

LA CRISIS DE LIQUIDEZ DE 2007: HACIA UN NUEVO MODELO DE INDUSTRIA
FINANCIERA

Manuel González Cid (*)

(*) Manuel González Cid es Director Financiero del BBVA. Este artículo se basa en la ponencia presentada por el autor, en febrero de 2008, en el CEMFI (Centro de Estudios Monetarios y Financieros). Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

En los últimos tiempos, la jerga financiera se ha visto ampliada consideradamente con acrónimos —SIV, ABS, CDS, CDO...— y términos anglosajones —*conduits*, *monoliners*, *origination*...—, que constatan la continua evolución del sector al compás de la innovación financiera. En este contexto, los episodios que han dado forma a la crisis se han sucedido a un ritmo tan vertiginoso que, en ocasiones, se pierde cierta visibilidad a la hora de analizar sus causas y sus potenciales impactos.

Este artículo, basado en la ponencia presentada por el autor en febrero de 2008 en el CEMFI, pretende introducir elementos de reflexión sobre los potenciales impactos de esta crisis en el sector financiero, sobre todo en su configuración futura. Repasar brevemente los principales acontecimientos que se sucedieron desde su materialización hasta junio de 2008 favorecerá la comprensión de las diferentes visiones que conviven en los círculos financieros.

Este trabajo concluirá tratando de aportar al lector los elementos estructurales clave sobre los que se apoyará el nuevo escenario que en la actualidad se está gestando en la industria financiera.

1. Una visión descriptiva de la crisis

1.1 PRINCIPALES

ACONTECIMIENTOS: FLUJO

DE NOTICIAS

Muchos analistas fechan el estallido de la crisis *subprime* en el 2 de abril de 2007. Ese día, New Century Financial Corporation, la mayor hipotecaria especializada en créditos *subprime* de Estados Unidos, oprimida por el incumplimiento de pago cada vez mayor de sus clientes, presentó oficialmente a las autoridades financieras del país la solicitud de acogerse al denominado *Chapter 11*. El deterioro sufrido por New Century en los meses precedentes a esta solicitud se pone de manifiesto al analizar el desmoronamiento que padeció su valor bursátil, ya que el 1 de enero de 2007 se cifraba en 1.750 millones de dólares y apenas tres meses más tarde, el 14 de marzo, día después de que la Bolsa de Nueva York decidiera excluir su cotización —por insolvencia y presunto delito contable—, su volumen de capitalización no superaba los 55 millones de dólares, tras retroceder en ese período de tiempo el valor de sus acciones un 97%.

El mercado prácticamente no tuvo tiempo para asimilar el colapso de New Century, ya que, un mes después, el 3 de mayo, UBS anunciaba el cierre de su filial de *hedge funds*, Dillon Read Capital Management (DRCM), una vez que las pérdidas —por valor de 124 millones de dólares— acumuladas por esta división durante el primer trimestre del año lastraron los resultados de la entidad suiza.

Poco después, entre los meses de junio y julio de 2007, dos *hedge funds* gestionados por Bear Stearns declararon un volumen de pérdidas tal, que su valor se evaporó. Este acontecimiento, que suponía la bancarrota más sonada de un fondo de inversión libre desde la protagonizada por Long Term Capital Management en el año 1998, significaba la pérdida total de las cantidades aportadas por sus inversores. Los motivos esgrimidos por el banco de inversión para justificar la quiebra de ambos fondos —la depreciación total de los tramos triple A de sus titulaciones, cuyos activos subyacentes eran hipotecas *subprime*— vinieron a confirmar los peores presagios que circulaban desde hacía meses por el sector financiero.

En el medio de este panorama, varios fondos de deuda hipotecaria a escala internacional congelaron sus inversiones, evidenciando que la propagación de la crisis de confianza se había consumado.

Sin embargo, fue el día 9 de agosto de 2007 cuando la crisis *subprime* afectaría definitivamente al sector financiero internacional. El detonante fue la suspensión temporal del cálculo del valor liquidativo de tres de sus fondos anunciada por BNP Paribas, debido a la ausencia de precios de referencia y a la falta de liquidez. Anteriormente, el 30 de julio, el Banco Alemán de Industria (IKB), especializado en la financiación a pequeñas y medianas empresas, había reconocido públicamente que la exposición a los activos dañados le imposibilitaría el cumplimiento de los objetivos de beneficios establecidos para el año en curso, asumiendo pérdidas millonarias.

El volumen total de deuda hipotecaria en el primer trimestre de 2007 ascendía a 10.426 billones de dólares en Estados Unidos. Para sopesar la magnitud de esta cifra basta con recordar el PIB que arrojaba en esa misma fecha, 13.756 billones: la deuda hipotecaria representaba el 75,8% del indicador.

a. Extensión de los problemas del *subprime* en Estados Unidos

El volumen acumulado de créditos *Alt-A* y *subprime* —2.815 billones de dólares— representaba el 27% del total de la deuda hipotecaria estadounidense. Por su parte, el volumen de hipotecas de alto riesgo formalizadas (con una ratio LTV del 100% o del 90% con documentación limitada) constituía aproximadamente el 35% de las *Alt-A* y *subprime*, es decir, 985 billones de dólares.

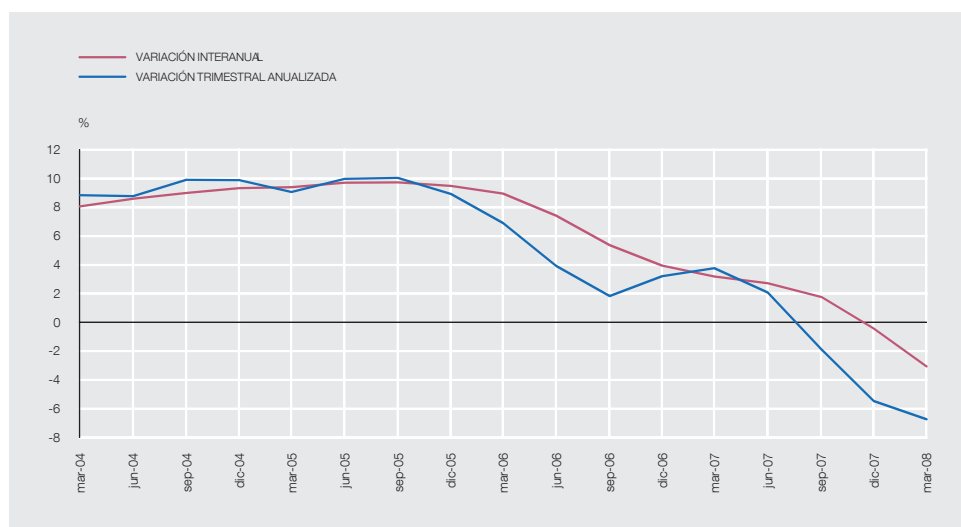
El sistema comenzó a colapsarse al comprobar el elevado riesgo de los activos titulizados con hipotecas estadounidenses, en un contexto de fuertes caídas del precio de la vivienda e incremento de la morosidad hipotecaria.

En los años previos, la elevada inflación observada en Estados Unidos había motivado la reacción de la Reserva Federal, que incrementó progresivamente los tipos de interés¹ para tratar de estabilizar las presiones inflacionistas. Consecuencia directa de esta medida fue el incremento del coste de la deuda, lo que desembocó en que el precio de la vivienda, que había crecido de forma espectacular del año 2001 al 2005, comenzara a caer.

ESTADOS UNIDOS: VARIACIÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA

GRÁFICO 1

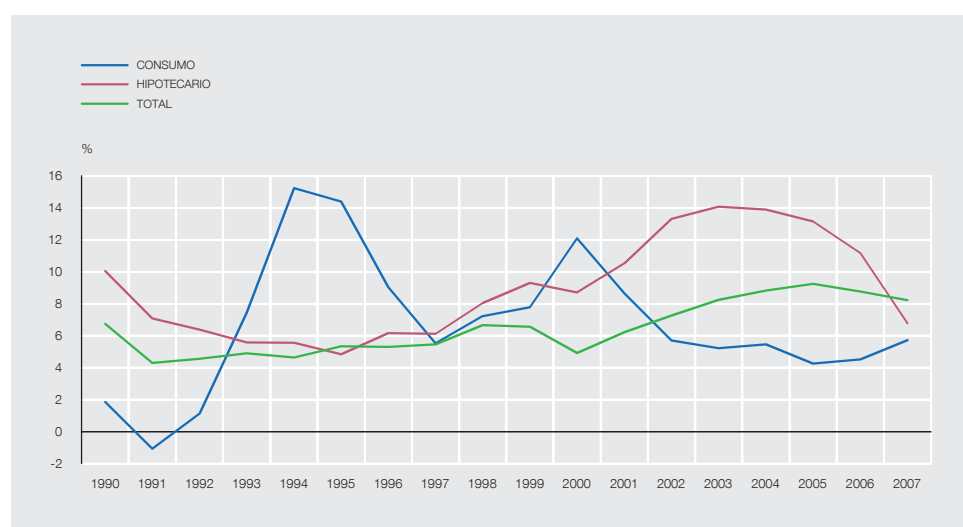
(Índice de precios de viviendas compradas OFHEO)



FUENTES: Servicio de Estudios Económicos BBVA y Bloomberg.

1. En tres años, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés desde el 1% vigente el 25 de junio de 2003 al 5,25% del 29 de junio de 2006, lo que supuso 17 subidas consecutivas de 0,25 puntos cada una.

(Var. % anual)



FUENTES: Servicio de Estudios Económicos BBVA y Bloomberg.

El impacto ocasionado en el sector hipotecario por el aumento de tipos fue tal, que se llegó al extremo de que muchos inversores tuvieron que enfrentarse a la realidad de que la deuda contraída con las entidades financieras superaba el valor de la propiedad adquirida.

El descenso significativo en las operaciones de compraventa de viviendas en Estados Unidos motivó una ralentización de los créditos hipotecarios concedidos a partir del año 2006, lo que reflejaba gráficamente el ahogamiento paulatino al que comenzaba a verse sometido el sector hipotecario, tras unos años en los que la enorme liquidez existente se había trasladado en dirección a los activos inmobiliarios.

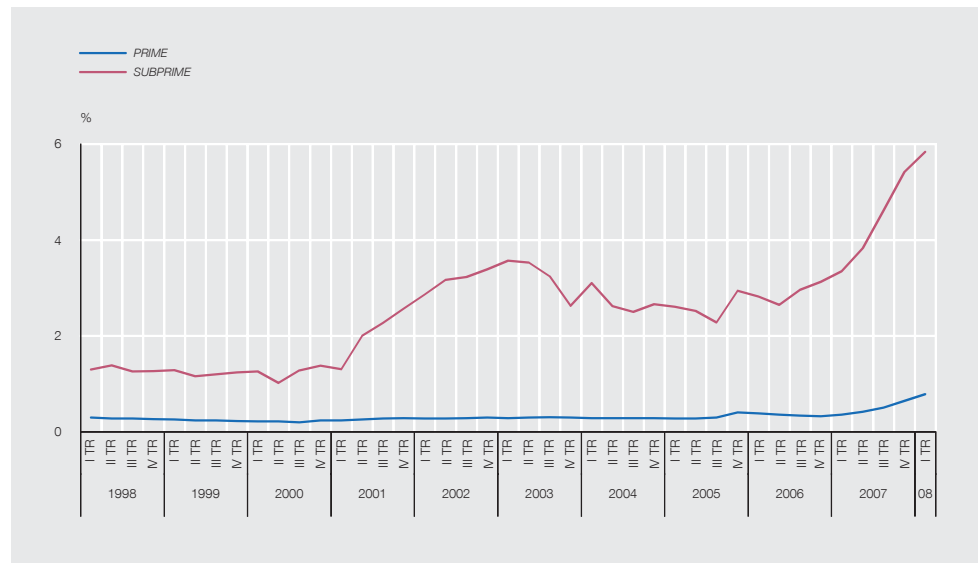
La escalada de tipos de interés configuró un escenario en el que la deuda contraída por los inversores iba en continuo aumento, las viviendas ya no incrementaban su valor — incluso se reducía, produciéndose un descenso considerable de la tasa de ventas— y, además, en el año 2007 finalizaría el período de carencia de las hipotecas contratadas en 2005, lo que suponía un volumen importante de hipotecados que tendrían que empezar a hacer frente a los pagos en unas condiciones definitivamente desfavorables e inesperadas.

La consolidación y posterior agudización que estos factores originaron en la economía estadounidense repercutieron negativamente en la renta disponible de las familias, lo que desembocó en un aumento significativo de las ejecuciones hipotecarias, fruto del impago de la deuda. El impacto que originaría este incremento de la morosidad en la industria financiera vendría definido en función del grado de apalancamiento soportado por cada institución y de la base de capital de que dispusiera para equilibrar y fortalecer su balance.

En el año 2006, el número de ejecuciones alcanzó la cifra de 1.200.000 casos, lo que llevó a la quiebra durante ese mismo ejercicio a medio centenar de entidades hipotecarias. Aun con esto, lo peor estaría por llegar. Una de las señales más sintomáticas enviadas por el mercado se produjo el 5 de diciembre de 2006, con el colapso financiero de Ownit Mortgage Solutions, entidad hipotecaria estadounidense especializada en hipotecas de alto riesgo.

EVOLUCIÓN DE LA MOROSIDAD HIPOTECARIA EN ESTADOS UNIDOS (90 DÍAS) (%)

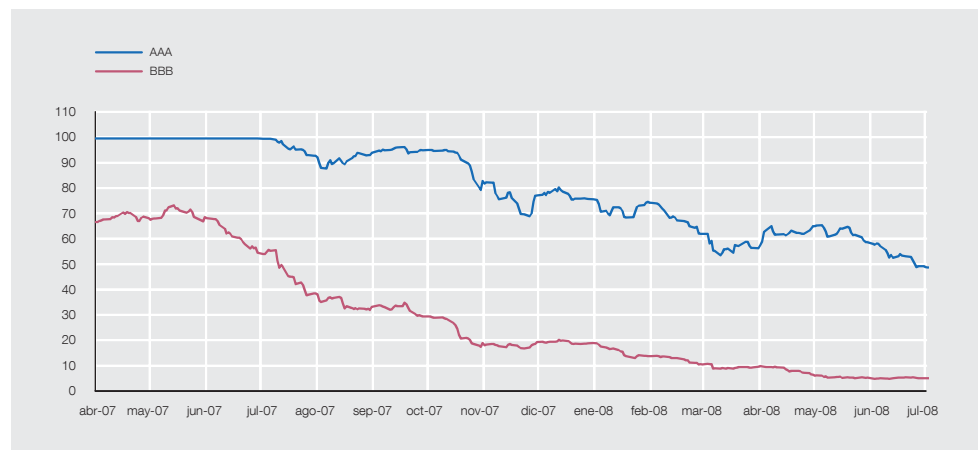
GRÁFICO 3



FUENTE: Bloomberg.

ESTADOS UNIDOS: VALOR DE LAS HIPOTECAS TITULIZADAS

GRÁFICO 4



FUENTE: JP Morgan.

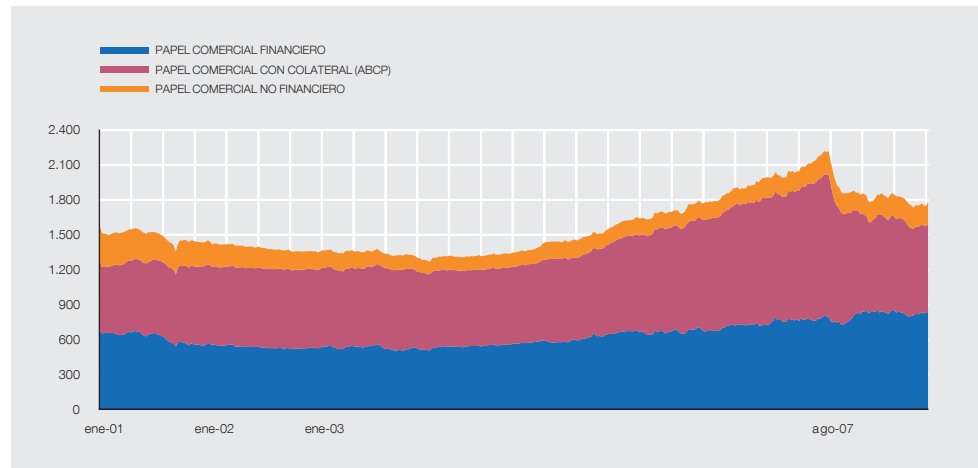
A medida que la tasa de morosidad iba en aumento, las dudas sobre la valoración de determinados productos financieros comenzaron a sobrevolar los mercados, hasta que, definitivamente, el valor de los activos titulizados se desmoronó.

b. Dudas sobre los derivados de crédito, combinado con revisiones de *rating*

En ese momento, la colocación de productos estructurados en el mercado se vio seriamente comprometida, y adicionalmente esa dificultad se vio agravada por una serie de factores, como las rebajas de *rating* suscitadas por las principales agencias de calificación crediticia, que reevaluaron los riesgos asociados a esos productos, así como las dudas acerca de la calidad de las carteras de las instituciones de crédito y las declaraciones de autoridades e instituciones financieras con capacidad de influencia en la opinión pública, en las que constataban que los problemas se prolongarían más tiempo del previsto inicialmente.

c. Freno en la actividad de los *hedge funds*, que son proveedores de liquidez

Por otro lado, el patrimonio de los *hedge funds* ascendía a 1.100 miles de millones (mm) de dólares a 31 de julio de 2007. La progresiva evolución que habían protagonizado los *hedge funds* durante los últimos años había impactado muy positivamente en el sistema financiero, convirtien-



FUENTE: Reserva Federal de Estados Unidos.

do a estos agentes en importantes suministradores de liquidez en el mercado. Los *hedge funds* apostaron con firmeza por los nuevos instrumentos que iban emergiendo en la industria financiera, por lo que, de alguna manera, asociaron su actividad al comportamiento de estos productos. Prueba de ello es que el 60% de los derivados de crédito era negociado por *hedge funds*. Esta actividad era tan productiva que se estima que cerca del 25% de los ingresos de los bancos de inversión provenía de actividades vinculadas a este tipo de productos.

Sin embargo, esta fecha marcó un cambio de tendencia, ya que, a raíz de la desconfianza suscitada en torno a la valoración de los derivados de crédito, el volumen de activos gestionados por los *hedge funds* comenzó a descender de modo significativo. Como resultado, la facultad que estos productos habían exhibido para abastecer de liquidez a los sistemas se contrajo notablemente.

d. Freno en la emisión de papel comercial, clave para la financiación

Desde el año 2003, el papel comercial garantizado representaba más del 50% del total emitido, elevando gradualmente su volumen cada año.

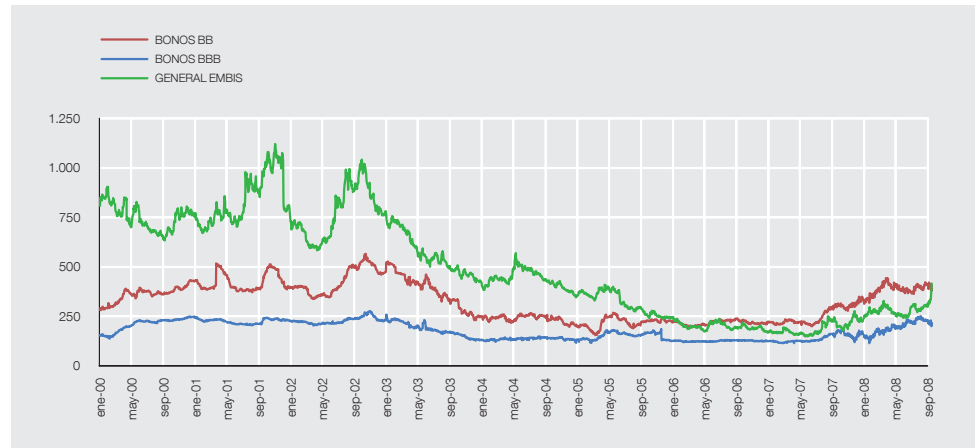
El estallido en agosto de 2007 de la crisis *subprime* sacudió este mercado, registrando en una semana una caída en el saldo vivo de papel comercial del 4,1% (91 mm de dólares), desplome exclusivamente comparable con el que se produjo en septiembre de 2001, cuando descendió un 4,21% (60 mm de dólares).

e. Necesidad de intervención extraordinaria de los bancos centrales

La intervención de los principales bancos centrales se tornó imprescindible a medida que el fallo originado en el mercado hipotecario de Estados Unidos se extendía paulatinamente por el sistema financiero. De carácter extraordinario y con una magnitud y duración sin precedentes, la intervención de los bancos centrales se coordinó en torno a una serie de actuaciones orientadas a minimizar el impacto de la crisis en los mercados e impedir su transferencia a la economía real:

- Inyecciones de liquidez en frecuencias no programadas.
- Ampliaciones en la gama de colaterales.
- Préstamos a horizontes mayores que los habituales.

(Diferencial sobre bono soberano Estados Unidos, puntos básicos)



FUENTES: BBVA a partir de Bloomberg, y JP Morgan.

- Ampliación de los intermediarios financieros a los que se da liquidez.
- Reducción del coste de financiación.

El mismo 9 de agosto de 2007, el Banco Central Europeo intervino en el sistema financiero practicando una subasta de financiación rápida mediante la cual inyectó en los mercados 94.841 millones de euros (130.880 millones de dólares), en condiciones favorables, con el propósito de «apoyar el proceso de normalización en el mercado de dinero». Durante tres días hábiles consecutivos, la entidad monetaria europea realizó inyecciones de liquidez extraordinarias a los mermados mercados, por un valor total superior a 200 mm de euros. Esta medida fue secundada por la Reserva Federal estadounidense el día 10 de agosto, al inyectar fondos por un importe cercano a los 17,5 mm de euros (24 mm de dólares) Durante días se sucedieron las masivas inyecciones de liquidez extraordinarias —en diferentes divisas— por parte de los principales bancos centrales, con el fin de relajar con urgencia las tensiones del mercado secundario. Dos semanas después del estallido de la crisis, el volumen de liquidez inyectado en el interbancario superaría los 450 mm de euros.

El recorte drástico de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, rebajando 3,25 puntos desde septiembre de 2007, supuso otra medida llevada a cabo por las autoridades del país para reactivar la economía. En general, los esfuerzos de los bancos centrales se vieron acompañados por la puesta en marcha de una serie de reformas —planes de estímulo fiscal, cambios en la política monetaria, reformas contables, etc.— por parte de autoridades y reguladores internacionales, orientada a minimizar en la medida de lo posible el impacto de la crisis crediticia.

1.3 LA MATERIALIZACIÓN DE LA CRISIS

Los *spreads* de crédito de los bancos en las fechas previas al estallido de la crisis aumentaron de forma significativa, con discriminación en las entidades estadounidenses, algo que no sucedió en igual medida en los *spreads* de los bancos europeos. Tanto es así, que el incremento promedio de *spread* experimentado en Estados Unidos en los meses de junio y julio de 2007 supuso el 60% del mayor contemplado, que tuvo lugar también en Estados Unidos durante la citada crisis de Long Term Capital Management en el año 1998 —100 puntos básicos en promedio—. En Europa, el aumento se produjo de forma sostenida y más controlada —17 puntos básicos—, un promedio triplicado por los *spreads* de crédito de los bancos estadounidenses.

Estos *spreads* continuaron su escalada en los meses posteriores al inicio de las turbulencias.

Las volatilidades reflejadas en los mercados meses antes del estallido de la crisis, tanto en los de renta fija como en los de renta variable, se agravaron también en agosto de 2007, alcanzando repuntes de preocupación, lo que alimentaba la incertidumbre en la industria financiera.

Adicionalmente, y como consecuencia de todo lo anterior, se produjo un impacto muy considerable en los distintos mercados bursátiles, provocando la descapitalización de numerosos índices, si bien, a diferencia de lo ocurrido en episodios de incertidumbre precedentes, las bolsas emergentes no amplificaron los movimientos de los países desarrollados, a excepción de la India.

Por otro lado, la ampliación de los *spreads* en los países emergentes fue limitada, y desde luego mucho menor que en el pasado.

2 ¿Una historia de excesos?

Según algunas tesis, la crisis es consecuencia directa de los excesos cometidos por algunas entidades financieras en los últimos años.

Recientemente hemos sido testigos de uno de los mayores ciclos expansivos continuados de la economía mundial, con la inflación controlada y unos bajos tipos de interés, lo que se tradujo en un período de sólido crecimiento y elevada liquidez en los mercados.

Paradójicamente, esta coyuntura económica tan favorable tuvo su origen en el clima de inestabilidad internacional que se desató en los mercados a partir del bienio 2000-2001, tras el desplome bursátil de las compañías tecnológicas, denominadas popularmente «puntocom», y se agravó posteriormente a raíz del dramático ataque terrorista asestado al corazón financiero de Estados Unidos. Las circunstancias forzaron a los principales bancos centrales a intervenir de forma progresiva, inyectando liquidez y llevando a cabo una reducción agresiva de los tipos de interés² hasta niveles inusitadamente bajos, especialmente en Estados Unidos, con el propósito de devolver la confianza a los mercados y, en consecuencia, estimular los niveles de consumo y de producción.

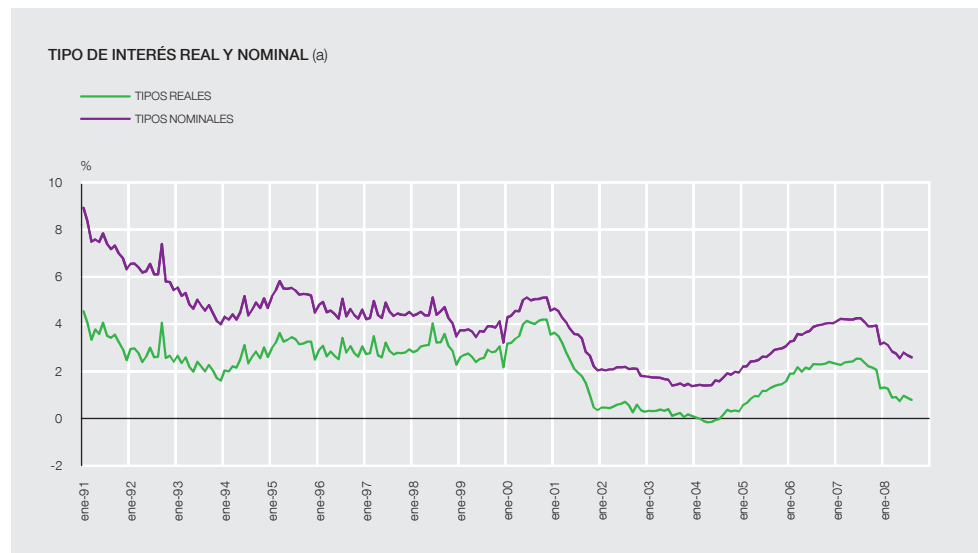
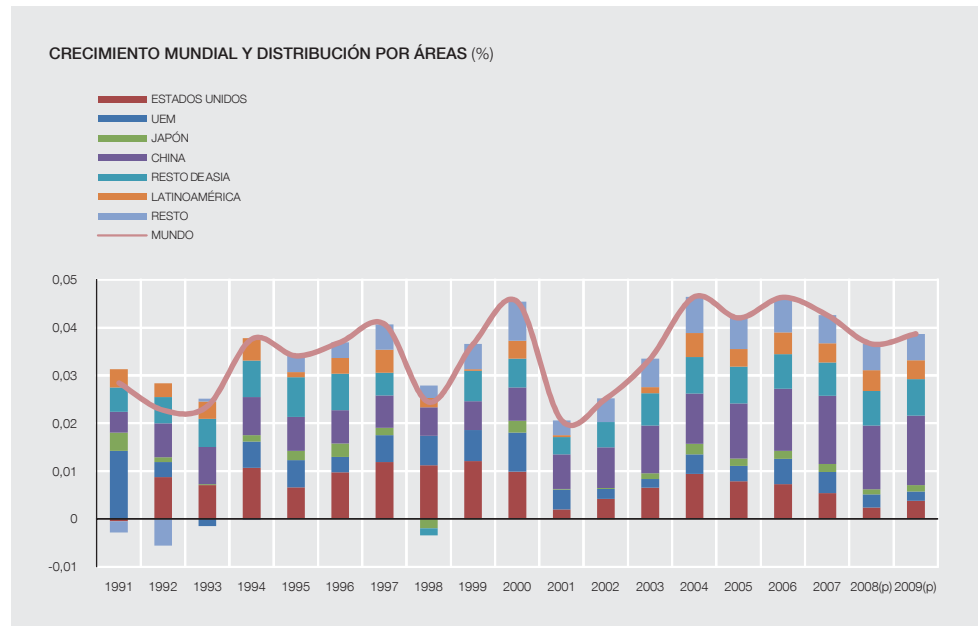
Así, la actividad desarrollada por las entidades financieras se desarrolló en un contexto económico favorable, que propició un fuerte ritmo de crecimiento orgánico de los activos, con crecimientos anuales por encima de los dos dígitos, que superaban continuamente las expectativas.

En la contribución a este crecimiento orgánico fue especialmente relevante el volumen de préstamos concedidos para operaciones apalancadas. Según Dealogic, en el ejercicio 2006 las entidades europeas financiaron más de 1.300 grandes operaciones apalancadas, por un valor que superaba los 240 mm de dólares.

También fue significativa la aportación del sector financiero a la intensa actividad de M&A. Las entidades financieras invirtieron en torno a 400 billones de euros en 2006 en operaciones de adquisición. Las operaciones realizadas a lo largo de estos últimos años han sido de naturaleza muy variada:

- Operaciones de consolidación interna.
- Historias de reestructuración.

2. La Reserva Federal redujo los tipos de interés del 6,5% (16 de mayo de 2000) al 1% (25 de junio de 2003). Por su parte, el Banco Central Europeo hizo lo propio, pasando del 4,5% (28 de junio de 2000) al 2% (6 de junio de 2003).



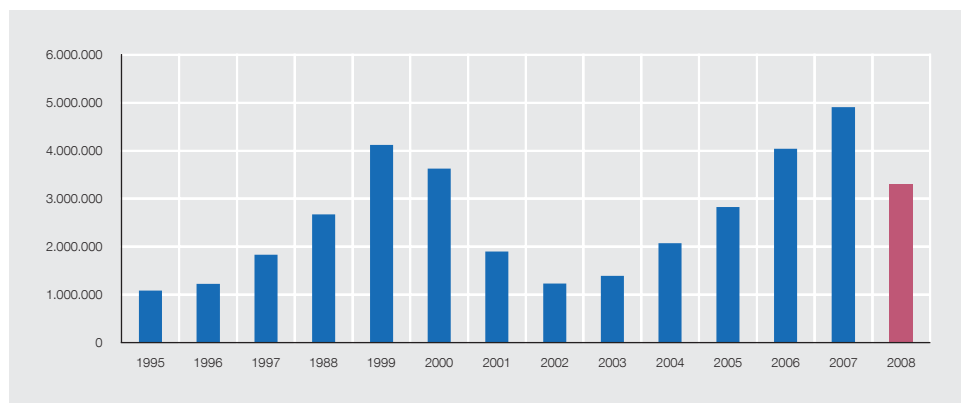
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, BBVA-Capital Flows y Datastream.

a. Ponderados por PIB PPA.

- Operaciones en mercados emergentes.
- Apertura de nuevos *home markets*.

Estas operaciones de M&A a menudo vinieron acompañadas de unas nuevas «reglas del juego», con un aumento en el nivel de hostilidad (las operaciones amistosas ya no suponían una ventaja sobre las hostiles), así como de la creación de nuevas estructuras, como consorcios, etc.

Según estas tesis, en un contexto de fuerte presión competitiva por incrementar el rendimiento y el valor de mercado, y de cortoplacismo en la generación de beneficios, combinado con un entorno regulatorio y de supervisión permisivo, se generó un arriesgado modelo de crecimiento, basado en la originación por comisiones y el crecimiento del balance con poco capi-



FUENTE: Bloomberg.

tal. Un modelo sustentado en el apalancamiento masivo, que permitió una expansión muy significativa del multiplicador del crédito en un entorno de subvaloración del riesgo.

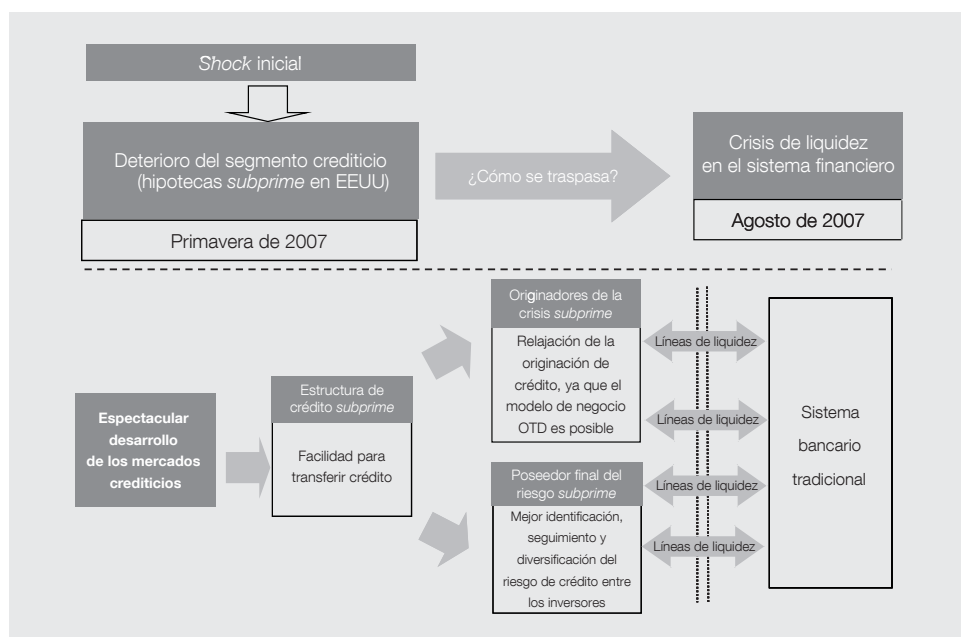
Los defensores de esta tesis sostienen, en definitiva, que, al margen del negocio tradicional bancario, se desarrolló un nuevo negocio no regulado ni supervisado, que ahora está siendo objeto de ajuste.

Sin perjuicio de que este enfoque pueda explicar algunos de los elementos de la crisis, no es suficiente para describirla en toda su magnitud, y además ignora los efectos beneficiosos que sobre la economía ha tenido el espectacular desarrollo de los mercados crediticios y las estructuras desarrolladas para facilitar la transferencia de crédito.

3 Mecanismos de extensión de la crisis a los mercados

¿Cómo es posible que un fenómeno que inicialmente se presentó como una crisis inmobiliaria, localizada geográficamente, fuera paulatinamente sufriendo mutaciones, para aparecer, en segundo lugar, como una crisis hipotecaria; después, como una crisis de confianza; pos-

ESQUEMA 1



teriormente, de liquidez; y, finalmente, se asentara como una crisis de crédito con impactos en la economía real?

A lo largo de las páginas anteriores hemos ido desarrollando los factores en los que se centra el origen de la crisis: el deterioro del mercado *subprime* americano y el mecanismo transmisor de los CDO de ABS. El principal problema se produjo en las estructuras con alto apalancamiento, con *spreads* estrechos y niveles altos de liquidez que provocaron la aparición de estructuras altamente apalancadas. Al incrementar la aversión al riesgo, desapareció la liquidez para todos los vehículos con crédito estructurado, mucha de ella en corto plazo a través de papel comercial.

Pero el verdadero factor diferencial de esta crisis reside en la utilización de líneas de crédito bancarias por parte de estos vehículos. Los bancos se vieron obligados a buscar dicha liquidez en el mercado interbancario, presionando inicialmente al alza los tipos de interés a corto plazo y obligando a los bancos centrales a inyectar liquidez.

El modo más evidente del que disponemos para cuantificar el menoscabo soportado por la industria financiera a consecuencia de la crisis son las depreciaciones que han acumulado sus activos hasta la fecha.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó en abril de 2008 que el impacto de la crisis *subprime* sobre el sistema financiero internacional podría suponer unas «pérdidas potenciales agregadas» por un volumen aproximado a 945 mm de dólares.

Las pérdidas efectivas reconocidas por el sector bancario en su conjunto rondaban los 500 mm de dólares durante la elaboración de este artículo. La depreciación soportada por las entidades bancarias de Estados Unidos ascendía a 240 mm de dólares aproximadamente —47% del total—, seguidas de las europeas, que acumulan pérdidas por un valor cercano a los 215 mm de dólares —43%—, mientras que las depreciaciones sufridas por el resto de entidades de otras áreas geográficas se aproximaban a los 55 mm de dólares —11% del total—.

Las pérdidas relacionadas con los productos estructurados podrían estar cercanas a su fin, pero es probable que se produzca una segunda fase de *write-downs*, de intensidad notablemente inferior, vinculada a la morosidad. Diferentes estimaciones cifran en 100 mm de dólares el posible quebranto del incremento de la mora, por lo que el volumen total de pérdidas en las que podría incurrir la industria bancaria en su conjunto alcanzaría los 600 mm de dólares, cifra que supone el 50% de las «pérdidas potenciales» estimadas por el Fondo Monetario Internacional. El resto de *write-downs*, hasta completar la estimación del FMI, habría que imputárselo a otros agentes económicos del sistema financiero: *hedge funds* (16%), fondos de inversión (13%), aseguradoras (12%) y agencias (9%).

La recapitalización ha sido la principal vía empleada por las entidades bancarias de cara a fortalecer sus ratios de capital. En la actualidad, aproximadamente el 70% de los *write-downs* declarados por los bancos ha sido cubierto con ampliaciones de capital. En concreto, las instituciones estadounidenses encabezan la lista, al recapitalizarse por un montante cercano a los 175 mm de dólares —49% del total—. Las entidades europeas también han adoptado esta medida, inyectando más de 150 mm de dólares en sus balances —43%—.

Los bancos que no obtuvieron el capital necesario para reforzar su solvencia tuvieron que optar forzosamente por iniciar un proceso de desapalancamiento de sus balances, medida que se está generalizando en el sistema financiero.

En este contexto, la irrupción sin precedentes de inversiones procedentes de Sovereign Wealth Funds en los mercados occidentales constituyó un elemento de considerable importancia. Tras años limitando su estrategia de inversión en los activos de renta fija, estos vehículos de inversión colectiva acudieron al rescate de algunas entidades, sofocando temporalmente sus urgencias de capital. De esta forma, por encima de partidarios y detractores, la aparición de estos fondos fue fundamental para estabilizar en un primer momento los mercados financieros mundiales.

4 Las particularidades del sistema financiero español

En España, el instrumento de las titulaciones no ha pasado desapercibido, sino que, por el contrario, las titulaciones españolas se han reproducido a un ritmo muy intenso. Tanto es así, que, desde el año 2000, se ha multiplicado por más de 15 el volumen anual de emisiones brutas, mientras que su saldo vivo lo ha hecho por más de 17. Estos datos han situado a España como el segundo país europeo más importante en estos términos, únicamente superado por el Reino Unido.

A pesar de este nivel de actividad, el sistema financiero español ha demostrado su consistencia al desechar las prácticas que en origen provocaron la crisis *subprime*. Es cierto que la economía española está atravesando un período de profundos ajustes coyunturales, sobre todo en el sector inmobiliario, que está perturbando al sistema financiero —el reflejo más tangible es el incremento de las ratios de morosidad en el sector—. Sin embargo, este deterioro no está vinculado con el modelo de originación y distribución de riesgos, ya que las entidades españolas han fundamentado su operativa desde una óptica basada en la banca tradicional.

4.1 EL MODELO DE LA TITULIZACIÓN

El proceso de titulización en España se puede considerar atípico, ya que obedece a una serie de preceptos que lo diferencian del modo en que se ha desarrollado en otros países.

La diferencia principal es conceptual. El sistema financiero español considera este mecanismo una fórmula excelente para financiar el crecimiento orgánico de su actividad —obtención de fondos—, en vez de una fuente de ingresos —comprometiendo el equilibrio de los recursos propios—. De ahí que haya mantenido los esquemas tradicionales de titulización, desmarcándose de las complejas estructuras que se han desarrollado en otros países. En concreto, en el modelo de titulización español interviene un número reducido de agentes —concentrando de este modo las carteras titulizadas, bajo la supervisión de un único regulador—, ya que la normativa española dicta que las emisiones de bonos de titulización se instrumenten a través de los fondos de titulización hipotecaria (FTH) y de los fondos de titulización de activos (FTA). Sin embargo, en el proceso de emisión de pasivos, los reguladores obligan a que entidades independientes actúen de intermediarios entre las instituciones de crédito y los fondos de titulización.

4.2 CALIDAD DE LAS TITULIZACIONES

El modelo de titulización español se caracteriza por la elevada calidad de sus activos subyacentes. Por tanto, en España prácticamente no se han emitido productos excesivamente complejos, sino que su actividad se ha limitado a seguir el modelo habitual, emitiendo activos de naturaleza homogénea a unos plazos muy largos —donde el plazo de emisión normalmente coincide con el período de vida del activo titulizado, logrando limitar así los riesgos de refinanciación—. Como consecuencia, el nivel de morosidad de estos productos, a pesar del repunte observado en las últimas fechas, es más reducido.

4.3 REGULACIÓN DEL MODELO

La rigurosidad de la regulación en España ha sido fundamental para conferir a nuestro sistema financiero las garantías necesarias de cara a afrontar las turbulencias que ha provocado la expansión de la crisis *subprime* por los mercados internacionales. Las disposiciones recogidas

das en la Circular Contable 4/2004 del Banco de España impiden explícitamente a las entidades de crédito dar de baja de sus balances cualquier activo financiero que no transfiera sustancialmente todos los riesgos y beneficios inherentes al mismo. De esta manera, las instituciones retienen la mayoría de sus riesgos en el balance, evitándose de esta forma la propagación de los mismos por los sistemas. Asimismo, la normativa sobre provisiones establecida por el Banco de España ha sido una de las más exigentes del panorama internacional, lo que ha empujado a que las entidades españolas mantengan provisiones anticíclicas para preservar sus ratios de solvencia ante un potencial cambio de tendencia.

En definitiva, las particularidades recién mencionadas, unidas a los elementos estructurales del sector, basado en el negocio tradicional minorista —más diversificado y eficiente—, hacen que el sistema financiero español afronte las turbulencias desde una posición de mayor solidez.

5 Un nuevo entorno para la industria financiera

Como es lógico, la industria financiera internacional no ha permanecido imperturbable a las distintas variaciones que en los últimos años se han producido en el entorno macroeconómico —acelerado por el deterioro cíclico de muchas economías—, por lo que, en consecuencia, ha experimentado una serie de cambios estructurales y de calado diverso.

En el modelo de negocio bancario tradicional, el desarrollo de la actividad y el crecimiento orgánico giraban en torno a un principio básico: la acumulación de activos en los balances bancarios. En los primeros años —décadas de los setenta y ochenta—, el límite al crecimiento de las entidades financieras estaba determinado por el ritmo de contratación de sus depósitos por parte de los clientes, es decir, por la capacidad de estas instituciones de obtener financiación de sus clientes, en una etapa en la que no existía discriminación de precios en los mercados.

Sin embargo, a partir de los años noventa se produjo un cambio de tendencia en virtud del cual el límite del crecimiento estaba determinado por la actividad de financiación de los bancos en los mercados. En esta nueva etapa, los precios comenzaron a ser discriminados en función del riesgo de balance de las entidades.

Más recientemente, el límite al crecimiento de una entidad ha estado determinado por el éxito cosechado por la misma en la actividad de financiación de carteras de activos en el mercado —hipotecas, consumo, PYME...—. Como consecuencia, la discriminación de precios se realizaba en función del riesgo percibido en el mercado para cada una de estas carteras.

En este sentido, el impacto de la crisis *subprime* en los mercados internacionales se podría interpretar como un punto de inflexión a partir del cual el modelo de negocio vigente requerirá de una revisión integral, lo que derivará a medio plazo en una nueva configuración de la industria financiera.

A continuación, trataremos de ofrecer unas pinceladas sobre cómo evolucionará, previsiblemente, el sector financiero en términos de liquidez, capital, gestión del riesgo y competencia.

Liquidez: Antes de iniciarse las turbulencias, aquellas entidades financieras que desearan obtener liquidez acudían directamente al mercado, que la proporcionaba casi sin límites y a un bajo coste. Sin embargo, en la actualidad, la disponibilidad de liquidez en los mercados se ha restringido considerablemente, convirtiéndose en un recurso escaso. Por lo tanto, las instituciones que precisen obtener fondos deberán volver a desarrollar una estrategia de captación de depósitos. No obstante, el incremento de la competitividad estrechará las condiciones, delimitando el acceso a la liquidez a los mejores créditos y obligando a soportar importantes costes.

Capital: En los últimos años, la gestión del capital ha estado muy marcada por las enormes posibilidades que ofrecía el mercado para captar capital, así como para externalizar el balance. En este contexto, la evolución del dividendo ha estado caracterizada por un crecimiento vigoroso. El nuevo escenario, marcado por el inesperado consumo de capital generado por las pérdidas bancarias, plantea un entorno regulatorio más ajustado y un replanteamiento de la política de dividendos de determinadas entidades.

Gestión del riesgo: Hasta la fecha, el riesgo de crédito se transmitía con naturalidad al mercado, ya que la gestión del mismo se centraba en la originación. No obstante, se comienza a apreciar en la industria financiera mayores requerimientos de crédito, acompañados de un seguimiento y control exhaustivo del riesgo en la originación. La gestión del riesgo de balance se ha convertido en una herramienta tan relevante que permitirá obtener ventajas competitivas claves a determinadas entidades.

Competencia: De un panorama financiero compuesto por un número elevado de competidores —instituciones mayoristas, *monoliners*, minoristas, etc.— se evolucionará hacia un nuevo entorno, en el que la menor disponibilidad del balance dará lugar a un menor número de competidores, y en el que las instituciones de menor tamaño estarán sujetas a restricciones de liquidez y de capital. En este contexto, las instituciones de países emergentes adoptarán un mayor protagonismo en los mercados financieros internacionales.

En definitiva, en la industria financiera se está produciendo un cambio significativo en el modelo de negocio, dado que *la originación para la distribución* comienza a mostrar síntomas de agotamiento. El proceso de consolidación en el sector financiero es ya una realidad, tras los últimos movimientos observados en el mercado, consecuencia directa de la ralentización generalizada del crecimiento que está impactando en los diferentes mercados internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

- AEB (2008). «La crisis financiera: ¿dónde estamos?», Encuentro Financiero 2008, *Nueva Economía*, mayo.
- (2008). «Sistema bancario español: sólida situación de partida en un entorno económico difícil», VIII Encuentro Financiero Internacional, julio.
- BANCO DE ESPAÑA (2007). *Boletín Económico*, varios números.
- (2007). *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 13, noviembre.
- (2008). *Informe de Estabilidad Financiera*, abril.
- (2008). *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 14, mayo.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2008). *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- BBVA (2008). *Tiempos de incertidumbre*, Servicio de Estudios Económicos, marzo.
- (2008). *Situación del consumo*, Servicio de Estudios Económicos, mayo.
- (2008). *EuropaWatch*, Servicio de Estudios Económicos, junio.
- CARLSON, M., T. KING y K. LEWIS (2008). *Distress in the Financial Sector and Economic Activity*, Federal Reserve Board, Working Paper, septiembre.
- FMI (2008). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, abril.
- (2008). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, julio.
- GARCÍA POSADA, M., y J. M.ª VILARRUBIA, (2008). *Mapa de exposición internacional de la economía española*, Banco de España, Documentos Ocasionales, n.º 0807.
- GONZÁLEZ CID, M. (2008). «The 2007 Liquidity Crisis», Madrid Finance Workshop: Credit Risk and Financial Stability, CEMFI, febrero.
- KIFF, J., y P. MILLS (2007). *Money for Nothing and Cheks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF, Working Paper n.º 188, julio.

