



MEDITERRANEO ECONÓMICO

El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario



CRISIS EN LOS MERCADOS DE DEUDA Y CRÉDITO (2007-2010)

Francisco de Oña Navarro *

Resumen

La crisis que aún vivimos comenzó en los mercados de deuda y crédito en los que ha tenido una especial intensidad y a los cuales ha afectado de manera muy singular, aflorando la erosión que se estaba produciendo en la calidad de muchos de los activos e instrumentos financieros oculta por el optimismo que generaba el continuo crecimiento económico. Sin embargo, su desarrollo ha desbordado el ámbito de los mercados financieros para convertirse en un factor de desaceleración de la actividad económica global cuyo alcance final aún está por determinar. A medida que han ido avanzando los meses se ha constatado que se había relajado la disciplina de mercado y los requisitos prudenciales más estrictos y existía una manifiesta incapacidad para examinar y analizar los riesgos. Todo ello ha hecho que se deterioren algunos de los principios y valores sobre los que se sustentaba el sistema financiero, hasta llegar a ponerlos en cuestión.

Abstract

The crisis we are still experiencing began in the debt and credit markets where it has been particularly intense and which have been affected in a very specific way, bringing to the surface the erosion that had been occurring in the quality of many assets and financial instruments, concealed by the optimism generated by ongoing economic growth. However, its development has spilled beyond the financial markets to become a factor in the slowing down of global economic activity, the scope of which is yet to be determined. As the months go by, it has been noted that market discipline was relaxed along with the strictest prudential requirements, and there was a patent inability to examine and analyse risks. All of this led to the deterioration of certain principles and values in which the financial system was grounded, to the point that they have now been called into question.

1. Introducción

Estamos atravesando la situación más compleja de las últimas décadas, producto de una crisis de proporciones globales, que está originando unas turbulencias nunca vistas y una incertidumbre inédita acerca de la solvencia del sistema económico y financiero y, peor aún, sobre la capacidad de pervivencia de este sistema, tal y como se ha ido forjando desde mediados del pasado siglo.

A pesar de este negro panorama, en la actualidad parece existir un cierto alivio porque se dispone de un análisis aparentemente sólido acerca de las causas y los efectos de esta crisis y, sobre todo, un creciente consenso o, al menos, una aproximación hacia él, en torno a las medidas y cambios necesarios para volver a una cierta normalidad y a un cierto grado de seguridad para el actual sistema financiero y empresarial. Eso sí, después de importantes y sustanciales ajustes y reformas que pueden cambiar en los próximos años, especialmente en el caso de España, la fisonomía de muchas de nuestras instituciones y empresas, en particular, las del sector bancario.

* Bolsas y Mercados Españoles (Grupo BME).

Nadie pensaba que se iba a llegar donde ahora nos encontramos. El origen financiero de la crisis ha actuado como catalizador de un entorno de desconfianza y falta de liquidez que se ha ido extendiendo de una manera larvada y finalmente de forma explosiva hasta instalarse en la práctica totalidad de las instancias económicas y financieras.

A consecuencia de ello se han originado numerosos quebrantos patrimoniales que han hecho sucumbir a algunas de las hasta ahora más reputadas firmas bancarias mundiales y resentirse de forma convulsa a otras.

Los gobiernos de los países líderes, incluido el nuestro, se han visto sorprendidos por la dramática evolución de los mercados hacia el colapso y han debido poner en marcha numerosas iniciativas, unilaterales unas, y coordinadas con otros países, otras para impedir que dejasen de funcionar los circuitos de los sistemas de pago y financiación de las empresas y las economías.

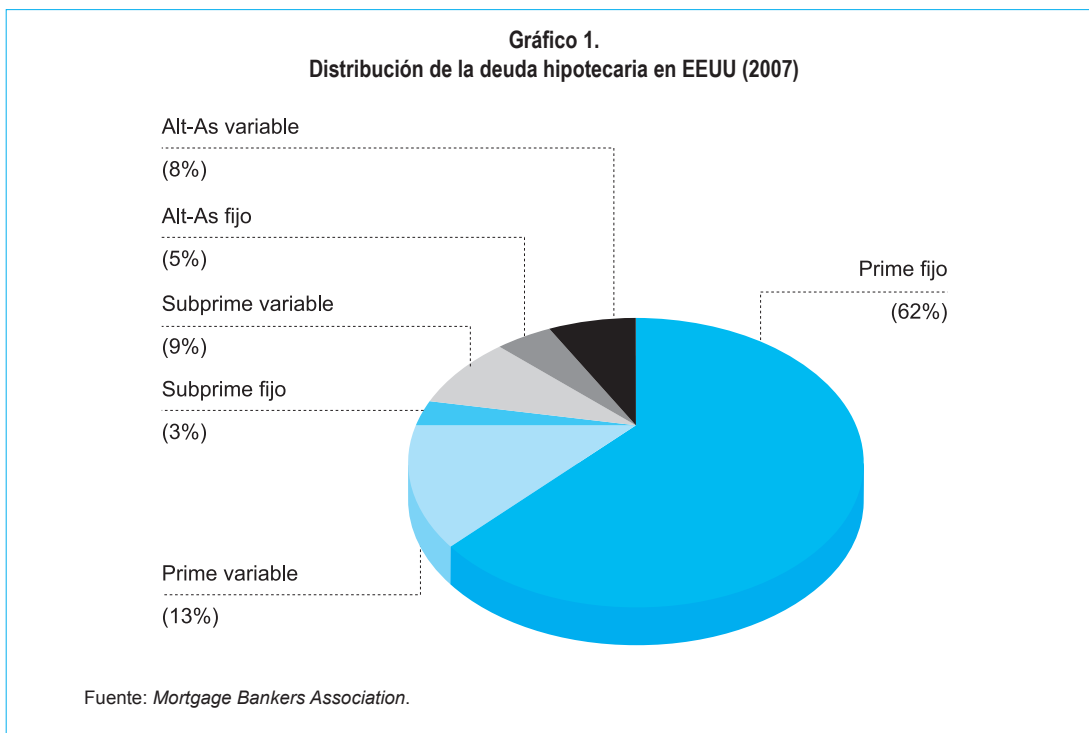
En el momento presente, la crisis ha adquirido y se ha consolidado con unos perfiles globales, tanto desde la perspectiva geográfica como de los distintos ámbitos de la economía, afectando al sistema financiero, la economía real y a la práctica totalidad de las empresas y sectores, en definitiva al conjunto de los ciudadanos.

2. Orígenes de la crisis

La mayoría sitúa en 2008 el comienzo de la crisis, fecha en la que aparece de forma expresa ante la opinión pública. A medida que avanzaba ese año el deterioro de la actividad financiera se extendió a la economía real en su conjunto, dando lugar a un frenazo y una contracción de la actividad económica general, de tal modo que la mayoría de los países entraron en un escenario de recesión en el final de ese ejercicio. Sin embargo, los que trabajamos en los mercados de renta fija sabemos que el arranque fue anterior.

Ya en marzo de 2007, *New Century Financial*, segundo mayor originador de hipotecas subprime americano, anuncia que deja de proporcionar créditos debido a los problemas de liquidez que encuentra para financiarse. En tan sólo cinco días las acciones de esta compañía hipotecaria *subprime* son excluidas de cotización de la bolsa de Nueva York (NYSE). El 2 de abril se declara en quiebra.

No habían pasado ni tres meses cuando llega un nuevo sobresalto: el 14 de junio dos *hedge funds* promovidos por *Bearn Stearns* que invierten en hipotecas subprime se desploman. Durante las siguientes semanas, *Standard & Poor's* y *Moody's* se apresuran a rebajar la calificación de diversas operaciones que tienen como respaldo CDO y RMBS, por su exposición *subprime*.



A finales de julio, el día 31, la crisis se extiende a Europa: KfW anuncia que asumirá todas las obligaciones derivadas de la exposición de IKB en *Rhineland Funding*. En esas fechas, van cayendo como piezas de dominó nuevas entidades relacionadas con el mercado hipotecario americano: en agosto, entre otros, anuncia su quiebra *American Home Mortgage*, décimo banco hipotecario en EEUU; y *Contrywide* anuncia que la situación de los mercados de crédito tendrá un impacto directo en sus resultados; al tiempo que *Sentinel Management Group* solicita a la SEC la paralización de la liquidez en varios de sus fondos.

La situación se agrava y lleva a *BNP Paribas* a congelar la liquidez de tres de sus fondos ligados con el sector *subprime*, ante la imposibilidad de obtener una valoración adecuada de los activos incluidos en ellos. También en ese mes HBOS anuncia que utilizará las líneas de liquidez de su programa de *ABCP Gramplan*. Por aquel momento, *Gramplan* era el programa de *ABCP* de mayor tamaño existente en el mundo con más de 36.000 millones de dólares de saldo vivo.

Commercial Bank of China y *Bank of China* declaran que tienen más de 8.000 millones de dólares comprometidos en activos relacionados con el mercado *subprime*. La crisis estalla también en Asia.

Los primeros signos fuera de este específico segmento se dejan sentir ya en ese mes en las bolsas, con importantes recortes. La situación que se está creando obliga del 11 al 19 de agosto a una acción concertada de la FED, BCE, BCJ y Banco Central de Canadá para inyectar liquidez en el mercado.

Así llega el mes de septiembre de 2007, en el que la opinión pública europea recibe el primero aldabonazo: *Nothern Rock*, el banco hipotecario británico, sufre una fuerte retirada de depósitos. El Banco de Inglaterra anuncia su rescate por 45.000 millones de dólares.

A partir de esa fecha se generalizan los *write-offs* y resultados negativos en la presentación de cuentas de los principales bancos norteamericanos, *Citigroup*, *Morgan Stanley*, *Merrill Lynch*, etc.; y los europeos *UBS*, *Barclays PLC*, *Fortis*, se ven afectados por la crisis. El punto álgido es la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, en el que no quiso intervenir el Gobierno de EEUU; a partir de este hecho, los acontecimientos son de sobra conocidos por lo que evito reiterarlos.

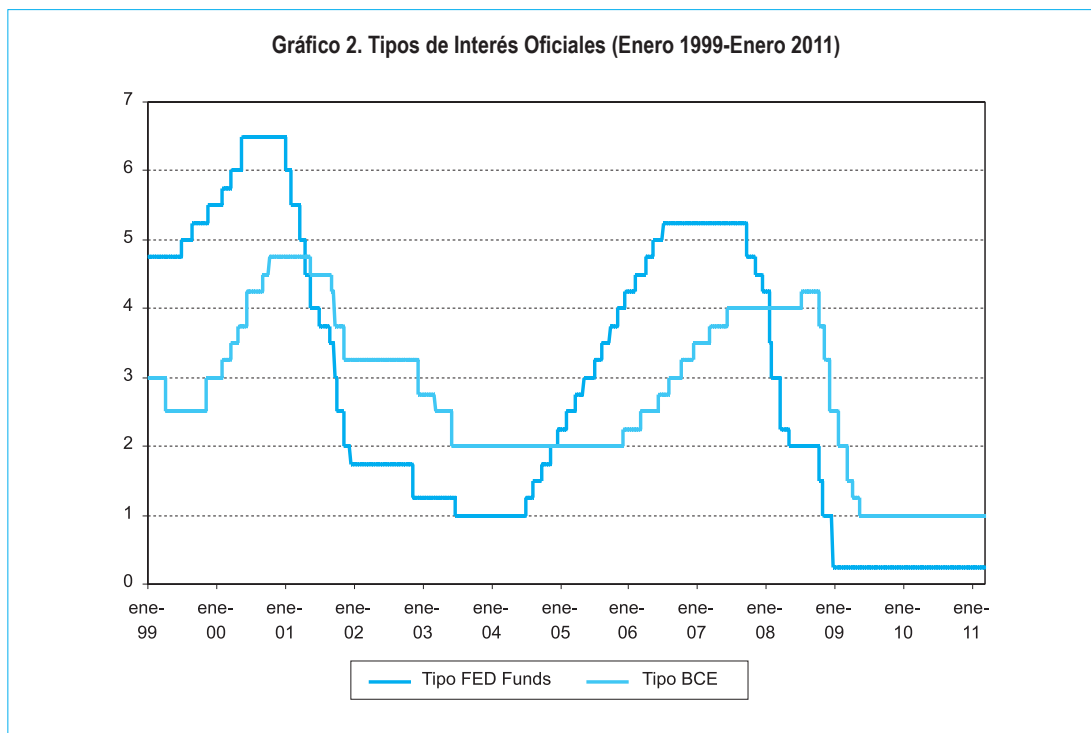
3. La titulización traslada la crisis a la generalidad del sector financiero

La generalidad de los mercados financieros ha sufrido los efectos de esta crisis, pero los mercados de crédito y deuda corporativa lo hacen de forma especialísima por el origen de la crisis, identificada hasta la saciedad en el tratamiento y titulización de los créditos *subprime* en Estados Unidos, como acabamos de apuntar, que luego se disemina globalmente y da origen a nuevos capítulos de suma y sigue.

Los créditos *subprime* constituyen una modalidad crediticia típica del sector financiero estadounidense e incorporan un alto nivel de riesgo de insolvencia. La concesión de estos créditos experimenta un fuerte crecimiento al inicio del nuevo siglo. Se concedían a un colectivo de la población norteamericana con calificaciones de riesgo de insolvencia altas, con ratios superiores al 75% de deuda respecto a ingresos y una cantidad elevada en relación con el valor de tasación de la vivienda que estaba siendo adquirida (en porcentajes por encima del 90% de *loan to value*).

Todo ello fue posible gracias a la política de bajos tipos de interés, puesta en marcha por el Gobierno norteamericano tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, mediante la cual se buscaba mantener una alta inyección de dinero en la economía, destinada en última instancia a promover un mayor crecimiento económico. De hecho, el sector inmobiliario se convierte en un componente importante de la recuperación económica gracias a la reducción del coste de financiación.

Esto hizo posible el señuelo de conceder hipotecas con tipos de interés muy bajos o nulos para los primeros años, que pasaban a ser variables durante el resto de la vida del préstamo. Como se podía predecir, se trata de un esquema que genera un importante riesgo de tipos de interés; de hecho, gran parte de los deudores fueron incapaces de hacer frente a la subida de cuotas en la fase alcista de tipos de interés.



Como prueba de ello, a principios de 2007 la situación se volvió crítica y comenzaron a encadenarse en serie incumplimientos masivos en los préstamos *subprime*. Estos *defaults* hundieron el valor de los créditos hipotecarios que se encontraban en el activo de los bancos. Como medida de protección algunas instituciones financieras que participaban en el sector cerraron sus divisiones de préstamos *subprime* de alto riesgo y restringieron la oferta de créditos de refinanciación, situación que hizo que la crisis se multiplicase.

En sus inicios, la mayoría pensaba que en caso de producirse una quiebra del sistema ésta derivaría en una crisis del sector inmobiliario y por extensión del hipotecario, y sus efectos se limitarían a los participantes en este segmento de la economía, no llegando a afectar de manera importante al crecimiento del conjunto de la economía americana y menos aún globalmente. No fue así, sin embargo.

¿Cómo llegaron estos instrumentos financieros a manos de otras instituciones no vinculadas al sector hipotecario americano? ¿Cómo pudo llegar el problema surgido a raíz de las hipotecas *subprime* a poner en cuestión algunos de los pilares básicos sobre los que tradicionalmente se ha asentado la teoría las de finanzas?

Las sociedades/vehículos remotos de inversión estructurada, *structured investment vehicles* (SIV), actuaron como redistribuidores de las emisiones de valores respaldados por los préstamos hipotecarios *subprime* difundiendo los riesgos hacia nuevos tipos de inversores.

Adicionalmente, estos vehículos devolvieron parte del riesgo de insolvencia a los cedentes a través de las líneas de liquidez que tenían firmadas con las entidades financieras promotoras.

Con la transformación de las carteras de créditos hipotecarios en títulos, las entidades financieras americanas sacaban de sus balances el riesgo y lo transferían a vehículos, que a su vez, emitían bonos que se colocaban en los mercados financieros internacionales.

Con esta transformación los inversores de cualquier parte del mundo tenían acceso y exposición a activos respaldados por hipotecas *subprime* americanas, que –por otra parte– contaban con calificaciones crediticias máximas.

El proceso se autoalimentaba y crecía exponencialmente. Los originadores redistribuyeron el riesgo a terceros obteniendo la liquidez necesaria para conceder de nuevo préstamos a nuevos solicitantes.

De esta manera, una crisis puramente doméstica de EEUU se había trasladado a entidades financieras de otros países.

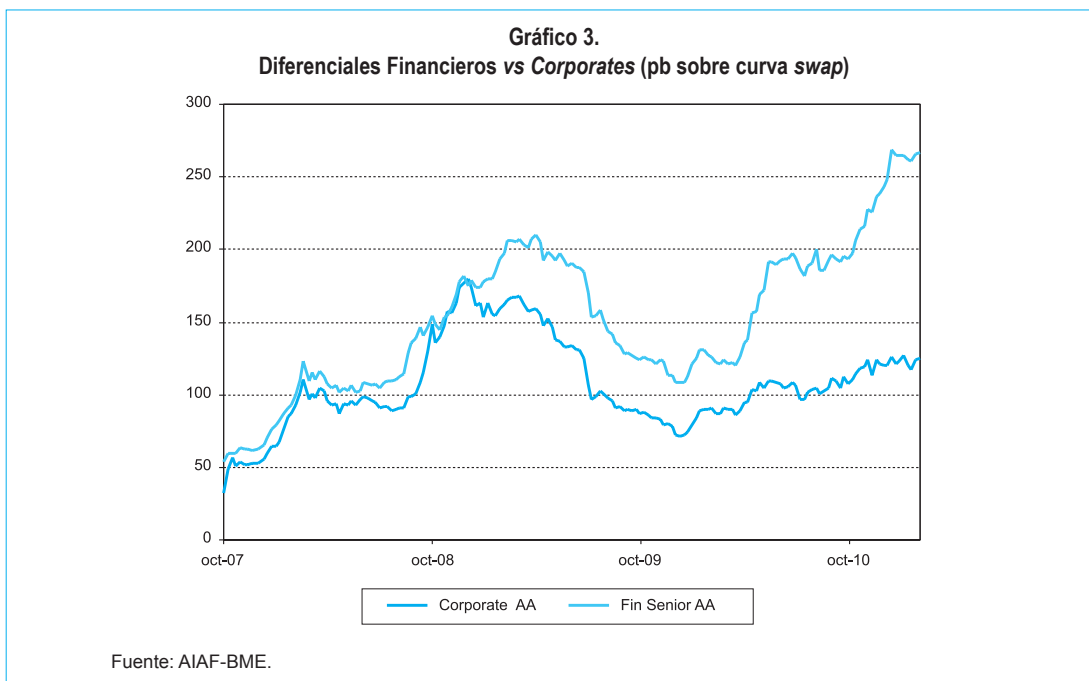
4. Efectos en los mercados de crédito

Como se ha comentado, aunque la generalidad de los mercados financieros han sufrido las consecuencias de la crisis, esta han sido particularmente intensa en los mercados de deuda y crédito, con efectos tan perniciosos como la contracción del mercado primario con grandes dificultades para los emisores de valores y, concretamente, de activos respaldados por hipotecas, así como la ampliación de los diferenciales de crédito.

A ello se suma otro factor que ha acompañado el desarrollo de esta crisis, especialmente en su primera parte, de consecuencias nocivas para el funcionamiento de los mercados, como es la dificultad de valoración de los activos. Como consecuencia de todo ello la financiación se encareció y, más aún, se instaló la falta de confianza entre todas las instituciones financieras, que finalmente se trasladó a una corrosiva crisis de liquidez.

La falta de liquidez ha afectado a instituciones financieras que se encuentran al margen del fenómeno *subprime*, produciéndose efectos mucho mayores y más perjudiciales en la economía financiera y, por extensión, en la economía real.

En el caso concreto de los mercados crediticios, las primas de riesgo de los activos financieros han ido elevándose a lo largo de la crisis, sea cual sea el instrumento de deuda elegido y con independencia de la calificación crediticia del emisor.



Como consecuencia de todo ello, se han endurecido y sofisticado los criterios de análisis crediticio del riesgo valorándose, especialmente factores como el sector al que pertenece, el plazo de los títulos o los covenants incluidos en las emisiones.

Es de esperar que este endurecimiento a la hora del análisis se mantenga en los próximos años y los inversores dediquen una mayor atención al perfil financiero y empresarial del emisor y a aquellas características en su actividad que lo diferencien del resto.

El mercado primario de deuda corporativa ha acusado todo este proceso con una brutal caída en los volúmenes emitidos en los mercados de capitales en 2009 y 2010 por parte de quienes acudían regularmente a financiarse en ellos. Este descenso ha sido particularmente más intenso en Europa, ya que en EEUU las empresas se amoldaron a las nuevas circunstancias de mercado desde un principio, y a pesar de que los *spreads* se han multiplicado por tres y cuatro veces en ese país, las compañías han seguido emitiendo papel y los inversores, incorporando en sus carteras activos de renta fija.

5. La intervención de los Estados y organismos institucionales. Medidas anticrisis

La situación caótica existente en el año 2008 ha llevado a los Estados, bancos centrales e instituciones internacionales (FMI, Banco Mundial...) a adoptar medidas unilaterales y sincronizadas para hacer frente a la crisis.

Inicialmente la elección fue la de salvaguardar el sistema financiero, para lo cual se adoptaron todo tipo de medidas de apoyo que han ido desde la nacionalización «transitoria» de bancos, la garantía estatal de los depósitos bancarios y las facilidades para la obtención de liquidez ofrecidas por los bancos centrales.

A su vez, la consideración inicial de «crisis temporal» promovió todo tipo de ayudas para el mantenimiento de la actividad económica ante la falta de apoyo crediticio por el sistema bancario.

De forma esquemática, entre 2008 y 2010 todos los Estados adoptaron fórmulas que podríamos llamar *keynesianas*, basadas en la consideración de que el apoyo al sistema bancario era crucial, por la función de engranaje que supone para la economía en su conjunto, y en la sustitución por parte de los Estados del apoyo crediticio bancario a empresas y sectores básicos de la actividad económica.

Para llevar a cabo tales políticas sólo existen dos medidas: incrementar los déficits públicos y la creación de dinero. Las ingentes cantidades de recursos que han supuesto estas intervenciones han hecho que se utilicen ambas medidas. Es cierto que en el caso americano la política monetaria expansiva ha sido la predominante, mientras que en Europa esta posibilidad queda reducida a la actuación del Banco Central Europeo, por lo que la única alternativa de los países integrantes de la zona euro ha sido la de incrementar sus déficits públicos.

Las paradojas de la historia nos muestran retrospectivamente cómo los servicios de análisis de las grandes entidades bancarias que han tenido que ser intervenidas con dinero público, por mor de su ineficacia y falta de control de sus riesgos, junto con el reducido número de agencias de calificación de créditos, que trabajaban fuera de toda supervisión y cuya «impericia» en las calificaciones previas a la crisis es causa reconocida como «fundamental» en el desarrollo de la misma, plantean «obviamente» que las deudas soberanas tienen un problema como consecuencia de sus altos déficits públicos.

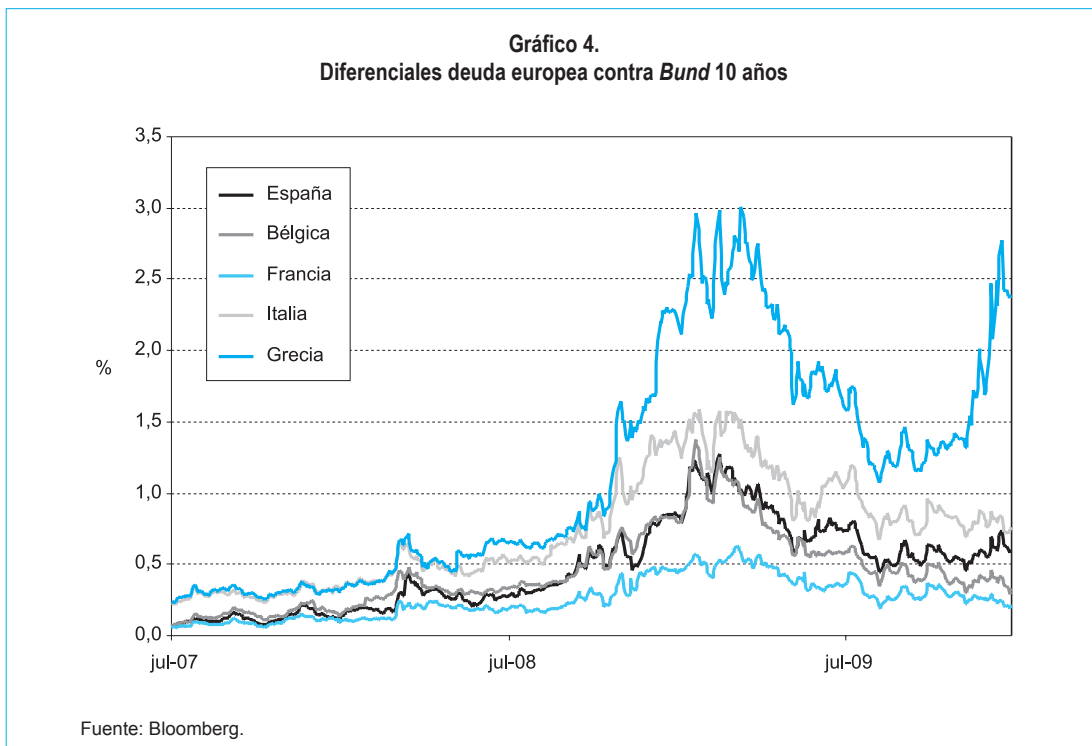
Curiosamente los análisis de estos «expertos» quedan circunscritos a los países del «euro» y no son extendidos a la economía americana a la que eximen, con benevolencia, su fuerte expansión de dinero y su alto déficit público bajo el supuesto de que ese es un problema de la economía global. Tampoco Reino Unido se ve sometido a su escrutinio, donde seguro que en el caso de aplicar las mismas reflexiones sobre sus cuentas públicas se derivarían críticas más severas.

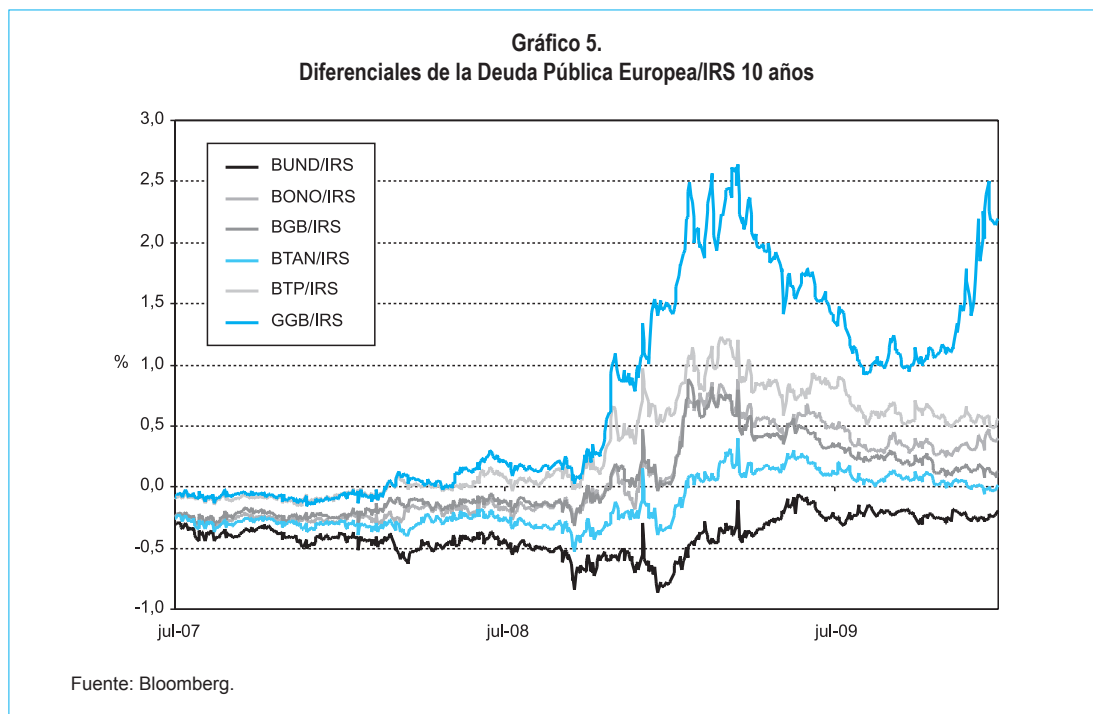
6. La crisis llega a la deuda soberana europea

Sobre estas bases, lo que fue en un primer momento un problema del mercado hipotecario americano se ha convertido en un problema de las deudas soberanas de los países llamados «periféricos» de la zona euro.

Así, aunque en los primeros compases de la crisis se produjera el típico movimiento de huida hacia la calidad, en este caso, desde la renta fija privada hacia la deuda pública, las cosas han variado sustancialmente a lo largo del año 2010 con su última oleada; la de la deuda soberana que, comenzando por Grecia, país que ha requerido el rescate de la Unión Europea y siguiendo por Irlanda, que ha seguido un proceso similar, ha puesto en entredicho la solvencia de las cuentas públicas de estos países.

La deuda soberana de países como Portugal, Bélgica, España e Italia se ha visto sacudida por esta marea de desconfianza que ha llevado a los inversores internacionales a un retraimiento respecto a la inversión en estos activos, a los que se les ha exigido además unas primas, en mi opinión, excesivas.





Existen razones de peso para que los inversores hayan actuado de este modo, llevados de una elemental prudencia respecto del nivel de la deuda pública de unos países que acumulan déficits excesivos que pueden poner en cuestión la devolución de la deuda. Es cierto, pero también han concurrido factores de otra índole que han dañado la naturaleza de estos activos, más allá de su propia debilidad. Especialmente el modo de proceder y de pronunciarse de determinadas instancias e instituciones, entre ellas las agencias de *rating* que en otras ocasiones no han demostrado el mismo celo ni se les ha prestado el mismo eco a su opinión, a lo que hay que sumar la ferocidad de determinados ataques especulativos que han desestabilizado aún más la situación.

La suma de estos factores es lo que ha venido denominándose como «la presión de los mercados». En el caso de España dichas presiones obligaron a su Gobierno a la altura del pasado mes de mayo, a adoptar toda una serie de medidas de ajuste y cambiar su discurso hacia un programa de reformas estructurales.

Bienvenidas sean las reformas acometidas o en curso de acometerse en nuestro país, pero conviene hacer un alto y analizar si la posición de la deuda pública española y de las cuentas públicas es tan dramática como algunos quieren hacer ver.

Es justo decir que la demanda de nuestra deuda pública, en términos generales, ha sido satisfactoria en el último año, cuando las presiones han sido más agudas. Incluso recientemente, como se puede comprobar con los datos de las últimas subastas y también en el caso específico de la primera emisión de bonos de titulización del déficit eléctrico avalado por el Estado, que se realizó en enero de 2011.



En cuanto a la magnitud del endeudamiento, según la notificación publicada por Eurostat el 22 de octubre de 2010, al finalizar el año 2009, 11 Estados de la UE superaban el límite de endeudamiento del 60% del PIB, entre ellos Alemania (73,4%), Francia (78,1%), Reino Unido (68,2%), Bélgica (96,2%) e Italia (116,0%). Por su parte, España (53,2%) no lo había alcanzado, y aunque lo superara en 2011 no dejará de mantener la notable diferencia con esos otros países, periféricos o no, sobre cuya solvencia «el mercado» no tiene dudas.

No obstante, estas dificultades han sido reconocidas por el propio Tesoro Público, si bien en un tono que no se ajusta a la auténtica intensidad de las mismas, en el documento en el que explica su estrategia de emisión para 2011, donde se afirma que:

«El año que termina se ha caracterizado por las dificultades que han sufrido algunos Estados miembros de la Zona Euro a la hora de obtener financiación en los mercados de capitales, provocando serias alteraciones en el mercado europeo de Deuda Pública. España no ha sido ajena a la crisis de deuda: han aumentado sus costes de financiación, fundamentalmente en términos relativos, a la par que ha visto rebajada su calificación de riesgo soberano. A pesar de todo ello, el Tesoro Público ha logrado completar su programa de financiación manteniendo sus compromisos con el mercado y la confianza de sus inversores».

En todo caso, el Tesoro Público asegura que la necesidad de endeudamiento para 2011 «será un 24% menor que en 2010, situándose en 47.214 millones de euros. La necesidad de emisión bruta será un 7% inferior a la de 2010».

Pese a tales declaraciones, parece claro que las dudas e incertidumbres persistan y es previsible que permanezcan durante todo el ejercicio 2011, con la posibilidad de ampliación en otros países del área euro, como Bélgica e Italia.

La respuesta siempre tardía y confusa, cuando no inane, de los órganos de Gobierno de la Unión Europea supone un ingrediente adicional para esta situación de inestabilidad sobrevenida y sólo la actuación del Banco Central Europeo, mediante compra de Deuda y mantenimiento de la dotación de liquidez, supone un apoyo frente a la fuerte apuesta de la citada «presión de los mercados».

7. Las medidas anticrisis en España

El Gobierno español, en línea con la mayoría de los países, ha puesto en marcha diversas medidas, para impulsar la economía y facilitar la actividad de las entidades bancarias en los mercados de capitales; si bien se sigue discutiendo acerca de la celeridad o no con la que se actuó, la eficacia de las mismas y el efecto que están teniendo tanto sobre el déficit público como en el crecimiento de la actividad económica.

Independientemente de medidas como la creación de un fondo para financiar actividades de los ayuntamientos, con 8.000 millones de euros (Real Decreto-ley 9/2008, de 28 de noviembre), y la asignación adicional de 5.000 millones a través del ICO (Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre), así como de las reformas de carácter laboral o que afectan al sistema de pensiones, nos centraremos aquí en las que han tenido un marcado acento financiero y en concreto sobre los mercados de capitales.

Las medidas a las que me refiero fueron fundamentalmente las siguientes:

- La constitución del **Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF)** (Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre), dotado con un máximo de 50.000 millones, con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.
- La concesión de **avales** (Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre) desde el año 2008, hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros, para la emisión de activos de entidades bancarias.
- La constitución del **Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB)**, (Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio), dotado con 9.000 millones de euros y con capacidad de apalancamiento hasta 90.000 millones, destinado al saneamiento de las entidades financieras.

Tabla 1. Valores de renta fija del FAAF

Tipo de operaciones en la subasta	Simultáneas a 2 años	Compraventas a vencimiento
Tipo de activos aceptados	Cédulas Hipotecarias, Bonos de Titulización respaldados por Cédulas Hipotecarias, Bonos de Titulización de Activos y Bonos de Titulización Hipotecaria	Cédulas Hipotecarias y Bonos de Titulización de Activos respaldados por Cédulas Hipotecarias
Fechas de emisión de los activos aceptados	Posterior al 1 de agosto de 2007	Bonos de Titulización de Activos respaldados por Cédulas Hipotecarias; entre el 15 de octubre y el 29 de diciembre de 2008
		Cédulas Hipotecarias; 29 de diciembre de 2008
Vencimiento de los activos aceptados	-	29 de diciembre de 2011
Cupón/amortización.	Fijo o variable/ -	4% fijo anual/a la par
Rating mínimo	AA	AAA
Admisión a cotización en un Mercado Regulado de los activos aceptados	Obligatoria. En caso de no estar admitidos en la fecha de la subasta, el emisor debe comprometerse a obtener la admisión en el plazo máximo de tres meses desde la fecha de adjudicación.	

Fuente FROB.

Tabla 2. Resultado de las subastas celebradas por el FAAF

	Primera subasta 20/11/2008	Segunda subasta 11/12/2008	Tercera subasta		Cuarta subasta	
			20/01/2009		30/01/2009	
			Tramo competitivo	Tramo no competitivo	Tramo competitivo	Tramo no competitivo
Importe solicitado (mlls €)	4.562	9.479	4.399	3.373	7.127	4.865
Importe adjudicado (mlls €)	2.115	7.224	3.024	976	4.732	1.270
Número de ofertas	70	96	117	44	100	36
Número de entidades solicitantes	28	37	49	44	40	36
Número de ofertas adjudicadas	51	62	88	42	60	36
Número de entidades adjudicatarias	23	31	45	42	32	36
Tipo marginal	3,15%	3,75%	2,45%		3,33%	
Tipo medio ponderado	3,34%	3,93%	2,70%		3,49%	
Prorrato al marginal			68,83%		96,34%	

Fuente: FAAF.

Tabla 3. Emisiones avaladas por el Tesoro Español

Programa	Número de emisiones avaladas	Número de entidades beneficiarias	Total nominal de emisiones avaladas (€)*
2008/2009	127	40	42.009.927.752,00
2009/2010	52	27	17.496.150.000,00

* Incluye el contravalor en euros de las operaciones avaladas denominadas en divisas distintas del euro, al tipo de cambio oficial del euro respecto a las divisas en cuestión correspondiente a dos días hábiles antes del día del desembolso de las emisiones avaladas.

Fuente: DGT y PF.

107

Tabla 4. Emisiones del FROB

Características principales		Primera emisión		Segunda emisión	
Garantía	Explicita, incondicional e irrevocable del Reino de España	Fecha desembolso	19/11/2009	Fecha desembolso:	03/02/2011
Consumo Recursos Propios	0%	Volumen	3.000 mlls de €	Volumen	3.000 mlls de €
Haircut BCE	emisiones hasta 5 años = 4,5%	Cupón	3%	Cupón	4,50%
	emisiones entre 5 y 7 años = 5,5%	Vencimiento	19/11/2014	Vencimiento	03/02/2014
Negociación	Mercado de la Deuda Pública del Banco de España	Spread	MS + 25	Spread	MS + 220

A pesar de los extendidos comentarios sobre el efecto de estas medidas en las cuentas públicas, hay que constatar que todas ellas son remuneradas y han supuesto, y supondrán en el futuro, ingresos para el Tesoro Público.

Por otra parte, y en lo que se refiere al mercado español de deuda corporativa, puede decirse que, aunque con fuertes descensos en los volúmenes de emisión, ha contribuido en cierta medida a evitar posibles colapsos en el funcionamiento del *funding* de las entidades bancarias españolas, tanto por la utilización de colaterales para el descuento en el Banco Central Europeo (BCE), como por la vehiculación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) y de las emisiones avaladas por el Tesoro.

Tabla 5. Volumen admitido a cotización AIAF MRF

Año	Pagarés	Bonos y obligs.	Cédulas	Bonos de titulización	Particip. preferentes	Total
2006	332.328	45.884	69.765	59.648	629	508.254
2007	440.215	30.544	63.576	106.220	507	641.061
2008	314.602	10.088	50.390	101.617	246	476.943
2009	191.498	61.914	52.652	68.960	13.553	388.576
2010	99.784	24.769	52.921	45.871	100	223.445

Fuente AIAF-BME.

**Gráfico 6.
Saldo en circulación AIAF MRF**



Fuente AIAF-BME.



8. Perspectivas en los mercados de renta fija

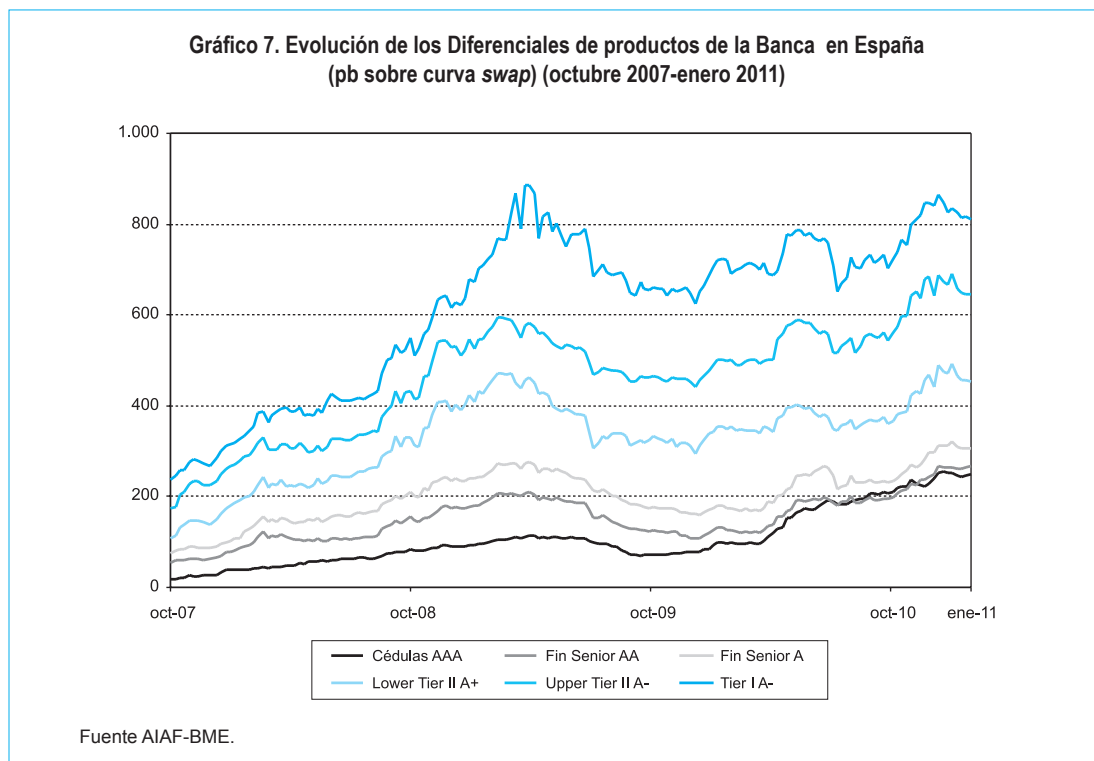
Resulta muy aventurado cualquier intento de previsión acerca de lo que puede ocurrir en el terreno de los mercados de crédito y de deuda en un futuro próximo. Subsisten demasiadas incertidumbres para que pueda acometerse esta tarea con ciertas garantías de acierto. A las incertidumbres y a los efectos de la crisis reciente se suman, además en la actualidad, las convulsiones en toda la franja del Norte de África que han añadido en muy poco tiempo, desde el flanco geopolítico, nuevas incógnitas y mayores dosis de imprevisibilidad.

Por otra parte, la actual crisis ha hecho aflorar un sinnúmero de defectos estructurales del actual sistema financiero, y multitud de prácticas y comportamientos poco ortodoxos cuando no inaceptables, que siguen generando disfunciones cuyo impacto resulta ahora difícil de calibrar. La envergadura y la extensión de los fallos en el sistema, desde los propios reguladores hasta los gestores de las instituciones financieras han sido graves. Los riesgos asumidos sin excesivo control, la falta de una adecuada política de valoración de estos riesgos y el afán por ir cada vez un paso más adelante en la carrera por la innovación y la excelencia financiera han llevado a muchas instituciones a una situación larvada de insolvencia.

Muchos de los que han creado estas situaciones han sido durante estos años pasados bien recompensados, en ocasiones con retribuciones millonarias. La osadía de algunos ha sido premiada y ensalzada durante años sin entrar a analizar el impacto que esta huida hacia adelante podía tener en los balances de las instituciones financieras y su impacto en la marcha de la economía en su conjunto.

Este modo de proceder ha tenido consecuencias nefastas. La peor de todas ellas, la pérdida de confianza generalizada en el sistema financiero. Las fabulosas sumas que han requerido muchos bancos e instituciones financieras para sanear sus balances han puesto en alerta a los gobiernos y a los ciudadanos.

La desconfianza también se ha instalado entre los propios bancos y las entidades financieras. Desde el comienzo de la crisis se ha hecho sumamente difícil encontrar crédito. Los bancos no se prestan entre sí y los mercados de emisión permanecen prácticamente cerrados salvo en momentos concretos en los que se abren algunas ventanas de oportunidad que permiten realizar emisiones puntuales, siempre lastradas por unas importantes primas de riesgo. Y, últimamente, como hemos visto, la desconfianza ha carcomido la capacidad de los Estados para endeudarse.



La actual situación es insostenible en el tiempo. Los meses pasan y la crisis permanece, especialmente en los mercados de renta fija. Son muchos los que anticipan un año 2011 y 2012 pleno de tensiones por los abundantes vencimientos que se producirán en la deuda de todos los bancos a escala mundial.

Pero además, las empresas necesitan que regrese el crédito. En estos años de crisis la falta de crédito que ha sufrido la actividad empresarial se ha traducido en un duro ajuste del empleo y en la supervivencia misma de muchas de ellas. Sin embargo, si se quiere lograr una salida real de la crisis resulta indispensable que la actividad empresarial se recupere, que crezca el producto y se revitalice la demanda. Y para ello, es necesario disponer de crédito.

9. A modo de conclusión

La crisis que aún vivimos comenzó en los mercados de deuda y crédito en los que ha tenido una especial intensidad y a los cuales ha afectado de manera muy singular, aflorando la erosión que se estaba produciendo en la calidad de muchos de los activos e instrumentos financieros oculta por el optimismo que generaba el continuo crecimiento económico.

Sin embargo, su desarrollo ha desbordado el ámbito de los mercados financieros para convertirse en un factor de desaceleración de la actividad económica global cuyo alcance final aún está por determinar.



A medida que han ido avanzando los meses se ha constatado que se había relajado la disciplina de mercado y los requisitos prudenciales más estrictos y existía una manifiesta incapacidad para examinar y analizar los riesgos. Todo ello ha hecho que se deterioren algunos de los principios y valores sobre los que se sustentaba el sistema financiero, hasta llegar a ponerlos en cuestión.

La rápida difusión de esta tormenta financiera se ha producido mediante la correa de transmisión que ha supuesto la caída en términos globales de un índice, por otra parte difícil de medir, cual es el de la «confianza de los agentes económicos».

La falta de transparencia ha constituido el problema fundamental que se ha manifestado en los mercados de renta fija, y una de las claves del colapso del mercado, contribuyendo a la extensión de la crisis de confianza y generando buena parte de las causas de la crisis de liquidez y financiación. La necesidad de dotar a los mercados de renta fija de mayor transparencia deberá ser el referente de las medidas futuras.

Si algo ha enseñado esta crisis a efectos de la transparencia de mercado es que los activos precisamente con más riesgo puro –que son las acciones– han mantenido una claridad en sus precios y consecuentemente en su liquidez, independientemente de las fuertes caídas de precios, mientras que en los mercados de renta fija se ha mantenido una oscuridad sólo visible con las linternas de los especialistas de este mercado.

Los mercados de financiación a través de la emisión de valores constituyen el principal y más innovador mercado de activos financieros a nivel mundial, siendo permanentemente generadores de estructuras financieras complejas. El modelo vigente es plenamente descentralizado, internalizado y, a efectos de la contratación, realizado fuera de mercados regulados (OTC).

Estas singularidades de los mercados de renta fija implican un modelo diferente al implantado para la renta variable, sin embargo, ello no supone que los criterios de transparencia no puedan serles plenamente exigibles.

En la Comunidad Europea la pieza legislativa más importante a estos efectos es la Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros, MiFID, que establece como principio general la transparencia de los mercados. Debe aprovecharse este nuevo escenario normativo europeo para desarrollar las medidas tendentes a incrementar la transparencia, recuperar la confianza y combatir la crisis de liquidez.

Dicha Directiva –a los efectos que aquí nos interesan– establece como principio general la transparencia de los mercados. No obstante, si bien lo hace de modo claro y decidido en el mercado de renta variable –probablemente por considerar que es donde se materializa en mayor medida la inversión minorista–, se muestra indecisa sobre la extensión de dicha transparencia a los mercados de renta fija y ello en contradicción con muchos de los principios básicos que la propia Directiva defiende.

En este sentido, sorprende la falta de determinación por parte de autoridades económicas europeas y de supervisores a la hora de la aplicación de los criterios básicos de pre y post transparencia en la renta fija, que a su vez son los que pueden garantizar el requisito de «mejor ejecución», principio exigible en la propia Directiva.

Además, resulta necesario en el contexto de los mercados la mejora en la divulgación de la información, el incremento de la liquidez, el rigor y la disciplina de mercado, el establecimiento de estrictos requisitos prudenciales, el control preciso de los riesgos, la adecuada valoración de los activos y la capacidad para formar precios, la seguridad y la mayor responsabilidad de los agentes del mercado.

Por otra parte, se puede decir que los mercados organizados se han mostrado capaces de gestionar correctamente estas situaciones de enorme volatilidad en evidente contraste con cualquier otra alternativa. Esto permite pensar que serán una de los pilares básicos de la nueva arquitectura financiera tras la salida de la crisis y que los mercados regulados pueden configurarse como instituciones centrales y nucleares (*Informe Mackinsey*) frente a los mercados OTC. Como de hecho vienen reclamando la práctica totalidad de las instituciones supranacionales, que abogan por un mayor control de las actividad OTC como medio para aumentar la confianza en el sistema financiero y reducir el riesgo sistémico futuro.

A su vez, resulta evidente que los sistemas de *clearing* y las cámaras de contrapartida y, en general, los mecanismos de control de riesgo y salvaguarda del buen fin de las operaciones en los mercados saldrán fuertemente reforzados.

En todo caso, la financiación a través de la emisión de valores continuará siendo una tarea compleja que implica por parte del emisor un mayor esfuerzo de promoción, mayor transparencia en sus estados financieros y mayor capacidad de convencer a los inversores. Por todo ello, durante un período largo los emisores deberán asumir unos mayores costes financieros en la medida en que los *spreads* que exigen los inversores seguirán siendo notablemente más altos que los devengados con anterioridad a la crisis.

En definitiva, tiempos duros en los mercados de capitales. El camino a recorrer tiene sólo una directriz: lograr la confianza de los agentes económicos. El trabajo está repartido entre las empresas financieras e industriales, los reguladores y supervisores de los mercados, los propios mercados y sobre todo, las autoridades económicas nacionales y supranacionales cuya decisión y cohesión en el impulso de las medidas a tomar resulta imprescindible para avanzar en este largo recorrido.