

DESARROLLOS RECIENTES EN ECONOMÍA FINANCIERA (2009)

DR. D. RAFAEL MORALES-ARCE

Académico de número de la Real Academia de Doctores de España
Catedrático de la Facultad de Ciencias Económicas

1. INTRODUCCIÓN

Durante el mes de julio de 2009 se celebró en el Real Colegio Universitario Complutense en la Universidad de Harvard la tercera edición del Seminario sobre el título arriba indicado, en el que se dieron cita expertos y docentes de instituciones financieras, públicas y privadas, así como investigadores que desarrollan su actividad en este campo de la ciencia económica. El motivo de esta nota es recoger las impresiones percibidas de mi participación en dicho Seminario.

El objetivo era profundizar en el conocimiento de los aspectos más novedosos de la investigación en Economía Financiera, así como la creación de un foro propicio para desarrollar contactos relevantes para la investigación en finanzas.

En particular, 1) ofrecer a los participantes una revisión actualizada de las tendencias más recientes en algunos temas claves de esta rama de la economía; 2) la discusión de metodologías innovadoras en diferentes áreas de especialización de la investigación financiera y 3) el desarrollo de contactos con profesores y expertos de centros de investigación de prestigio.

El detalle de los bloques temáticos, ponencias presentadas y autores se resume a continuación:

➤ «The financial crisis and its consequences»

- «Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds», a cargo de John Y. Campbell (Department of Economics, Harvard University); Adi Sunderam (Harvard Business School) y Luis Viceira (Harvard Business School).
- «Bank Lending During the Financial Crisis of 2008», elaborada por Victoria Ivashina (Harvard Business School) y David Scharfstein (Harvard Business School and NBER).

- «The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults», de Uday Rajan (University of Michigan at Ann Arbor-Stephen M. Ross School of Business); Amit Seru (University of Chicago-Booth School of Business) y Vikrant Vig (London Business School).
- «**Situación y perspectivas del Sistema Financiero Mundial**». J. Viñals. Coloquio en Faculty Club de Harvard University con José Viñals, Director de Estudios Monetarios y Financieros en el International Monetary Fund (IMF)
- «**Real Estate, Banking and Financial crisis**»
 - «**Forced Sales and House Prices**», a cargo de John Y. Campbell (Harvard University); Stefano Giglio (Harvard University) y Parag Pathak (Department of Economics, MIT).
 - «**Crisis del Modelo Bancario: Consolidación en las Cajas Españolas**», a cargo de Ángel Bergés (Universidad Autónoma de Madrid) y Alfonso García Mora (Analistas Financieros Internacionales).
 - «**Understanding the Subprime Crisis: A review of recent research at the Boston Fed**», elaborada por Paul Willen, experto de Boston Federal Reserve.
- «**Asset Allocation, Investments and Capital Markets**»
 - «**Distancia al Default del Sistema Financiero Español: una aproximación de mercado**», presentada por Paula Papp (Analistas Financieros Internacionales).
 - «**Sell Side School Ties**», de Lauren Cohen (Harvard Business School and NBER); Andrea Frazzini (University of Chicago) y Christopher Malloy (Harvard Business School).
 - «**The investment Strategies of Sovereign Wealth Funds**», presentada por Shai Bernstein (Harvard University and Massachusetts Institute of Technology); Josh Lerner y Antoinette Schoar (National Bureau of Economic Research).

2. COMENTARIOS RELATIVOS A LAS PRESENTACIONES.

En primer lugar, y en relación a **Bonos del Tesoro y Corporativos**, es muy conveniente resaltar que los primeros, en Estados Unidos se habían distinguido por su valor estable a corto plazo, y, aunque no tienen riesgo de crédito, si se encuentran afectados por la inflación.

Otras cuestiones relacionadas con estos activos son:

- ✓ El **riesgo de inflación**, como decíamos, afecta al precio de estos Bonos y a su papel en los procesos de asignación de activos.

- ✓ Tales Bonos se **mantienen por motivos especulativos**, ya que producen mayores rendimientos que los generados en los mercados monetarios, o cuando decae la rentabilidad de activos alternativos.
- ✓ El **riesgo nominal de los Bonos** evoluciona de forma sistemática con el paso del tiempo.
- ✓ Cuando estamos en período de **alta inflación**, la rentabilidad de los Bonos es negativa. Por el contrario, los inversores los mantienen en coyunturas de baja o negativa inflación, razón por la cual la tasa interna de retorno es aceptada por aquellos.
- ✓ Se utiliza, igualmente, un **modelo alternativo** para la determinación del precio de los Bonos. Se basa en la consideración de una serie de variables, tales como:
 - Las tasas de interés reales.
 - La aversión al riesgo.
 - Los componentes, transitorios o permanentes, de la inflación.
 - El valor de la covarianza entre inflación y recesión, que, si es persistente, puede cambiar el signo.
- ✓ Se ha convenido que existe **una relación entre la covarianza y el estado de la Política Monetaria**. Si la covarianza es positiva se corresponde con un entorno de Curva inestable de Philips. Si fuere negativa, refleja estabilidad en la Curva de Philips, razón por la cual se recomienda encarecidamente utilizar el dato de IPC para explotar esta interpretación.
- ✓ Cuando estamos ante **Bonos corporativos**, podemos utilizar un observatorio de variables, tales como:
 - La curva de tipos nominales de interés, a tres meses, un año, tres y diez años.
 - La tasa de inflación real.
 - La Rentabilidad de los Fondos Propios y la ratio Precio-Rendimiento.
 - La covarianza realizada de los retornos nominales de Bonos y Fondos Propios.
- ✓ En todo caso, puede constatarse la correlación entre los **Índices de Precios al Consumo (IPC), esperados, y los shocks de la economía**, en un entorno superior al 50%.
- ✓ Las **curvas de tipos** son uno de los medios fundamentales para el planeamiento de las operaciones con estos activos. El modelo identifica habitualmente la contribución de cada uno de los factores anteriormente señalados a la formación de dicha curva.

- ✓ El **exceso de expectativas** en el retorno de los Bonos depende de varios factores: el proceso de formación de los rendimientos; el factor de descuento de la economía, así como la variabilidad del mismo, sin olvidar la evolución de los tipos de interés reales.
- ✓ Se observa que los **inversores en Bonos del Tesoro** mantienen la confianza en estos instrumentos cuando existe una escasa curvatura de la curva de tipos.
- ✓ El **futuro nos deparará nuevos riesgos de IPCs** desestabilizados, por lo que se aconseja una medida tradicional: la utilización de una cartera diversificada como la mejor apuesta de futuro.
- ✓ En resumidas cuentas, el **modelo utilizado implica que las primas de riesgo nominales** de los bonos han cambiado en los años 80s y 2000s, tanto a consecuencia de los cambios en la inflación, como en los rendimientos como en la economía real. Las primas de riesgo eran particularmente altas en los 80s y negativas en los primeros 2000s. Aparte de ello:
 - El modelo puede aplicarse a otros países, como el Reino Unido, donde los bonos indicados a la inflación se comercializaron activamente desde la primera mitad de los años ochenta.
 - Igualmente, el modelo permite extenderlo a otros alternativos de aversión al riesgo, o que consideren una volatilidad condicional de factores de descuento estocásticos.
 - Por otra parte, y dado que las tasas de interés reales a corto plazo son controladas por la Reserva Federal, su covarianza con los factores de descuento estocásticos y los mercados de valores puede reflejar el estado de la política utilizada por la autoridad monetaria.
 - Finalmente, y tal y como se ha avanzado anteriormente, conviene profundizar en la relación entre la covarianza y la Política Monetaria. Según su signo, positiva o negativa, refleja una curva de Philips inestable y estable, respectivamente. De aquí la conveniencia de utilizar los datos de inflación para obtener conclusiones firmes en este sentido. (1)

El **análisis de la reciente crisis financiera a través de la observación de la actividad prestamista** ofrece indudables sugerencias. En primer lugar, el crecimiento exponencial de la cartera de préstamos de los Bancos comerciales en el período enero-agosto de 2008. A partir de ese momento, una caída radical, con la excepción de las entidades Citigroup, Bank of América y J.P. Morgan, que originaron el 62% de los préstamos, seguidos a gran distancia de Morgan Stanley, que solo acogía el 4% de aquellos.

Pero también señalaremos algunas cuestiones adicionales:

- Que no debe olvidarse que la **evolución de la originación** de grandes préstamos anticipa un comportamiento previsible de los mercados.

- Los **préstamos en 2008 fueron muy inferiores a los de 2007**, acelerándose la caída a medida que avanzaba la crisis, con una contracción del 47% —en volumen— y 37% —en número— en el cuarto trimestre de 2008, y con reducciones del 79 y 61% respecto al máximo otorgado antes del comienzo de la crisis.
- La **mayoría de los préstamos otorgados**, el **56%**, eran para operaciones de reestructuración empresarial (M&A, LBOs y recompras), mientras que sólo el **39%** era para financiar inversiones reales.
- La mayor parte de los **prestatarios tomaban financiación por razones «precautorias»** o como «puente» de acceso a los mercados de capitales.
- Todos los **tipos de interés de los préstamos se han contraído** durante la crisis, aunque hay quién sostiene que tal declinación se ha producido por un efecto «oferta».
- Las **entidades con menor acceso a depósitos y a más expuestas a operaciones «revolving»** redujeron sus préstamos en mayor proporción que otros Bancos. Y aunque esto es consistente con un efecto «oferta» a nivel de Bancos, es posible que hubiera algunos que no se hayan visto afectados por el volumen agregado de aquella.
- Las últimas corrientes de pensamiento apuntan que para determinar los **efectos reales de la crisis financiera**, los investigadores necesitan examinar tanto la evolución del volumen de la inversión como el rendimiento de los potenciales prestatarios, no de los prestamistas.
- Igualmente, **considerar las facilidades de relación** de una firma con más de una institución bancaria.
- La **crisis financiera, consecuentemente, ha tenido un efecto perverso sobre la oferta de crédito a nivel bancario**, siendo necesario ser muy cuidadoso en la obtención de conclusiones sin un ejercicio previo de medida y clasificación del crédito bancario.
- En definitiva, la **crisis ha demostrado una disminución considerable en todo tipo de préstamos**, de manera particular en aquellas instituciones con menor acceso a depósitos de clientes. Algo que se ha observado, igualmente, en otras áreas geográficas, poniendo de manifiesto como tal comportamiento aceleraba el sentimiento recesivo de la economía. (2)

El análisis de las **consecuencias de la crisis financiera desde la consideración de los modelos que predicen fallos** es muy importante. Son muy variados los modelos utilizados para la medida de los riesgos, tanto los derivados de Basilea-2 como los denominados «mortgage backed securities». En muchos casos se producen fallos en los mismos por desconocimiento del riesgo del colateral asociado al activo que estamos considerando. Cuando se ignoran elementos exógenos a los cambios de expectativas, como por ejemplo, las alteraciones en los precios de las viviendas, estamos cometiendo un grave error. El propio Premio Nóbel, Robert Lucas, nos recordaba que tal comportamiento no es otra cosa que un incentivo que afecta a la predictibilidad y pone de manifiesto un fallo en la sistemática en el tratamiento de estas contingencias.

Se ha producido, por otra parte, un cambio en las líneas de actuación de las entidades bancarias, en las que se tiende al modelo «**originar para distribuir**», modelo que se ha intensificado en la presente década.

Y todo ello **viene acompañado de algunos fallos**, tanto en la información sobre los prestatarios, como en la contabilización de los cambios en la relación observable entre prestamista y prestatario. El uso de variables informativas, sin ajuste previo, y como consecuencia de incentivos ofrecidos, está en el centro de gravedad de esta cuestión.

Por ello, algunas **instituciones punteras utilizan un modelo estadístico** que considera los diferentes tipos de prestatario, con una amplia información sobre el perfil de los mismos, y, siempre, sujeta a un proceso de contraste y verificación.

Por otra parte, con la **titulización se generan problemas de riesgo moral** para el prestamista: este prefiere prestar a personas con abundante y certera información. Y en la situación de equilibrio, debe compensar el precio del préstamo una posible selección adversa.

Es evidente que la **concesión de nuevos préstamos** requerirá mayores tasas de interés si la calidad del prestatario requiere una más amplia y contrastada información. Tal información debe ser evaluable, de forma que permita un amplio abanico de tipos de interés según el tipo de prestatario.

En definitiva, los **organismos reguladores o las agencias de calificación** de riesgos, antes de establecer o estimar los requisitos de capital, deberán comprender todas las magnitudes que intervienen en la información acerca de los prestatarios, considerando los incentivos que a estos se ofrecen, así como cualquier cambio de régimen en la evolución del montante del préstamo, ya que la falta de ello puede sesgar negativamente, y de forma sistemática, cualquier aproximación que se haga sobre el futuro del mismo.

Cuando se han acumulado datos suficientes sobre cualquier nuevo régimen, un **modelo estadístico puede considerarse creíble** mientras el régimen no cambia. Durante la fase de aprendizaje, se ha de ser particularmente consciente que las predicciones del modelo vienen expresadas en términos probabilísticas y que el conjunto de los posibles escenarios futuros se ha ampliado de forma adversa. La evaluación del riesgo, en esta situación, debe ser extraordinariamente conservadora en este período. Con ello, los agentes del mercado habrán aprendido como influye el cambio de régimen y como importa que se reconozca tal cambio en tiempo real para un buen fin de las operaciones. (3)

El **debate sobre el sistema financiero del futuro** tuvo una gran altura y participación. El ponente expuso las perspectivas del Fondo Monetario Internacional para 2010, en el que se aventuraba una posible recuperación de la economía mundial, con un crecimiento global del 2,5%, medio punto porcentual más que la previsión realizada a principios de año, con una desigual distribución, más lenta en los países avanzados. Igualmente, se considera que se incrementarán las tasas de desempleo y de morosidad, tanto en los créditos de las entidades financieras como los que se otorgan al consumo.

Adicionalmente, se estimó que:

- Se está consolidando una **transferencia de riesgos** desde el sector privado al sector público, hecho que pulsará sobre el equilibrio en las finanzas de los Estados.

- Los principales **riesgos se polarizan en el exceso de confianza** en la recuperación de los problemas de las entidades financieras; en la **percepción del riesgo sistémico** — caso que se presentase algún suceso negativo—; la **desconfianza en la sostenibilidad** de las finanzas públicas, que podría trascender a los mercados de Renta Fija, algo que se considera potencialmente peligroso, y, finalmente, en la **necesidad ineludible de saneamiento** en una buena parte de las entidades financieras.
- **Teme que una crisis próxima pueda ser parecida a la presente**, lo que evidenciaría la inconsistencia de las medidas que ahora están adoptándose. No debe olvidarse que aunque las cosas fueren algo mejor, queda mucho por hacer.

Estima que se están avanzando trabajos importantes sobre ¿Cómo será el **Sistema Financiero del Futuro**? A este respecto indicó:

- Tal cuestión es objeto de estudio por el Consejo de Estabilidad Financiera.
- Son precisos tres grandes equilibrios: a) cambiar lo que ha funcionado mal y mantener lo que lo ha hecho bien; b) implementar medidas que favorezcan una mayor seguridad y menor riesgo en las transacciones; y c) unas perspectivas, tanto micro como macro que sean prudenciales.

Se aludió a **las reformas necesarias**, entre las que destacó:

- La **fijación de estándares más rigurosos**, tanto en capitales requeridos como en algunos vehículos de inversión (Hedge Funds, Conduits, etc.)
- **Aminorar la excesiva proclicidad** de los sistemas financieros.
- Ampliación **del perímetro de regulación** a todas las entidades que «cuelgan» de otras mayores..
- La **exigencia de mayores requisitos** a las entidades muy grandes, que ahora tienen niveles parecidos a las pequeñas.
- Finalmente, que no solo hacen falta buenas reglas, sino también, una buena **regulación y supervisión**.

El **coloquio suscitó cuestiones prácticas** de una cierta relevancia, entre las que destacamos las siguientes:

- La **escasa incidencia que la crisis ha trasladado al volumen de desempleo**, aunque se estima que será más importante conforme se vaya saneando el sistema.
- La conveniencia de **establecer un sistema de remuneración** particular en las entidades que han tenido dificultades. En este momento existen críticas muy fuertes a las retribuciones de las grandes entidades financieras, que, cuando se hacen públicas (casos de los grupos Santander y BBVA, en España) llaman particularmente la atención por la posible desmesura. No estamos seguros que una regulación oficial

pueda limitar tales ingresos, aunque si cabrían actuaciones por la vía de la exacción fiscal o por el análisis, desde una instancia independiente, de la correlación entre el importe de la retribución y el valor añadido por el ejecutivo. En todo caso, nuestra desconfianza hacia la posibilidad real de estas medidas es muy alta.

- El problema de las **operaciones OTCs**, que cuando se utilizan, pueden ponerse en situación de privilegio respecto a aquellas que se utilizan en los mercados regulados.
- Se **criticó la falta de ética** de los Credit Default Swaps (CDS), aunque no hubo unanimidad sobre la conveniencia de su abolición.
- Había un sentimiento generalizado acerca que las nuevas regulaciones y supervisiones **«llegan siempre tarde»**, y que no pueden estar circunscritas de la misma forma a entidades pequeñas que grandes.
- Igualmente, que el **Fondo Monetario Internacional** debería actuar con más rigor en cuestiones de supervisión prudencial, alertas tempranas, etc.
- Finalmente, se planteó que las **mayores exigencias de capital** harán, sin duda alguna, que las rentabilidades se diluyan de manera considerable. A ello se respondió que dichas exigencias habrían de modularse en el tiempo. (4)

Un análisis sobre la relación existente entre las **operaciones de venta de bienes raíces y la evolución de los precios** de los mismos fue objeto de consideración basándose en un estudio polarizado en las transacciones realizadas en el Estado de Massachussets.

Las principales conclusiones han sido las siguientes:

- La crisis ha supuesto, para este Estado, **un 28% de descuento** en el precio de las viviendas, dentro del mismo distrito de población.
- Se ha considerado que **influyen tres factores** en tal disminución de los precios: la situación de mantenimiento del inmueble; la urgencia en la realización de la venta, normalmente apremiada por la entidad que la financió, y la posible repercusión del «vandalismo» procedente de zonas con diferente nivel de ingresos.
- En este mercado, a diferencia de otros, **no hay «dealers», sino meros «brokers»** que intermedian la operación sin asunción de riesgo alguno.
- Como el mercado suele ser bastante «ilíquido», la prisa por vender acelera la caída en los precios.
- Estamos ante un cambio de sesgo radical: hemos pasado de un **fuerte incremento de precios en 1997-2007**, a una caída del tenor indicado a partir de esta fecha.
- El **modelo utilizado para el análisis consideró** no sólo el número de transacciones, sino las características de la vivienda; los ingresos de los titulares de las mismas; su color; estudios; nivel de ingresos, así como las posibles contingencias, tales como el fallecimiento, la quiebra familiar, etc.

- La conclusión más importante es que el **5,6%** de las transacciones en el período 1987-2008, **1,8 millones**, fueron forzadas a consecuencia del deterioro de su situación. En particular, durante este último año, en que lo fueron el **14,5%**, y en una buena parte de las realizadas en los años noventa.
- Los descuentos en los precios fueron muy importantes en el caso de ejecuciones, del orden del **28%**. Y más reducido en el caso de ventas relacionadas con la muerte del prestatario, con una caída del **5,7%** o del **3%** cuando eran debidas a quiebra familiar.
- Tal **5,6%** puede desagregarse en tres grupos: un **62%**, eran familias simples y un **20%**, residencias multifamiliares, de las cuales, en Boston, se limitaban a un **5,3%**.
- El estudio **relaciona también el precio de venta con el área concreta** en que se produce. Las ejecuciones realizadas dentro del área de una milla, trasladan una baja de precios. Pero si la distancia fuere inferior a 100 metros, el precio se reduciría del orden del 1%.
- Por otra parte, el **modelo explica que los precios de las transacciones voluntarias** siguen la senda de un «recorrido aleatorio», mientras que las procedentes de ejecuciones se presentan con descuentos variables con el tiempo.
- Finalmente, que aunque el **volumen de ejecuciones y los precios** de las viviendas son variables endógenas, no hemos de olvidar que estas ventas tienen siempre efectos negativos externos sobre el mercado de alojamientos.
- En definitiva, como demuestra la experiencia, **los precios muestran una caída cuando urge la enajenación del inmueble**, pero depende, igualmente, de otros factores como los señalados en este estudio. Hasta el propio Departamento del Tesoro norteamericano ha estimado que en esta situación la caída de precios podría llegar hasta el **9%**. En nuestra opinión, la reducción de precios sería considerablemente superior en el espacio europeo. (5)

Un análisis del **modelo bancario español** fue objeto de atención en el Seminario, tanto en lo relativo a los desequilibrios en el modelo anterior de desintermediación; como las principales cifras de la crisis bancaria y la necesaria consolidación del sector de Cajas de Ahorros.

El modelo anterior se caracterizaba por un fuerte crecimiento basado en una **estructura financiera con elevado nivel de apalancamiento**; unos **activos bancarios** que evolucionan entre 1,5-2 veces a como lo hace el PIB nominal; con **unas ratios del 10%** en Recursos Propios/Activos de Riesgo y en Activos Líquidos / Pasivos Exigibles, que ponen de manifiesto un elevado riesgo de crédito y liquidez. Por otra parte, el **margen** obtenido, en el entorno del 2,5% sobre los Activos Totales Medios es absorbido por los Gastos de Personal y los Gastos Generales en un 1%, con lo que resta un **1,5%** sobre activos para soportar riesgos y retribuir a los capitales, situación que se consideraba asumible y permitía soportar unas limitadas eventualidades, puesto que las pérdidas eran del 0,5% y la retribución del 1%. El problema aparecería cuando las pérdidas superasen el porcentaje antes indicado.

Pero la **situación de crisis financiera** altera sustancialmente esta situación, en la que se comprueban hechos de gran trascendencia:

- Caídas superiores al **20%** en todos los activos bancarios en todo el mundo.
- Unas pérdidas acumuladas, que inicialmente, se evalúan en **1,1 billones de dólares**.
- Un **déficit generalizado de recursos propios**, con la consiguiente necesidad de recapitalización de las entidades, que habían evolucionado de una capitalización bursátil de **6,5** billones de dólares en 2007 hasta los **1,5** billones de mediados de 2009. El nivel de solvencia de sitúa en el entorno del **8%**, aunque con algunas zonas de sombra por operaciones de «fuera de balance» y «titulaciones».
- La aportación de capital de **1,1** billones de dólares se consigue mediante aportaciones privadas, **0,5** billones, hasta mediados de 2008, y de **0,6** billones, a partir de entonces, y con origen en las finanzas públicas.
- Una alteración sustancial en el «**Top Ten Banks**» del mundo, consecuencia de las caídas en ROE y ROA, así como en los valores en libros de las acciones de aquellos.
- Una **pérdida de confianza de los depositantes**, que genera una caída en la liquidez de las instituciones, que amenazaban con una retirada de los saldos en cuenta corriente, afortunadamente neutralizada por las medidas públicas de elevación de los niveles en los Fondos de Garantía de Depósitos.
- Un **exceso de capacidad instalada**, con márgenes muy estrechos y comportamientos «depredadores» por parte de algunas instituciones e insuficiente discriminación en operaciones de riesgo.
- Finalmente, **escasa entidad de la función de análisis de riesgos** en las entidades, así como sesgos en los esquemas retributivos y en los incentivos a los dirigentes de las mismas.
- Todo lo cual, provocará, a buen seguro, un proceso de reestructuración en las entidades financieras internacionales, también en España, con previsible cierre de oficinas y reducción del tamaño de las plantillas.

En relación a la situación comparativa de **Bancos y Cajas de Ahorros en España**, hemos de indicar su diferente estructura financiera, con menores niveles de recursos propios, beneficio neto, provisiones genéricas y específicas en las segundas que en los Bancos, y con mayor dedicación al crédito promotor de viviendas en las Cajas. Estos hechos provocarán un incremento generalizado tanto de la morosidad como de las dotaciones para insolvencias en todas las instituciones, particularmente, en las Cajas, con el consiguiente deterioro de las ratios de capital. Una simulación realizada para el conjunto de Cajas y Bancos cotizados, representativos del 90% del sistema, anticipa para el año 2010 una ratio de capital superior al **6%** para algo más de la mitad de los activos; entre un **4-6%**, para el 2% y, finalmente, menos del **4%** para el 47% restante.

En relación a la **morosidad**, con el horizonte de 2010, se estima que el **50%**, **40 y 10%** de los activos del sistema, tendrían **mora del 7,5-10; 5-7,5 y superior al 10%**, **respectivamente**, que requerirán fuertes colchones de recursos propios y de incremento de las dotaciones. Si se configura la ROE exigida como el resultado:

ROE exigida= (Valor Añadido Bruto — Pérdida esperada— Gastos Generales de Personal-Gastos Generales) * Apalancamiento.

Teniendo en cuenta que el VAB ha evolucionado del **4,5 al 2,5%** —y si se ajusta al riesgo, en el **3,6-1,5%** — ¿Cuál debería ser la ROE del sistema para que no corriera el riesgo de una nacionalización? Si, hasta ahora, estaba en el entorno del **12%**, con un margen financiero del **1%** y la presión de pérdida y costes operativos, la ROE sería muy baja e incluso nula.

Ello obligaría a la toma de **determinadas medidas**: a) el incremento de los activos totales medios; b) la mejora de los márgenes de negocio sobre los activos gestionados; c) el incremento de las comisiones por servicios y d) la reducción de los gastos de estructura. Ello podría obligar a racionalizar un **35%** de la capacidad instalada si quisiera asegurarse un **10%** de margen financiero.

Desde un punto de vista pragmático, la reducción de volumen de negocio, en especial, la financiación de la vivienda; la limitación de la inversión crediticia y las dificultades de incrementar el margen unitario serán las preocupaciones primordiales de los gestores de las entidades. Y todo ello, con una tendencia a la reducción de oficinas y recursos humanos, en parecido porcentaje a la caída del volumen de negocio; y, de manera particular, con una fuerte limitación del peso en los Servicios Centrales, que la ponencia estima en el 50% para los Bancos y del 25% para las Cajas de Ahorros.

Consecuentemente, la ponencia constata un futuro escenario bien diferente al que se había vivido en los últimos años, que forzará al cambio en la estructura del sector, en su función de producción, polarizándose a la obtención de una determinada ROE, que condicionará fuertemente la actividad, y, por tanto, los resultados del sector. (6)

Una reciente investigación de **Federal Reserve Bank of Boston** nos ofrece una particular visión de algunos de los efectos de la crisis en el sector de la vivienda residencial, en particular, aquellas que han debido comercializarse de manera forzada como consecuencia de procesos de enajenación forzada por penuria económica, algo que, en el Estado de Massachussets, según este estudio, viene sucediendo en un **7%** de los casos.

Este estudio destaca algunas cuestiones relevantes en este mercado, entre los que destacamos los siguientes:

- Se constata que el «**riesgo de embargo**» originado por quiebra económica del propietario de la familia suele producirse a partir del octavo trimestre de la compra, en un porcentaje, que ha crecido del 0,4 al 0,6%.
- Se demuestra que la **transferencia del riesgo de crédito** ha devenido en la originación de hipotecas de inferior calidad a la que era habitual.

- La máxima «**originar para distribuir**», antes comentada, no se considera una cuestión novedosa. La Asociación Hipotecaria Norteamericana venía propugnándola desde el año 1909.
- De forma concreta, desde el año 1950, las compañías hipotecarias **contabilizan el 25% de las nuevas originaciones**, siendo muchas de ellas también proveedoras de servicios ligados a las hipotecas.
- El estudio **toma en consideración los cambios en el mercado hipotecario** bajo la hipótesis que correlaciona la evolución creciente de los ingresos permanentes con el deseo de una vivienda con mayores prestaciones.
- Se observa que, en los últimos años, y desde una perspectiva macroeconómica, la **financiación y/o la titulización de hipotecas** han desempeñado un papel importante para restringir las imperfecciones anteriormente existentes en este mercado.
- No debe olvidarse, por otra parte, que mucha de las innovaciones financieras surgidas en los años ochenta tuvieron su origen en la búsqueda de respuestas a los problemas de los mercados hipotecarios, entonces, con menor dimensión que la que alcanzaron en períodos posteriores. Si entonces, tal y como se ha señalado, **los problemas radicaban en las evoluciones de inflación y tipos de interés**, en 1985-2005, **el riesgo de precio de las viviendas** ha sido el elemento clave en los últimos años transcurridos hasta la aparición de la crisis «subprime».
- Finalmente, hemos de señalar, **que ante tal riesgo de precio**, las entidades prestamistas habían tenido una débil preparación para asumir los problemas surgidos desde 2005. Una posible actuación para neutralizar sus efectos habría sido la de anticipar el desarrollo de instrumentos financieros que hubieren facilitado a los inversores negociar el repetido riesgo, de forma similar a lo que había sucedido en los años ochenta, cuando al inicio de la puesta en marcha de innovaciones financieras se contaba con instrumentos que permitían la negociación de los riesgos de interés (7)

Un análisis de la **Distancia al Default del Sistema Financiero Español** fue objeto de estudio partiendo de la base de las cotizaciones del mercado. La ponencia, en cierto modo continuación de la referida al estudio del modelo bancario español, a que nos hemos referido anteriormente, está basada en datos correspondientes al período 2000-2008, y se presenta no con un propósito concluyente ni predictivo, sino para deducir lo que parece que descuenta el mercado.

Desde una perspectiva internacional, es bien sabido que los Estados han introducido del orden de **1,5 billones de dólares** en el sistema financiero Internacional. Teniendo en cuenta que las pérdidas estimadas ascenderían a **4-4,5 billones de dólares**, todavía restan del orden de **2,5-3 billones** que deberían aflorar no sólo de Bancos sino, también, de otras entidades. Tales pérdidas se distribuirán, casi por igual, entre préstamos y títulos.

La situación podría resumirse en los siguientes términos:

- **El análisis de las cotizaciones** muestra que están muy por debajo de los valores contables. Desde 1999 hasta la fecha se ha evolucionado de representar hasta cuatro veces el valor contable hasta la mitad del mismo.

- La **ratio de apalancamiento**, por su parte, sugiere una fuerte dispersión entre las entidades, con altos niveles de la relación **Activos / Recursos Propios**, que, en algunos casos, supera las **veinte veces**.
- El sistema financiero español está muy afectado por la situación. La creación del **Fondo Regulador Ordenado Bancario (FROB)** por parte del Gobierno, con una dotación que podría alcanzar los **90.000** millones de euros, está en el origen del sentimiento de que la crisis financiera trascenderá fuertemente sobre nuestras instituciones.

Para analizar la **Distancia al Default**, la ponencia presenta las líneas generales de un modelo —que toma su origen en las aportaciones de Merton y Scholes (1973)— según el cual el capital de una firma podría valorarse como si fuere una **opción de compra**. Las características del modelo serían las siguientes:

- La **Distancia al Default, DtD**, se definiría como:

DtD= (Valor implícito de los Activos-Valor nominal Deudas) /Desviación Standard valor Activos.

- La **Distancia a la Intervención**, se definiría de manera similar, pero incluyendo en el valor facial de la Deuda, el requerimiento mínimo de capital.
- A la **Distancia al Default** le afectan, consecuentemente, el valor y el riesgo de los activos, así como el apalancamiento.
- La **Distancia al Default** puede estimarse para entidades individuales como para un conjunto de firmas.
- Respecto al **valor de la Deuda**, se considera distribuida así:
 - Corto plazo= Depósitos+ Interbancario+ otros pasivos, ponderando al 100%.
 - Largo plazo = Resto financiación mayorista, que pondera al 50%.
- El valor de **mercado del capital**, no presenta problemas para las entidades bancarias, que cotizan en bolsa. Para las Cajas de Ahorros se utiliza la fórmula:

PER * ROE * CAPITALIZACIÓN CONTABLE

Para el PER, se considera el promedio de las entidades bancarias.

- La **Volatilidad del activo** se estima así:
 - a) La volatilidad histórica de los activos contables se considera constante para todo el período.
 - b) La volatilidad histórica de la capitalización de mercado, asimilando la volatilidad de los activos implícitos.

c) Que la volatilidad ajustada al riesgo es variable con el tiempo. La mínima fue del 30% en 1993 y la máxima del 90% en 2008.

— La **capitalización bancaria** se estima entre 10-15 veces por encima de los beneficios en la última década, salvo en 2008, en que se produce una clara divergencia. En términos de promedio, unos 100.000 M. capitalización y 15.000 M. de beneficios.

— La **evolución total del sistema** para 2000-2008 sería del siguiente tenor:

<i>Año</i>	<i>Deuda Total</i>	<i>Punto Default</i>
2000	1.130.845	1.027.790
2008	3.115.182	2.598.528

— En el **caso particular de los Bancos**, la situación sería:

<i>Año</i>	<i>Deuda Total</i>	<i>Punto Default</i>
2000	751.057	689.217
2008	1.891.000	1.525.218

Con una **ratio de apalancamiento de 16**.

— Las **Cajas**, con una peor situación y una ratio comprendida entre **6-28 veces**.

— La **Distancia a la Intervención** del Sistema Financiero Español habría sido, aplicando este modelo, de **2 y 0,4**, para los años 2000 y 2008, respectivamente.

— Y la **Distancia al Default**, sería de **1,6 y -0,2**, respectivamente, en los mismos años.

El análisis permite concluir que todo el sistema, Bancos, Cajas y Cooperativas, **muestra la misma tendencia**, aunque es más acusada en el conjunto de las Cajas de Ahorros. Si bien, con la aportación que se ha previsto por parte del FROB, si fuere para incrementar el capital de las entidades, no se afectaría a la Distancia al Default. Sin embargo, si fuere para aminorar la deuda de las entidades, la calificación se alteraría sustancialmente.

La presentación suscitó un amplio cruce de intervenciones, en especial, sobre : a) la similitud de los PER entre Bancos y Cajas, que se considera, por una parte de los participantes, muy inferior en Cajas; b) la política del Fondo de Garantía de Depósitos, que se estima no tendrá un impacto directo, aunque podría reducir la probabilidad de Default; c) la consideración de una valoración ajustada de la Deuda a corto y largo plazo según la metodología Moody's-KMV, que alteraría los resultados; d) la diferente estimación de la volatilidad de los activos; y e) la pregunta de cómo afectarán las decisiones adoptadas por el Gobierno de España al avalar algunas emisiones de Deuda, que, como es lógico, alteraría también la ratio correspondiente. (8)

Se analizó el impacto de las relaciones **entre los agentes en los mercados de valores con centros educativos**, en especial con los de formación superior de cierto prestigio,

que permitiría, en algunos casos, obtener información corporativa emanada de ejecutivos que pasaron por ellos. Se puso el ejemplo de una de las «redes sociales» de cierto impacto, **<zoominfo>** que, curiosamente incluía currículum vitae de algunos de los presentes en este Encuentro. De manera particular se estima que:

- **Se han probado ventajas** para los analistas que consiguen enlazar con personas que cursaron estudios en centros de prestigio y facilitan una cierta información sobre las corporaciones en que prestan o prestaron servicios.
- Podría obtenerse una diferencia **de hasta el 6,60% anual** en una recomendación, según se tenga o no relación con persona vinculada a una corporación.
- La **regulación oficial** de este tipo de actividades, limitando la divulgación de información selectiva, haría que las ventajas pudieran llegar a ser irrelevantes.
- Los **analistas que acceden a redes sociales** pueden obtener ventajas directas con la información que de estas se deriva, y, adicionalmente, les facilita la evaluación de la calidad de los gestores de las corporaciones a que la información se refiere.
- En **algunos países se estudian disposiciones legales** que pueden bloquear o limitar estos canales de información. De aquí la importancia que las «redes informales» se preserven en algunos entornos en los que, aún con aquellas limitaciones, siempre puede enriquecerse nuestro conocimiento de cualquier activo negociado en un mercado de valores.
- En el estudio realizado para el entorno norteamericano, **se deduce que diez universidades** de gran prestigio (entre ellas, Harvard, Pennsylvania, New York, Columbia, Cornell, Berkeley, Stanford, MIT, Yale y Chicago) concitaban las mayores relaciones entre analistas y ejecutivos o administradores de las grandes corporaciones industriales.
- Finalmente, y como dato curioso, **una cuarta parte de los miembros del Senado** de Estados Unidos tienen alguna conexión con las Universidades de Harvard o Yale. Y, por otra parte, un 15% de las empresas norteamericanas tienen algún Consejero o alto ejecutivo conectado con centros universitarios de prestigio.

En definitiva, el análisis no hace más que confirmar, a través de un modelo detallado, las ventajas que reporta a cualquier analista financiero la posesión de relaciones cualificadas con personas que en su día participaron en programas de formación en instituciones educativas de prestigio y hoy prestan servicios destacados en corporaciones cuyos títulos cotizan en los mercados. (9)

La **estrategia de inversión en fondos soberanos** fue objeto de atención en la última ponencia del Seminario. Se examinaron las estrategias de inversión directa de capitales privados en los denominados Fondos Soberanos, así como su relación con las organizaciones estructurales de Fondos.

Los **Fondos Soberanos** controlaban unos recursos en el sistema financiero global por encima de los **3,5 billones de dólares en 2008**, y vinieron creciendo de manera con-

sistente durante la última década. Las proyecciones que han realizado, contando con la actual incertidumbre sobre el crecimiento económico, aventuran que pueden ser actores muy importantes en los próximos años.

A pesar de su volumen y línea de tendencia, **los economistas han prestado poca atención a estos Fondos**, al menos, desde la perspectiva de la literatura financiera. Es probable que la causa se encuentre en la falta de divulgación de sus resultados, desde los propios Fondos, lo que dificulta un análisis sistemático que estimule a considerarlos como objetivo inversor.

Las **estrategias inversoras** de estos Fondos están diferenciadas, según apliquen en mercados financieros públicos que en otros de regulación y alcance geográfico más limitado, en los que pueden aparecer mayores asimetrías de información.

Analizando tres de las más importantes bases de datos de inversión **existentes en el mundo, se identificaron, entre 1984-2007 hasta 2662 operaciones sobre 29 de estos Fondos Soberanos**, operaciones que incluían adquisiciones, acciones privadas y participaciones minoritarias en entidades públicas. Para todas ellas, se examinó la propensión de los Fondos de aplicar sus recursos, bien dentro o fuera del país; los niveles de precio de los activos adquiridos, en el momento de la inversión, y pasado un determinado plazo; los volúmenes de participación alcanzado, sin descuidar los ingresos percibidos por tipos de industria, país y plazo.

El análisis de los datos permitió concluir:

- La **tendencia de los Fondos Soberanos** es a invertir en activos nacionales y exteriores cuando sus precios son mayores.
- En promedio, los **Fondos tienden a invertir significativamente** en activos nacionales cuando las ratios PER son bajas, y, alternativamente, en activos extranjeros, cuando son elevadas.
- **Fondos Soberanos de Asia, y, en menor medida, de Oriente Medio**, toman en consideración de la evolución de las ratios PER para mantener sus inversiones.
- **Los Fondos Soberanos** en los que participan personas con representación política tienen una probabilidad mayor de realizar inversiones domésticas, mientras que las que confían en gestores externos, tienen una menor probabilidad.
- Los **Fondos Soberanos con gestores externos** tienen propensión a invertir en industrias con bajo PER, al contrario que las que confían en personajes públicos, que prefieren activos con alto PER.
- Los **Fondos Soberanos con gestores externos** asocian su estrategia a cambios positivos en la evolución de los PER de la industria un año después de realizar las transacciones.
- **Analizando globalmente los resultados**, es posible deducir que los Fondos que aplican con fuerza en sus mercados nacionales, particularmente, aquellos en que participan líderes políticos, puedan ser más sensible a las necesidades sociales de

la nación. Podrían estar dispuestos a aceptar inversiones que tienen alta rentabilidad social, aunque como esta es difícilmente medible, deducimos que invierten en activos de menor rendimiento. Una interpretación alternativa sería que tales inversiones domésticas estarían condicionadas por consideraciones de agencia.

- Sin embargo, es **difícil reconciliar, a primera vista, estas prácticas con la lógica de las inversiones empresariales**. En particular, por qué el desarrollo económico nacional aconseja motivar a los Fondos a invertir dentro del país cuando los precios de los activos son relativamente más altos. Igualmente, el que los intereses sociales induzcan a aplicar en industrias con altos valores de las ratios PER, en especial, cuando es notorio que tal situación puede variar en el tiempo y volverse en contra del criterio antes aceptado. En cualquier caso, los resultados obtenidos pueden considerarse solamente indicativos, y plantean algunas cuestiones de fondo acerca de las estrategias de inversión de este tipo de instituciones.
- Una extensión lógica de este análisis debería considerar la **opacidad que tienen algunos de estos Fondos**, que no pudieran explicar de manera entendible sus objetivos y estrategias de inversión, su organización interna y las coacciones que podrían afrontar debido a presiones internas y externas. En ocasiones, se piensa que los Fondos Soberanos son utilizados más allá de objetivos geopolíticos o estratégicos económicos de un determinado Gobierno. Un ejemplo reciente es el caso de un Fondo de Singapur, que en sus inversiones en India y China, ha sido interpretado como la forja de lazos estratégicos con vecinos más grandes y poderosos que los de la ciudad-Estado.
- En otros casos, consideraciones políticas han conducido al abandono de **estrategias «proféticas» de inversión**. No se olvide la situación del Fondo de Pensiones de Noruega que causó un alboroto en 2006 como consecuencia de su participación accionarial en Bancos islandeses, que atravesaban una situación desesperada.

En definitiva, una investigación que aporta algunas luces y algunas cuestiones para entender la interacción entre las finanzas y la economía política. (10)

Justo en las fechas en que se desarrollaban estas sesiones fue conocida la ponencia presentada por Andrew G. Haldane, Director Ejecutivo de Estabilidad Financiera en el Banco de Inglaterra, con ocasión de la 45ª Conferencia Anual del Federal Reserve Bank of Chicago, en la que bajo el título «**Small lessons from a big crisis**», en la que con tanta concisión como buen criterio nos recordaba lo siguiente:

- Las finanzas han sido consideradas en el mundo como «**la gallina de los huevos de oro**», porque han propiciado, para algunos, exceso de rentabilidad, pero, al tiempo, grandes problemas, problemas que solo podrán ser neutralizados cuando se disponga de un supervisor sistémico que tenga como responsabilidad la detección de «burbujas», como la de 2007-2008.
- Se ha constatado en la mayor parte de las entidades financieras la práctica de un **exceso de apalancamiento**. Por ello, sería conveniente volver al protagonismo de la Rentabilidad de los Recursos Propios (ROE) frente a la de los Activos (ROA).

- Se ha dado demasiado culto al **«tamaño, a la dimensión»** de las entidades. («To big to fail»). Pero no nos habíamos percatado que las bases de capital de las entidades eran muy pequeñas en relación a la dimensión de sus negocios; tampoco de algunas arbitrariedades en el diseño de los criterios de Basilea; así como de la necesidad de mayor supervisión internacional en las operaciones de concentración y redimensionamiento de las entidades.
- Ahora se está propugnando la exigencia de **«stress test»** a las entidades. Pero no debemos olvidar que pueden aparecer inconsistencias por los «inputs» que introduzcan las entidades en el modelo, y por las posibles medidas de prevención, como los niveles de solvencia requeridos, que, en ocasiones, contemplan opciones escasas, e, incluso, una sola alternativa. No debe olvidarse la presentación general de la clásica teoría Modigliani-Miller, en la que se deducía que el coste de capital era independiente de la relación entre los recursos propios y ajenos.
- En los dos primeros años de esta crisis, han funcionado **«las cañerías del sistema»**, ya que el subsistema correspondiente a los pagos tuvo un razonable comportamiento, y se evitó el «riesgo de contrapartida».
- Aunque no en su totalidad, en algunos casos hubo dicho riesgo, ya que los **productos OTC**, regidos por convenciones privadas, no se sometieron a los mismos procesos de liquidación que aquellos que operan en los mercados organizados.
- El **problema fueron los beneficios bancarios**. En estos momentos debería recuperarse, por bien de la economía real, para que permitan devolver las ayudas que se han recibido de los Estados.
- Finalmente, y en relación a la normativa del **Fondo de Regulación Ordenada Bancaria (FROB)** de España, una primera consideración es el temor a que pueda generar actuaciones arbitrarias y no equitativas que irían en contra de sus propósitos finales. (11)

Esta última consideración es compartida por muchos analistas españoles, en los que se une, tanto el escepticismo hacia el funcionamiento práctico del sistema como el olvido de disposiciones legales anteriores que señalaban un nítido camino cuando una entidad —como ya sucediera con el caso Banesto en 1994— atraviesa dificultades que solo pueden concitarse mediante la aplicación de claras reglas de ortodoxia económica y financiera.

3. UNA PRIMERA REFLEXIÓN SOBRE LA GENERALIDAD DE LAS PRESENTACIONES.

Al reflexionar sobre el contenido de las presentaciones, conviene recordar alguna de las que realizamos con ocasión del Seminario anterior, al tiempo que añadimos otras, que nos permiten actualizar la situación de los mercados financieros en relación a los comentarios vertidos en líneas anteriores.

1. En primer lugar, hemos de indicar que aunque el **tono general de las presentaciones fue de gran calidad positiva; rigor en los planteamientos fundamentales y conclusiones bastante certeras**, una consideración formal no excluye tener la sensación

del exceso de peso teórico y falta de realismo en alguno de los planteamientos, realizados por personas con gran vocación investigadora, que manejan series de datos de gran riqueza, pero, en muchos casos, alejados de la realidad de la situación interna de los intercambios de operaciones entre las entidades financieras. La vulnerabilidad, a largo plazo, de alguna de ellas, no ha sido objeto de una gran atención en este Seminario y, sin embargo, los efectos y turbulencias que se vienen padeciendo son una clara consecuencia del desconocimiento explícito que se tiene del conjunto de repercusiones que operaciones crediticias inicialmente alejadas de «mutaciones» financieras — como el caso de las hipotecas «subprime» — hayan transmitido efectos tan perversos a los mercados que les sitúen, tal y como ahora se encuentran muchos de ellos, con grave riesgo de inestabilidad y de traslación de efectos muy graves al resto de la economía productiva

2. En segundo lugar, y cara al futuro, **debemos obtener enseñanzas** de lo que significa y puede limitar los efectos de esta crisis inmobiliaria: la conveniencia de crear instrumentos adecuados a la financiación de inmuebles, tarea que no sólo debe ser responsabilidad de las entidades financieras, sino de las propias autoridades económicas y de los reguladores, que conociendo la situación y perspectivas del sector, se limitaron a denunciar los peligros pero sin disponer ni proponer un conjunto de medidas que pudieran neutralizarla.

3. Sería deseable una auto-crítica acerca del funcionamiento del **Sistema monetario internacional**, que ha venido girando en torno a la divisa dólar, como reserva de valor internacional, permitiendo a los Estados Unidos ingentes exportaciones de su divisa sin recorte alguno posible a la estructura de su financiación internacional. Por otra parte, es necesario evaluar el papel de los bancos privados, que basan su actuación en el arbitraje de plazos y riesgos, en un entorno en el que los bancos centrales manejan a discreción el volumen de divisas. Aquellos pueden endeudarse a corto para invertir a largo plazo, sin incurrir de inmediato en una situación de falta de liquidez. Por ello, solo necesitan refinanciarse en unos mercados interbancarios que, como decimos, están controlados por los bancos centrales. Como ello distorsiona la estructura de los tipos de interés y hace posible realizar malas inversiones, la reflexión debería reconsiderar la posibilidad de practicar una política monetaria más ortodoxa, con tipos fijos, por ejemplo, y/o una oferta ligada a algún activo líquido — algunos analistas señalan la vuelta al patrón oro —, neutralizando, hasta donde sea posible, con buena supervisión y regulación, que las entidades incurran en arbitrajes de plazos y riesgos.

4. Existe una corriente de opinión que afirma que a los **reguladores y supervisores**, tanto en América como en la Eurozona, se les han ido de las manos el adecuado control de los mercados financieros. Tanta propaganda de la bondad de los diferentes Acuerdos de Basilea —, se anuncia Basilea III —y, ahora, cuando llegan los problemas, nos rasgamos las vestiduras al comprobar que no contamos con los instrumentos adecuados para prevenir y concitar este tipo de problemas.

En una reciente cumbre de empresarios italianos y españoles, sus organizaciones patronales solicitaron a sus respectivos gobiernos que tomaran las medidas necesarias para reforzar la competitividad de la industria, con reformas estructurales que favorecieran la llegada de la recuperación económica. Y, de manera particular, que se revisase la normativa bancaria derivada de Basilea II, muy exigente en los procesos de análisis de riesgos. Estiman, por otra parte, que son muy conservadores y que pueden conducir, como así están comprobando, a limitar la evolución del volumen de crédito y a «estrangular» la economía.

(12) Independientemente de la objetividad de esta petición, es evidente que la preocupación existe y que habrían de arbitrarse procesos que permitan equilibrar tanto la sostenibilidad futura de las instituciones como el no excederse en exigencias que puedan conducir a situaciones empresariales de mayor dificultad.

5. Los hechos conocidos a partir del mes de septiembre de 2008, en especial, las **medidas adoptadas por el Gobierno norteamericano** para neutralizar los efectos perversos de la crisis financiera, ponen de manifiesto la bondad de alguno de los análisis realizados en el Seminario que comentamos, aunque, en cualquier caso, habremos de esperar tanto a la maduración de estas medidas como a las que adoptarán otros reguladores y supervisores europeos y asiáticos, que, en cualquier caso, no podrán valorarse antes de la conclusión del próximo ejercicio económico. Y decimos esto por varias razones: a) Porque no es posible valorar los efectos objetivos de estas ayudas hasta no conocer su impacto real en la cuantificación de los activos en curso o de aquellos que están por vencer, b) Por la volatilidad que trasladan al conjunto de los mercados, c) Uno de los principales efectos es la alternancia en la repercusión en los mercados de valores: Si el viernes 19 de septiembre de 2008 todas las Bolsas del mundo anotaban las mayores subidas del año — mucho más en Europa que en Estados Unidos —, el lunes 22, volvían a anotar bajas considerables, pero ahora, más en Estados Unidos que en Europa. Este hecho puntual demuestra o diferente nivel de confianza de las medidas adoptadas o, sencillamente, un deseo explícito de obtener ganancias rápidas dada la excesiva volatilidad, d) Existen controversias sobre la racionalidad económica de estas medidas: mientras que una parte de los analistas estima que tan ingentes ayudas no servirán para resolver el problema de fondo de los mercados, otro grupo de ellos estima que si bien estas medidas tienen alto coste, habría sido muy superior el coste de oportunidad de la crisis que habría sobrevenido de no haberlas tomado, y e) Finalmente, con una visión más completa, del coste total de las medidas habría que deducir el valor de los activos recuperados, que nunca será cero.

6. Como se ha señalado, la **Unión Europea** proyecta el establecimiento de medidas, con fuerza de ley, que permitan neutralizar los efectos de las turbulencias. Algunas de ellas han sido anticipadas:

- Limitación a todas las entidades financieras de un mínimo de reservas de liquidez.
- Limitación del volumen de endeudamiento.
- Exigencia de presentación de estados financieros trimestrales con amplia enumeración de actividad, resultados y riesgos.
- Exigencia de inclusión de los préstamos «titulizados» en la información anterior.
- Supervisión rigurosa de las agencias de calificación crediticia, evitando la generación de «conflictos de intereses» con los emisores de títulos.
- Mayor transparencia y equidad en las remuneraciones del personal ejecutivo de las entidades.
- Regulación y supervisión especial de los hedge funds y los private equity, a los que, en buena parte, se les viene acusando de «motores» de la crisis.

Esto tendrá un largo proceso de **maduración legislativa** que dificultará su aplicación posterior si no existe una posición favorable a estas líneas de modificación, líneas, que, por otra parte, son de casi total observancia en alguno de los países más rigurosos en la vigilancia del sistema financiero.

En todo caso, y ya en el año 2009, comprobamos algunas decisiones importantes en las instituciones españolas, en especial, las relativas a los aumentos de capital que permitan tener una posición más sólida ante eventuales problemas. Las tres primeras: Santander, BBVA y Popular, realizaron ampliaciones de capital bajo diferentes fórmulas jurídicas, ampliaciones que fueron colocadas con relativa facilidad y que ponen de manifiesto la necesidad de tener mayores recursos propios ante la previsible evolución de la morosidad. Solo con mayores dotaciones de capital puede garantizarse la estabilidad financiera. Ya el propio Secretario del Tesoro norteamericano publicitaba la conveniencia que las instituciones tuvieran recursos propios adaptados a los niveles de su riesgo sistémico. Pero sugería algo más: a) la conveniencia de incrementar la Tier-1, focalizada en la base de capital acciones; b) la dotación de «provisiones anti-cíclicas», en la forma que lo hicieron las entidades españolas, a las que en muchas ocasiones se les pone de ejemplo; c) garantizar la liquidez de los sistemas financieros, y, d) puesta en práctica de medidas que faciliten la medición del riesgo implícito en los balances. (13) Cuestiones en las que encontrará eco pero que habrá que valorar cuando se pongan efectivamente en práctica... si es que se ponen. De momento, y por lo que se refiere a las ampliaciones españolas de capital, en algún caso, como el del Popular, no han sido precisamente operaciones beneficiosas para el accionista minoritario, y, en alguna Caja, como la de Madrid, una emisión de preferentes ha sido calificada como «de bono basura».

7. Por ello, ahora se inicia en algunas instancias —Congreso norteamericano, Parlamento Europeo, etc.—, y es digno de elogio, un **proceso de auto-crítica** de actuaciones de reguladores, supervisores, agencias de calificación o rating, auditoras, entidades financieras, entidades de inversión y capital-riesgo, etc. — que deberían concluir con un código de prácticas ortodoxas que no pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero, en particular y, consecuentemente, el funcionamiento del marco económico mundial. Si hace pocos años, la crisis de Enron originó un cataclismo en las compañías de auditoría, ahora podría llegar el turno a las firmas de calificación o rating, o a entidades de intermediación financiera mayorista que abusaron de su posición, con conflictos de intereses o, sencillamente, perjudicando abiertamente a sus clientes.

El propio presidente de Goldman Sachs, siguiendo los pasos del Presidente de la FSA británica, Lord Turner, reconoce ahora que algunos de los productos especulativos de la banca fueron «socialmente negativos» y las entidades perdieron el necesario control de los resultados finales a que podrían conducir los mismos. Una evidencia de que su propia entidad, junto a otros bancos de inversión, algunas aseguradoras y fondos, perdieron el control sobre sus propios productos especulativos y generaron la crisis financiera de 2007, con los efectos finales que hasta ahora conocemos. Adicionalmente, y para redondear la auto-crítica, estimó que alguno de sus productos financieros, lejos de incorporar valor social o económico, solo aportaban liquidez, sin contribuir positivamente a la economía real. Tal auto-crítica no es otra cosa que una quimera, pues muy probablemente, tras el saneamiento de la entidad, habrá que ver los nuevos productos que utilizan en sus operaciones. (14)

8. Una de las primeras medidas adoptadas en el ámbito de los **mercados de valores**, verdaderas cajas de resonancia de todo lo que acontece en el entorno, es la exigencia de

información previa sobre las posiciones «cortas» tomadas por inversores que desean aplicar sobre determinadas firmas bancarias, de seguros o de los mercados financieros. Como es sabido, persiguen que el resultado neto del conjunto de sus posiciones cortas sobre títulos, supongan, al menos, un 0,25% del capital de aquellas firmas, bien sea en forma de acciones, cuotas participativas y todo tipo de derivados que puedan devenir en un resultado positivo para el inversor ante el brusco descenso en el precio de los títulos. Los supervisores españoles ya han anunciado la publicación de una disposición en este sentido.

9. Una medida operativa, la limitación de las «**ventas en descubierto**», ha sido puesta en práctica en esta coyuntura. Tanto la norteamericana Stock Exchange Commission (SEC), la británica Financial Services Authority (FSA) como la española Comisión Nacional del Mercado de Valores, anunciaron su puesta en vigor. Estas operaciones se realizan cuando el vendedor no dispone previamente de los títulos que vende, bien por medio de una previa adquisición; de un préstamo de valores acordado con anterioridad o del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado.

10. Igualmente, la **Agencia británica FSA** solicitará, a partir de ahora, a todas las entidades financieras que expliquen pormenorizadamente aquellas decisiones que impliquen la creación de «activos tóxicos», es decir, aquellos que pueden generar altos riesgos. En este caso, y como medida neutralizadora, se les requerirán mayores dotaciones de capital que las establecidas para activos que no contengan aquella contingencia.

11. Un efecto indirecto de las turbulencias será la **nueva configuración del sistema bancario mundial**. Desaparecerían instituciones; se integrarán en otras de mayores niveles de solvencia y operatividad y se adaptarán a nuevos modelos de negocio aquellas, como los bancos de inversión, que han sufrido con mayor intensidad los efectos de la crisis. El cambio de vocación, de banca de inversión a banca de particulares, no será fácil. Tales cambios se notarán, aparte de en Estados Unidos, en Europa, y, particularmente, en España.

Madrid, 16 septiembre 2009.

4. BIBLIOGRAFÍA

- (1) «**Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds**». Campbell, John Y.; Sunderam, A. and Viceira, L. M. Harvard Business School. Working Paper 09-088. Cambridge, 2009. Stephen M. Ross School of Business at the University of Michigan. Research Paper N° 1122. Chicago Graduate School of Business Research. Paper N° 08-19.
- (2) «**Bank Lending During the Financial Crisis of 2008**». Ivashima, V. and Scharfstein, D. Harvard Business School. Cambridge, December 2008.
- (3) «**The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults**». Rajan, U.; Seru, A. and Vikrant, V.
- (4) «**Situación y perspectivas del Sistema Financiero Mundial**». J. Viñals. Manager in International Monetary Fund (IMF). Conference in Faculty Club. Harvard University. Cambridge, July, 20, 2009.
- (5) «**Forced sales and house prices**». Campbell, John Y.; Giglio, S. y Pathak, P. Department of Economics. Littauer Center. Harvard University. Cambridge, March 2009.

- (6) **«Crisis del Modelo Bancario: Consolidación en las Cajas Españolas»**
 Conference of Berges, A and Garcia Mora A. Analistas Financieros Internacionales. Escuela de Finanzas Aplicadas. Real Colegio Universitario Complutense. Harvard University. Cambridge, July, 21, 2009.
- (7) **«The Impact Of Deregulation and Financial Innovation on Consumers: The Case of the Mortgage Market».**
 Gerardi, K; Rosen, H.S. y Willen, P. S. Forthcoming in the Journal of Finance. March, 14, 2009.
- (8) **«Distancia al Default del Sistema Financiero Español: Una aproximación a partir de cotizaciones de mercado».**
 García Mora, A. and Papp, P. Analistas Financieros Internacionales. Escuela de Finanzas Aplicadas. Real Colegio Universitario Complutense. Harvard University. Cambridge July, 22, 2009.
- (9) **«Sell Side School Ties»**
 Cohe, L.; Frazzini, A and Malloy, C. Harvard Business School and NBER. University of Chicago. Cambridge, January, 22, 2008.
- (10) **«The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds».**
 Bernstein, S.; Lerner, J. and Schoar, A. Harvard Business School. Working Paper 09-112. Cambridge, 2009.
- (11) **«Small Lessons from a big crisis».**
 Haldane, A. G. Executive Director Financial Stability. Bank of England. Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago 45th Annual Conference about «Reforming Financial Regulation». London, 08.05. 2009.
- (12) **«Empresarios italianos y españoles solicitan cambio Basilea II».**
 Cumbre celebrada el 10.09.2009. Recogido por Hispanidad.com. Madrid, 11.09.2009.
- (13) **«Financial stability depends on more capital».** Geither, Tim. Secretario del Tesoro de Estados Unidos. «Financial Times». Londres, 4.09.2009.
- (14) **Declaraciones del Presidente de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein.** Recogidas de <gabriel@hispanidad.com> Madrid, 10.09.2009.