos de pensiones y de inversión)[4] y a cambios en la estructura temporal tanto de créditos, reduciendo el vencimiento medio, como de depósitos, aumentando el vencimiento medio.

4. Las entidades podrían verse presionadas a priorizar la captación de depósitos y otros pasivos del balance en detrimento de la comercialización de pasivos fuera de balance, como fondos de inversión, pensiones y seguros de ahorro. La consecuencia no deseada sería la penalización del ahorro privado para la jubilación, contrariamente a la actual voluntad de los gobiernos en la mayoría de las economías avanzadas.

No obstante, es probable que incluso después de estas acciones correctivas subsista una falta de capital o liquidez remanente. En este caso podría ocurrir que las entidades se vieran forzadas a restringir el crédito a la economía real, con el consiguiente impacto en la capacidad de generar riqueza de la economía y, por tanto, en los niveles del PIB.

A modo de ejemplo, las **estimaciones para el sistema financiero español**[5] indican que el cumplimiento de las nuevas regulaciones sólo se alcanzaría, tras agotar otros mecanismos de ajuste, a través de una cierta restricción crediticia.

Con la información pública disponible y en base a la propuesta inicial del Comité de Basilea, se estima un déficit de *Core Tier 1* para el sistema bancario español de aproximadamente 48.000 millones de euros y una necesidad adicional de liquidez de aproximadamente 300.000 millones de euros para 2012. Las modificaciones a la propuesta inicial anunciadas por el Group of Governors and Heads of Supervision en julio de 2010, podrían reducir estas necesidades de manera sustancial, sobre todo las de liquidez.

Teniendo en cuenta los ajustes de balance anteriormente mencionados, el déficit de capital remanente podría reducirse hasta situarse alrededor de los 36.000 millones de euros y el de liquidez alrededor de los 185.000 millones de euros. La capacidad de obtener el capital y la liquidez suficientes para cubrir estos déficits remanentes dependerá de forma crucial del ritmo de introducción de las nuevas medidas, de la recuperación de los mercados de capitales y de deudas internacionales, del acceso a los mercados de capitales por parte del sector de las cajas y de la voluntad de los accionistas actuales de aceptar una dilución de su participación.

Si se supone que o bien el periodo de transición es suficientemente largo o bien los mercados de deuda y capitales se han restablecido totalmente en el momento de la implementación, las entidades podrían cumplir con la nueva regulación de solvencia a través de la emisión de instrumentos de capital (en un volumen de aproximadamente 36.000 millones de euros). No obstante, es difícil que los mercados de deuda sean capaces de absorber el volumen necesario de emisiones de renta fija, cifrado en unos 158.000 millones de euros y que representaría un 24% del saldo vivo actual de la deuda emitida por las entidades financieras españolas. Caso de poder emitirse únicamente la mitad de este volumen (unos 79.000 millones de euros), la restricción crediticia necesaria para cumplir con los requerimientos de financiación estable sería alrededor del 5%. Esta restricción crediticia comportaría, a largo plazo, una caída del PIB del 1,6%[6].

Sin embargo, lo más probable es que los mercados sólo se restablezcan parcialmente y que el periodo hasta la adopción de las nuevas exigencias, impulsado por el mercado, sea corto. En este caso la restricción crediticia sería mayor, dada la dificultad a la que se enfrentarían las entidades de crédito para incrementar su capital. Si, por ejemplo, las entidades sólo pueden emitir 18.000 millones de euros en instrumentos de capital, entonces, para cubrir

5. "la Caixa" Research Department (2010); Macroeconomic Assessment Group (2010) presenta de manera agregada los resultados de estimaciones efectuadas por los diferentes supervisores nacionales, el BCE y la Comisión Europea. Las estimaciones aquí presentadas para el mercado español están en línea con estos resultados, si bien se encuentran en la banda alta. IIF (2010) también cuantifica los costes de transición para Europa con resultados similares.
6. Utilizando estimaciones para la zona euro de Cappiello, L. *et al*. (2010).

los 18.000 millones de euros restantes, resultaría necesaria una contracción del crédito del 14%. En este caso, y como resultado de esta fuerte reducción del crédito, las nuevas ratios de liquidez se cumplirían automáticamente. El impacto sobre el PIB, sin embargo, sería sustancial al alcanzar una caída del orden del 5%.

Adicionalmente a los efectos sobre la oferta de crédito bancario, se espera un impacto transitorio sobre la efectividad de la política monetaria. Los requerimientos de liquidez podrían actuar de manera similar a un incremento de los requerimientos mínimos de reservas en el banco central. Como consecuencia de las nuevas ratios de liquidez propuestas por el Comité de Basilea, por cada euro de depósito captado, únicamente 0,70-0,85 euros podrían otorgarse como crédito a largo plazo. Esto impactaría de manera sustancial en el multiplicador bancario, tanto en su nivel como en su estabilidad, y provocaría la necesidad de ajustar la política monetaria.

5.2. Impacto en el nuevo estado estacionario

Una vez terminado el proceso de transición, se alcanzará un nuevo equilibrio caracterizado por unos niveles más elevados de capital y liquidez y una mayor desintermediación, es decir, cierta sustitución del canal bancario por mercados organizados.

5.2.1. Niveles más elevados de capital y liquidez

Las nuevas exigencias de capital y liquidez tienen como objetivo fundamental incrementar la estabilidad y resistencia del sistema financiero, con efectos positivos sobre el nivel y la sostenibilidad del crecimiento económico[7].

Sin embargo, para alcanzar estos efectos positivos hay que pagar un precio. Las mayores exigencias de capital y liquidez causarán cierto efecto de *crowding out*, en la medida en que capital que de otro modo se habría destinado al sistema productivo de un país se destinará ahora a mejorar la estabilidad de su sector financiero. Este efecto podría ser de una magnitud relevante. En el ejemplo español, los 48.000 millones de euros necesarios para cubrir mayores requerimientos de capital representan alrededor del 4% del PIB anual. La parte de la recapitalización del sistema financiero que represente un *crowding out* de inversiones en sectores productivos restará directamente y de manera permanente del nivel del PIB.

Adicionalmente, las mayores exigencias regulatorias provocarán probablemente un incremento del coste de intermediación financiera en el canal bancario. Tal como se ha discutido más arriba, se espera que el incremento de márgenes por parte de las instituciones financieras se produzca sobre todo en los créditos. Consideremos, a modo de ejemplo, que para cumplir con las nuevas exigencias de solvencia en el nuevo estado estacionario sea necesario un nivel de capital un 25% superior al anterior a la crisis. Asumamos además un coste de capital del 9%. En el ejemplo del sistema español, esto se traduciría en la necesidad de incrementar los ingresos o reducir los costes en 6.100 millones de euros[8] para mantener la misma retribución sobre capital. Si se tiene que conseguir mediante un aumento en los

7. Para una discusión y estimación tanto de los efectos positivos como de los costes asociados, véase BCBS (2010b).
8. (9% * 25% * 190.000 millones de *Core Tier 1*)/(1%-30% de impuestos).

tipos de interés de los créditos, haría falta un aumento de márgenes de 34 puntos básicos[9]. Utilizando estimaciones de Nieto (2007), esto se traduciría en una caída del saldo vivo del crédito de tan sólo 0,54%.

Estos cálculos indican que el impacto de un incremento generalizado de las exigencias de capital y liquidez en el saldo de créditos vía márgenes tiende a ser limitado a nivel agregado[10]. No obstante, puede acarrear consecuencias muy distintas para las instituciones financieras a nivel individual. Cabe recordar que la capacidad de trasladar el incremento de costes al cliente final dependerá del nivel de competencia. El incremento de márgenes estará, por tanto, limitado por el incremento que tiene que efectuar la mejor entidad para cumplir con las nuevas regulaciones y exigencias del mercado. Esto sugiere que habrá entidades que, al no poder trasladar sus mayores costes a sus clientes, tendrán que restringir su tamaño y perder cuota de mercado frente a entidades mejor posicionadas.

Además, es importante tener en cuenta que la magnitud del incremento del coste de intermediación financiera en el canal bancario no será homogénea entre todos los productos. De acuerdo con la nueva normativa, los productos más arriesgados serán los que sufrirán un aumento de coste más significativo ya que los requerimientos de capital asociados serán mayores. Por lo tanto, en el largo plazo, el crédito hacia las oportunidades de inversión más productivas, que suelen ser las más arriesgadas, podría fluir con menos intensidad y ello reduciría la capacidad de crecimiento de la economía.

5.2.2. Desintermediación

Las nuevas ratios de liquidez propuestas por el Comité de Basilea limitan de manera sustancial la función de transformación de plazos de las entidades bancarias, al requerir financiación a más largo plazo para poder conceder créditos a más corto plazo. Esto debilita la función clásica del sector financiero de transformar ahorro a corto plazo (por ejemplo, cuentas a la vista) en créditos a largo plazo (por ejemplo en hipotecas a más de 20 años). Además, las especificaciones de las nuevas ratios de liquidez incentivan que la financiación a empresas se realice vía instrumentos de deuda (aunque sean íntegramente adquiridos por la entidad financiera) en lugar de utilizar el crédito bancario.

Estos cambios regulatorios podrían tener un impacto desigual entre los distintos agentes económicos o distintos productos bancarios. Los particulares, y sobre todo las pymes, podrían verse especialmente afectados por esta menor capacidad de transformación de plazos por parte del sector bancario, puesto que su acceso al mercado de capitales es más limitado y, por tanto, les sería más difícil encontrar un sustituto al canal bancario. Entre los productos más afectados encontraríamos el crédito al consumo y a pymes a plazo (sin colateral), así como el crédito hipotecario a muy largo plazo (muy costoso en términos de liquidez).

9. Resultado de dividir los 6.100 millones de euros entre 1.800 miles de millones de euros correspondientes al saldo vivo del crédito a otros sectores residentes.
10. BCBS (2010b) reporta un impacto de 0,33 p.p. de nivel de PIB en caso de un incremento de la exigencia de capital de 2 p.p. y el cumplimiento de la ratio de liquidez a largo plazo (NSFR).

Alternativamente, las entidades podrían amortiguar el impacto negativo de las nuevas normas regulatorias sobre el crecimiento del crédito y el crecimiento del PIB recurriendo a los mercados de titulización. Titulizar parte de los créditos (con transferencia del riesgo) permitiría reducir las exigencias tanto de capital como de liquidez de las entidades.

En cualquier caso, todo ello llevaría a que los mercados asumieran una parcial sustitución del rol de intermediación financiera y una transformación de plazos de inversión de las instituciones bancarias. La relación banca-empresa se vería entonces debilitada como consecuencia de la gradual desintermediación. Este aspecto puede ser especialmente importante en un contexto europeo en el que las pymes juegan un rol central y los mercados financieros no tienen el grado de madurez y desarrollo de los homólogos anglosajones.

El hecho de que, como consecuencia de las nuevas normas, el canal no bancario se vea reforzado puede extrañar, puesto que han sido justamente los mercados de titulización los que se han situado en el ojo del huracán de la reciente crisis financiera. No obstante, parece ser la intención del regulador confiar en el buen funcionamiento y en la transparencia de dichos mercados e incentivar un mayor desarrollo de los mismos. Sin embargo, cabe recordar que los mercados tienden a ser más volátiles y a ser importantes transmisores globales de perturbaciones locales, como se ha puesto de manifiesto durante la crisis. Además, no cuentan con los colchones de capital y liquidez del sistema bancario para absorber *shocks* (como por ejemplo las ventanillas de liquidez del banco central y la regulación prudencial). El resultado podría ser, pues, un debilitamiento del sistema financiero en su conjunto, a pesar de que el canal bancario sea más estable.

6. Conclusiones

El sistema financiero dispone de mecanismos automáticos que atemperan su evolución cíclica, generando un círculo virtuoso de estabilidad. No obstante, durante los años previos a la crisis la presión fue de tal magnitud que éstos dejaron de funcionar.

Las condiciones macroeconómicas fueron muy favorables a la expansión del sector durante un periodo de tiempo excepcionalmente largo. Ello permitió aumentar la oferta de crédito a través de un mayor apalancamiento y favoreció la toma de riesgos. Pero el elemento clave que rompió el círculo virtuoso del sistema financiero fue que el aumento del riesgo no estuvo acompañado de una mayor dotación de capital, por lo que nada puso freno a la expansión del sector.

El origen financiero de la crisis ha puesto en evidencia las carencias del actual marco regulador y la respuesta de las autoridades no se ha hecho esperar. Se pretende limitar la velocidad a la que se puede expandir el sistema financiero y mejorar el equilibrio entre capital y riesgo.

El principal cambio que experimentará el marco regulador será la reforma de Basilea II. Aunque los cambios sugeridos hasta la fecha van en la dirección adecuada, algunas de las medidas propuestas se desvinculan de su objetivo fundamental: mejorar el binomio capital-riesgo. El sistema financiero también se puede ver afectado por cambios en la normativa contable, el sistema impositivo o por la limitación de las actividades que pueden llevar a cabo los distintos agentes del sistema.

Los efectos de la crisis financiera y los cambios regulatorios llevarán a cambios importantes en los balances de las entidades financieras.

La actividad que lleva a cabo el sector experimentará una profunda transformación, por lo que tanto el pasivo como el activo bancario sufrirán importantes cambios. Por lo que al **pasivo** se refiere, el capital ganará peso por las mayores exigencias regulatorias y del mercado, mientras que los depósitos recuperarán peso frente a la financiación mayorista por sus menores costes y volatilidad. La reestructuración del **activo** será propiciada, sobre todo, por la nueva regulación y por el aumento de las primas de riesgo. La mayor exigencia de liquidez aumentará el peso de la deuda pública y podría encarecer el crédito a hogares y a empresas.

Además, se espera una transformación del entorno competitivo del sector financiero en los próximos años. Destacan el probable aumento del tamaño medio de las entidades y la reducción de la diversificación horizontal y geográfica.

Las estrategias de las instituciones financieras se verán afectadas no sólo en cuanto a su punto de llegada, sino también en el camino escogido para alcanzarlo. El proceso de internacionalización de la gran banca podría ser uno de los más afectados, pues se incentiva una estrategia más rápida y basada en pocos negocios. El hecho de que se desincentive la cooperación con socios locales a través de *joint ventures* dificultará la colaboración e integración internacional entre entidades financieras. Además, se incrementará la presión sobre los grandes grupos con estructuras complejas.

El sector financiero se verá sometido a importantes presiones sobre su rentabilidad, tanto por unos mayores costes como por mayores exigencias por parte de los inversores y de los reguladores. La reacción de las entidades resultará en cambios de precios relativos entre diferentes productos financieros (por tipo de canal, cliente, etc.) y causará una redistribución de cuotas de mercado.

La rentabilidad del sector bancario se verá afectada en los próximos años tanto por **factores coyunturales** (reducción del volumen de negocio por el desapalancamiento, pérdidas por deterioro de activo crediticio, costes de reestructuración de los sistemas con sobrecapacidad, reducidos tipos de interés), como por **factores estructurales**, debido a los cambios regulatorios (nuevos impuestos, normas sobre solvencia y liquidez, mayores costes de cumplimiento). Si añadimos una mayor exigencia de rentabilidad por parte de los inversores, todo ello deriva en una presión para que las entidades financieras ajusten la estructura de costes y mejoren sus márgenes. La magnitud de los cambios en los márgenes dependerá tanto de la heterogeneidad de los participantes en cada mercado como de la tipología de productos y del riesgo asociado a cada operación.

El probable encarecimiento de la financiación bancaria favorecerá el desarrollo de los mercados organizados (desintermediación). Ello puede aumentar la inestabilidad del sistema financiero en su conjunto, pues han sido justamente estos mercados los que se han situado en el ojo del huracán de la reciente crisis financiera.

Todo apunta a que la nueva regulación confiará en el buen funcionamiento y en la transparencia de los mercados de titulización e incentivará un mayor desarrollo de los mismos. Estos mercados tienden a ser más volátiles y a ser importantes transmisores globales de perturbaciones locales, como se ha puesto de manifiesto durante la crisis. Además, no cuentan con los colchones de capital y liquidez del sistema bancario para absorber *shocks* (como por ejemplo las ventanillas de liquidez del banco central y la regulación prudencial). El resultado podría ser, pues, un debilitamiento del sistema financiero en su conjunto, a pesar de que el canal bancario sea más estable.

Los costes de transición hacia el nuevo modelo regulatorio dependen de manera crucial del plazo de adopción de las nuevas reglas. En el caso de ser demasiado corto, los impactos sobre la economía real pueden ser importantes. A largo plazo, la mayor resistencia del sector financiero tendrá efectos positivos sobre la robustez del crecimiento económico.

En España, estimaciones basadas en la propuesta inicial del Comité de Basilea indican que si el periodo de transición es demasiado corto el volumen de crédito podría sufrir un retroceso del 14% y el PIB podría caer un 5% en el medio plazo. Las modificaciones anunciadas por el Group of Governors and Heads of Supervision en julio de 2010 podrían reducir estos impactos de manera sustancial.

De todas formas, en el largo plazo, el cambio en el coste de los distintos tipos de activos inducido por la nueva regulación podría hacer que el crédito hacia las oportunidades de inversión más productivas fluya con menos intensidad. Ello podría reducir la capacidad de crecimiento de la economía.

Referencias

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2009a). «Strengthening the resilience of the banking sector», Consultative Document, diciembre de 2009.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2009b). «International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring», Consultative Document, diciembre de 2009.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2010a). «Countercyclical capital buffer proposal», Consultative Document, julio de 2010.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2010b). «An Assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements», agosto de 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, n.º 1150.

European Central Bank (2010). Occasional Paper, n.º 117.

FMI (2010). *Global Financial Stability Report*, abril de 2010.

Institute of International Finance (2010). «Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework», junio de 2010.

JP Morgan (2010). «Global Banks – Too Big to Fail? Running the Numbers», febrero de 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, mayo de 2010.

Macroeconomic Assessment Group (2010). «Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements», Interim Report, agosto de 2010.

Nieto, F. (2007). «The determinants of household credit in Spain», Documento de trabajo, n.º 0716, Banco de España.

The Boston Consulting Group (2010). «Risk and Reward – What Banks Should Do About Evolving Financial Regulations», Working Paper, marzo de 2010.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:
www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico:
publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores
Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. **La economía de Galicia: diagnóstico estratégico**
2. **La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico**
3. **La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico**
4. **La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico**
5. **La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico**

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

8. **Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones?** Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. **El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos** Marta Noguer
10. **Luces y sombras de la competitividad exterior de España** Claudia Canals y Enric Fernández
11. **¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero** Maria Gutiérrez-Domènech
12. **Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda** Oriol Aspachs-Bracons
13. **Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros?** Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. **El carácter procíclico del sistema financiero** Jordi Gual
15. **Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña** Maria Gutiérrez-Domènech
16. **¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes** Àlex Ruiz
17. **El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático?** Claudia Canals
18. **Hacia una nueva arquitectura financiera** Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y 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 sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

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 Alícia 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

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. **La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación** Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. **El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. **Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental** Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y 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

Dirección

- Jordi Gual
  Subdirector General de "la Caixa"

Diseño, maquetación e impresión: www.cege.es - Ciutat d'Asunción, 42 - 08030 Barcelona D. L.: B. 30751-2006

0015211168078

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

"la Caixa"