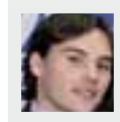
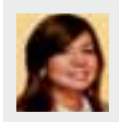


Los autores sostienen la instauración de un nuevo paradigma económico financiero donde la liquidez y el riesgo de crédito van a ser un elemento central.

El objetivo de este artículo es caracterizar el impacto que está teniendo la crisis actual y evaluar las implicaciones sobre el modelo de negocio en la gestión de activos. Analizamos el impacto proveniente de medidas exógenas (regulación, intervención, confianza,...) y endógenas a la gestión (cartera de productos y clientes, posicionamiento competitivo,...). La estructura de comisiones, la preferencia por la liquidez, la demanda de productos garantizados y no tóxicos y la desconfianza de los inversores, son factores que nos llevan a concluir que el futuro va a estar dominado por un mayor peso de la gestión de activos tradicional frente a la alternativa: "Back to Basics". Mayor control y mejor regulación guiarán al mercado hacia una comercialización responsable bajo pilares de largo plazo y estabilidad.

IMPACTO DE LA CRISIS EN EL MODELO DE GESTIÓN DE ACTIVOS





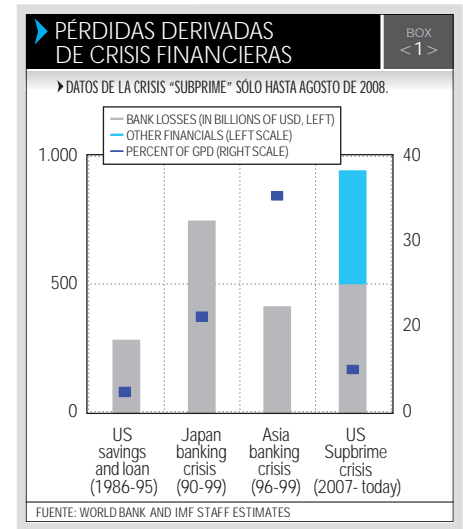
**VERÓNICA RUIZ CABELLO e
IBAI URRA MAGALLÓN**
Titulados del CEMFI

Lo que empezó siendo una crisis de confianza y liquidez ha devenido en una de las mayores crisis económicas de la historia dado su alcance e impacto y nos ha dejado en herencia experiencia sobre desplomes de la bolsa, quiebras de bancos, burbujas financieras y excesivo apalancamiento. Sin embargo, lo que hace esta situación novedosa es que mientras otras crisis estaban acotadas a un solo país o región (ej. la del 29 afectó básicamente a EE.UU. o la del 97 a los dragones asiáticos), la crisis actual es de naturaleza global. Adicionalmente, es sorprendente el impacto que está teniendo en todos los ámbitos de la economía financiera y real por la simultaneidad de sucesos y la interrelación de los mismos.

La conjunción de factores ha causado un impacto en la economía muy superior al observado en crisis anteriores y las pérdidas se estiman en cantidades muy por encima de ocasiones precedentes (ver **BOX 1**).

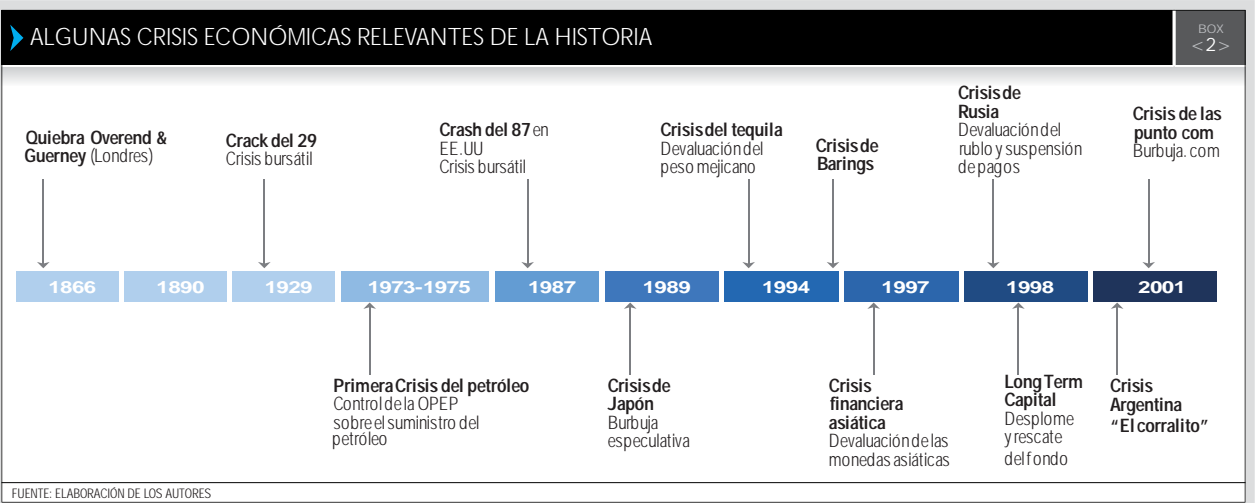
CRISIS GLOBAL vs. CRISIS LOCALES

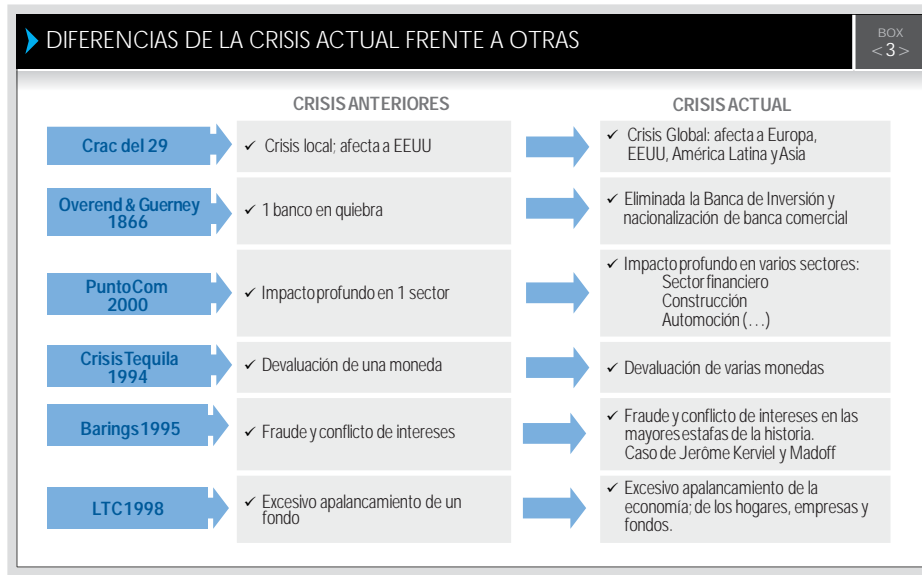
La globalidad de los mercados ha amplificado su gravedad y los efectos se están trasladando a los ciudadanos de a pié. Frente a situaciones similares a lo largo de la historia (algunos ejemplos figuran en **BOX 2**) la gravedad reside en la confluencia de los factores así como su magnitud geográfica y sectorial (**BOX 3**) que, a diferencia de crisis ante-



riores, se manifiesta en dos cuestiones principales: un impacto transversal que afecta a sectores muy diferentes (**BOX 4**) y una cadena de devaluaciones de varias monedas (**BOX 5**).

En crisis anteriores el alcance de las mismas se mantuvo acotado. No sólo en cuanto a su ámbito geográfico sino también en el hecho de que, en caso de haber afectado a la economía real, podíamos confiar en la demanda externa para impulsar una reactivación. La esperanza en la actual situación reside en las economías emergentes (**BOX 6**), con China a la cabeza, que serán prácticamente el único motor del crecimiento mundial pero que a su vez dependen de la demanda externa. De modo que el crecimiento endógeno deberá cobrar importancia para eludir una recesión larga y dolorosa. Ante tanta incertidumbre y la estancamiento de





Primera ronda: se fragua la crisis

En un contexto de tipos de interés bajos como el que se propició después de la burbuja de las "punto.com", los márgenes que el sector financiero puede obtener en la parte del pasivo son escasos. Por este motivo el modelo de negocio que se fragua en el ámbito de la banca minorista es el de comisiones y volumen. En estas condiciones se incrementan las concesiones de hipotecas en busca de los márgenes del activo y en detrimento del riesgo asumido, tanto es así que se desemboca en un aumento significativo de las llamadas hipotecas "subprime" o de alto riesgo. Se conceden a aquellas personas que no alcanzan las condiciones crediticias estándar: trabajo poco estable, ingresos mensuales bajos, etc; a cambio de tipos de interés mucho más altos que los del mercado. Se trata de un acuerdo muy beneficioso tanto para los prestatarios como para los prestamistas siempre que los tipos de mercado se mantengan bajos. En este modelo, la laxitud en la valoración del riesgo no es preocupante, siempre y cuando la burbuja de precios inmobiliarios se mantenga.

¿Qué sucede si las condiciones cambian? Por ejemplo, si la tendencia alcista de los precios de la vivienda se trunca, el activo que avala la deuda tiene un valor inferior a la obligación que el propietario ha contraído y esto provoca incentivos a dejar de pagar la deuda. Cuando este comportamiento se materializa lleva consigo el consecuente incremento de los ratios de morosidad.

La continuidad del modelo de negocio exige disponer de mucha liquidez para poderla prestar y esto se contrapone a los requerimientos de capital de Basilea que establecen el capital mínimo que

la demanda privada, el gasto público así como las mejoras fiscales van a ser un instrumento importante para el crecimiento.

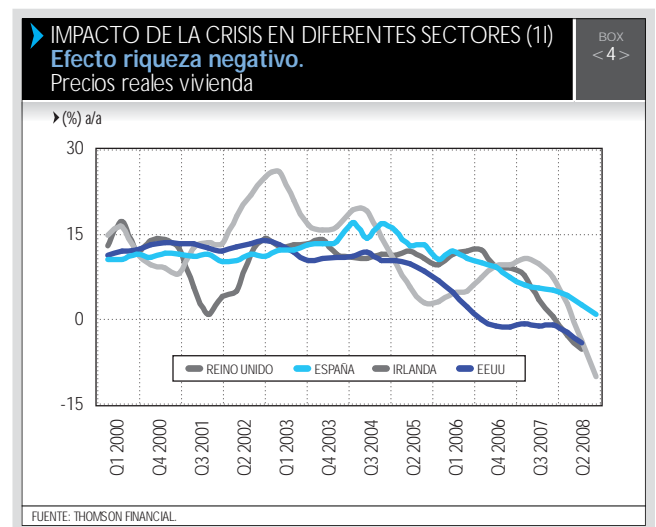
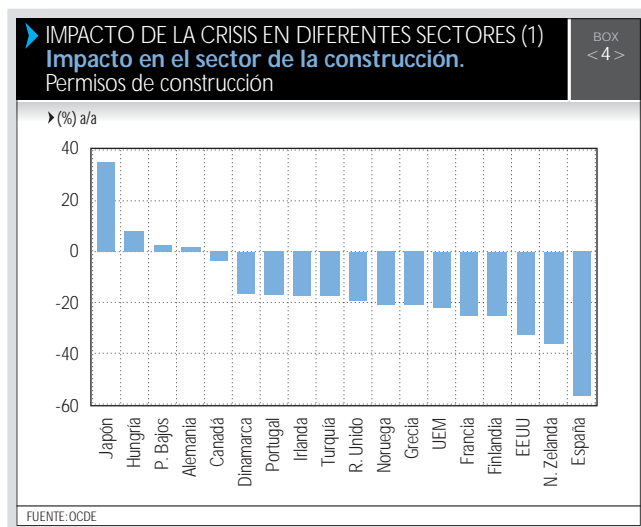
Si la rapidez de la recuperación depende de lo acotado del impacto, las consecuencias de la crisis actual en cuanto a pérdidas por regiones, sectores y productos (BOX 7 y 7 Bis) no dan lugar al optimismo. Como ejemplo, las pérdidas que el sector bancario mundial llevaba acumuladas hasta el 22 de Enero de 2009 ascendían a 1,04 billones de dólares.

De episodios anteriores podemos aprender que una intervención temprana resulta más acertada para contener la crisis y que la gestión de expectativas es importante para evitar espirales negativas. Por este motivo, todos los gobiernos han garantizado, y en muchos casos ampliado significativa-

mente, los Fondos de Garantía de Depósitos además de aplicar conjuntos de medidas y planes de rescate dirigidos tanto al sistema financiero como a la economía general. Se trata de evitar colapsos en cadena y tranquilizar a los ciudadanos ante situaciones de creciente inquietud y desconfianza.

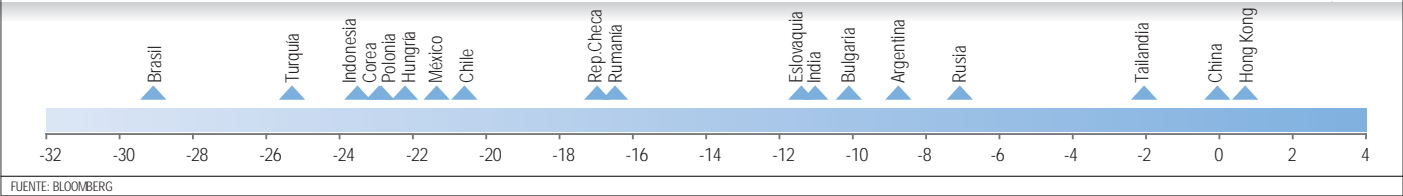
SIMULTANEIDAD DE FACTORES

Tal y como se ha comentado, la simultaneidad de los sucesos y la interrelación de los mismos ha magnificado la escala y el alcance de la crisis. En esta sección se analiza la situación actual desde el prisma de cómo se hilvanan todos los sucesos ocurridos (BOX 8).



▶ DEVALUACIONES DE VARIAS MONEDAS A DIFERENCIA DE CRISIS ANTERIORES. Porcentajes de devaluación

BOX < 5 >



FUENTE: BLOOMBERG

debe mantener una entidad financiera en función de los riesgos que asume. Con la finalidad de seguir concediendo préstamos aparecen las titulizaciones⁽¹⁾ y los conduits. Las titulizaciones permiten agrupar préstamos, trocearlos y vender los títulos a cambio de intereses. Los conduits, por su parte, son vehículos a través de los cuales se pueden sacar estos activos, los créditos concedidos, fuera del balance de los bancos evitando así incumplir los requerimientos de capital de Basilea.

Segunda ronda: explosión de la crisis

La segunda ronda de efectos viene cuando los tipos empiezan a subir, la economía se desacelera y las familias comienzan a sentir una presión que lleva inevitablemente a ventas de viviendas o a dejar de pagar la hipoteca. El aumento de la morosidad y de la oferta de vivienda pincha la burbuja inmobiliaria con las pertinentes consecuencias sobre los productos de inversión referenciados a estos subyacentes.

¿Quiénes eran los encargados de valorar la calidad de los activos que se estaban titulizando?: las Agencias de Rating. Éstas han podido infravalorar los riesgos tanto por el conflicto de interés que se

origina cuando sus clientes son los propietarios de los activos a evaluar como por una sobrevaloración del efecto portafolio o diversificación que surge cuando se cree que la probabilidad de quiebra de todos los activos del "pool" a la vez es muy baja. En el **BOX 9** se muestra como la infravaloración de los riesgos ha sido algo recurrente en esta crisis por todos los integrantes del mercado. En este gráfico lo sorprendente no es cómo incrementa el gap respecto a los bonos gubernamentales sino que el riesgo de los activos como MBS⁽²⁾ (Mortgage Backed Security) se estaba infravalorando al equipararlos al de los Treasury Bills⁽³⁾.

El abanico de productos financieros cuyo subyacente era hipotecario o inmobiliario era inmenso y se había inundado el mercado. A la vez, se desconocía quien tenía grandes pérdidas derivadas de estas posiciones por lo que la crisis de confianza llevó a una crisis de liquidez. En un primer momento los afectados de esta situación fueron los bancos que vieron como el mercado interbancario se iba drenando y como los plazos se acortaban. Había transacciones en el mercado "overnight" (préstamos a un día) pero no a más largo plazo o si existían, los márgenes eran disuasorios. Podemos ver este efecto en el gráfico

NOTAS

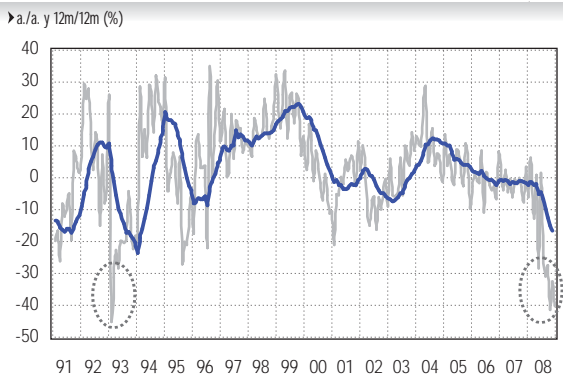
- (1) Las Titulizaciones: se denomina titulización al proceso de transformación de activos crediticios o derechos futuros de cobro en valores negociables. En general el originador o cedente "empaqueta" un grupo de activos o derechos de cobro futuros con ciertas características similares. Estos son cedidos a una SPV o un fondo de titulización administrado por una gestora.
- (2) MBS: Mortgage Backed Security. Es un tipo de deuda cuyos pagos están sujetos a un conjunto de hipotecas.
- (3) Treasury Bills: bonos del Tesoro Americano.

▶ IMPACTO DE LA CRISIS EN DIFERENTES SECTORES (11)

Impacto en el sector de la automoción.

Matriculación de turismos

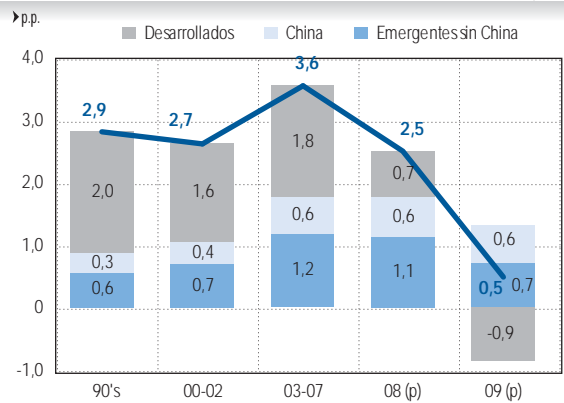
BOX < 4 >



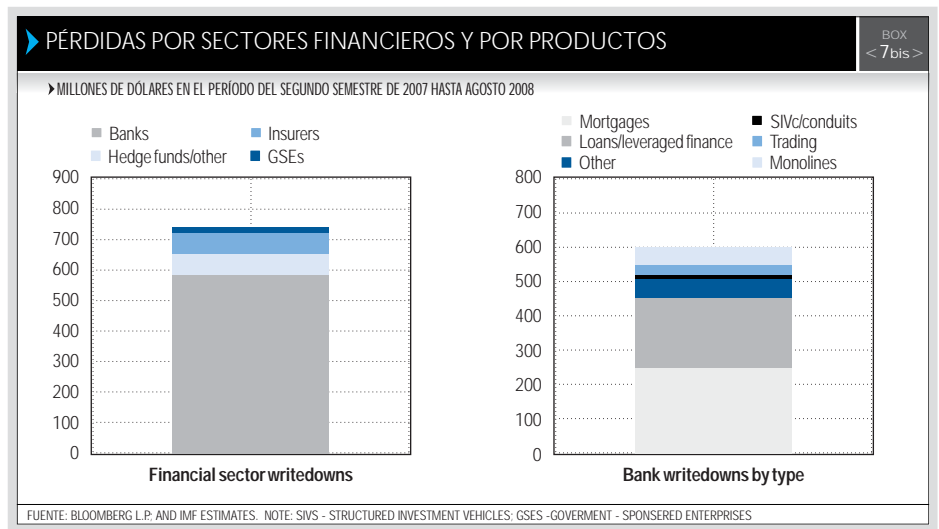
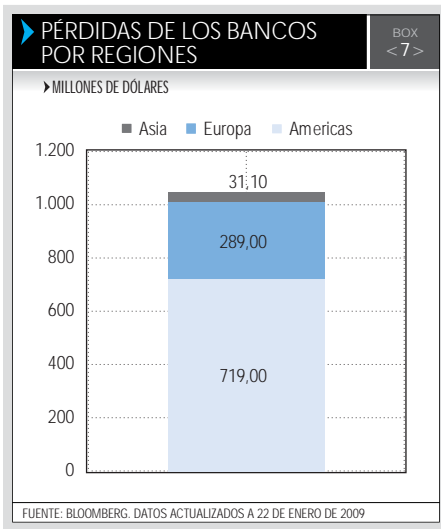
FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS DE CAJA MADRID

▶ CRECIMIENTO MUNDIAL Y APORTACIONES POR BLOQUES.

BOX < 6 >



FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS DE CAJA MADRID



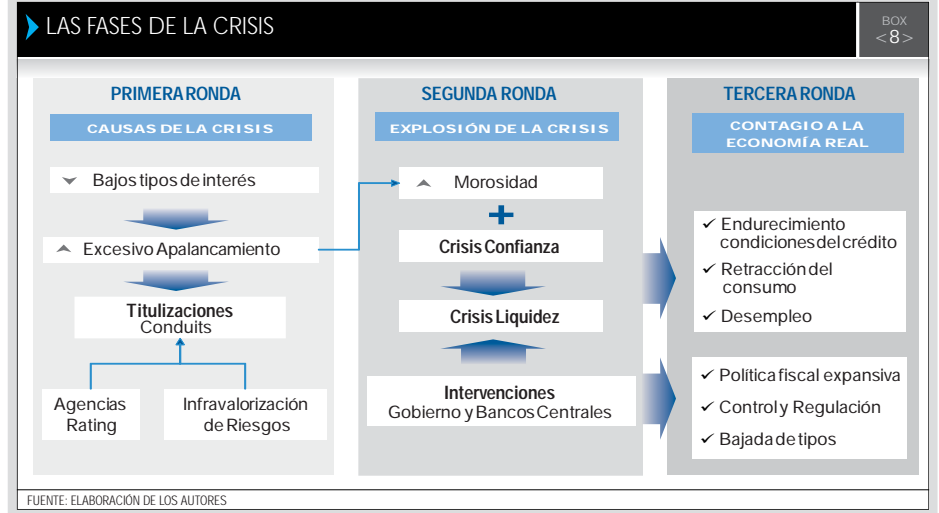
que aparece en el **BOX 10**.

Cuando esta sequía de liquidez llega a la economía real a través de la no concesión de créditos, no renovación de líneas financieras, ..., algunas empresas a pesar de ser solventes, comienzan a no poder frente a sus pagos. La crisis comienza a llegar a la economía real.

Tercera ronda: contagio a la economía real

Las concesiones de créditos se endurecen enormemente tanto para las empresas como para los particulares y este hecho supone un frenazo brusco para la economía. La consecuencia más directa es el impago de las deudas generando a su vez un círculo vicioso de insolvencias, reducción de actividad empresarial e incluso cierres de empresas, incremento del desempleo y retracción del consumo y de la inversión. En los gráficos que se muestran en el **BOX 11** podemos ver algunos ejemplos de los efectos sobre la economía real. Los mercados financieros se han visto afectados por todas estas turbulencias. La volatilidad ha sido una constante en todos los mercados: renta variable, tipos de interés, tipos de cambio, commodities, etc. (**BOX 12**).

Ante esta situación, la intervención de bancos centrales y gobiernos para reactivar la economía o al menos evitar el colapso se hace necesaria. Las medidas tomadas se centran en planes de rescate para el sector financiero y en una política fiscal expansiva para la economía real (**BOX 13**) Para dar estabilidad a los mercados, los bancos centrales inyectaron grandes cantidades de liquidez durante el año 2008, pero ésta no llegó a la economía real. Ante la difícil situación, el gobierno americano propuso un plan de rescate del sector financiero y la Unión Europea amplió



el Fondo de Garantía de depósitos para evitar huidas de capitales.

Entretanto se tomó la decisión de no rescatar a Lehman Brothers, una medida que marcó un punto de inflexión en las políticas de rescate siguientes. El impacto que tuvo en todo el sector financiero y el riesgo de "efecto dominó" ha propiciado un goteo de inyecciones, nacionalizaciones y compras. Todo ello con el casi único objetivo de evitar el colapso del sistema financiero.

En cuanto a las medidas tomadas para reactivar la economía real, gasto público para sustituir la escasa demanda interior y reducción de impuestos para abaratar costes, necesitan financiación. Si se recurre a la emisión de deuda ésta conseguirá compradores dado que el inversor actual, temeroso ante tanta volatilidad de los mercados y quiebra de bancos, prefiere

deuda del gobierno a cualquier otro riesgo de menor calidad crediticia. Este hecho podría no conseguir otra cosa que retirar dinero de la economía, reducir la demanda y terminar con el efecto contrario al deseado (efecto desplazamiento) reduciendo así su efectividad.

UN NUEVO PARADIGMA ECONÓMICO FINANCIERO

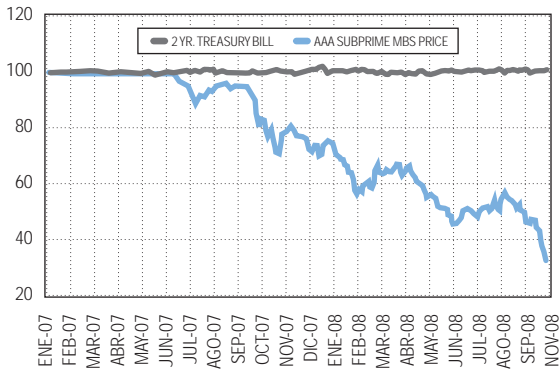
A raíz de todas estas convulsiones es esperable la instauración de un nuevo paradigma económico financiero. La flexibilidad de los intervinientes ante las nuevas tendencias garantizará su supervivencia y éxito siendo el riesgo de crédito una variable muy importante y la liquidez una palanca para desarrollar ventajas competitivas.

Las nuevas tendencias las podemos desagregar en

CRISIS ACTUAL: INFRAVALORACIÓN DE RIESGOS

BOX < 9 >

PRICE OF AAA SUBPRIME MBS WITH AAA RATING AND US SOVEREIGN DEBT

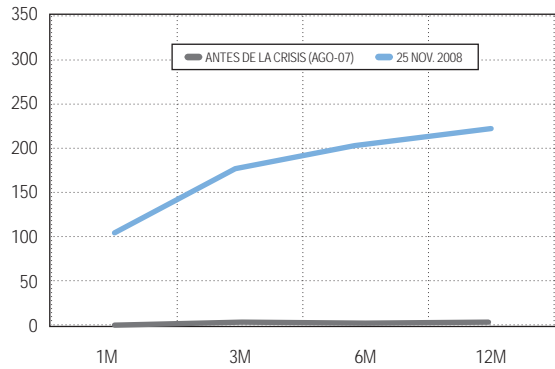


FUENTE: JP MORGAN

FUERTE SUBIDA DE LOS "SPREADS" EN EL INTERBANCARIO

BOX < 10 >

EMU: EURIBOR - OIS SPREAD



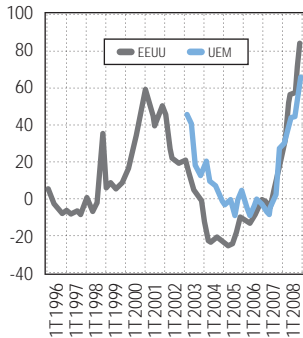
FUENTE: BLOOMBERG, BBVA ERD

EFFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA ECONOMÍA REAL

BOX < 11 >

Endurecimiento de las condiciones de crédito a empresas

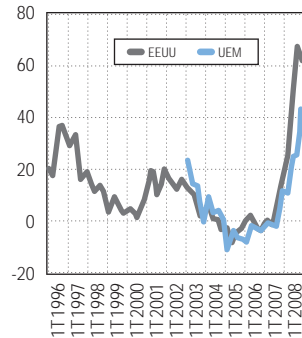
(%) NETO DE ENTIDADES ENDURECIENDO



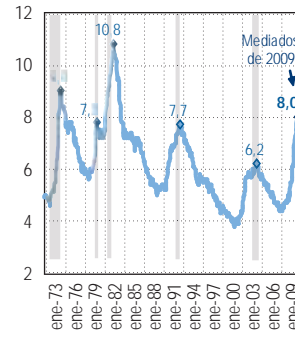
FUENTE: THOMSON FINANCIAL, BCE Y PREVISIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE CAJA MADRID.

Endurecimiento de las condiciones de crédito al consumo privado

(%) NETO DE ENTIDADES ENDURECIENDO

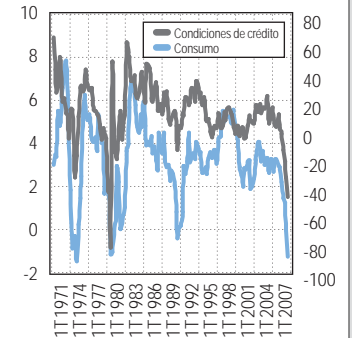


Tasa de paro EEUU



Restricción crédito al consumo EEUU

CONSUMO (%) A/A (%) BANCOS CONCENEN CTO



diferentes variables: competencia, inversión, perfil de riesgo y regulación. Analizaremos con cierto detalle cada una a continuación.

Competencia

Los rescates de entidades financieras han provocado que la competencia se haya polarizado entre los intervenidos y los no intervenidos. El primer grupo deberá cumplir con ciertas exigencias, entre ellas trasladar las ayudas recibidas a la economía real. ¿Cómo? Con ciertas presiones para que concedan créditos. En el extremo, las empresas que sean suficientemente solventes obtendrán financiación de los bancos no intervenidos mientras que las que no lo son acudirán a los bancos nacionalizados. En un largo plazo esto podría llevar a un deterioro de los activos de los bancos nacionalizados polarizando aún más el mercado.

En el caso en el que se nacionalizara completamente una entidad financiera, una traslación de la subvención a los márgenes podría situar a las entidades no nacionalizadas en desigualdad de condiciones para competir en los mercados tradicionales.

Inversión

El incesante goteo de intervenciones gubernamentales no ha ayudado a aportar estabilidad en las expectativas. Esto ha provocado una contención de la inversión a la espera de nuevas medidas que podrían ser más beneficiosas. El efecto de la intervención gubernamental en la inversión también afecta a la competencia. La nacionalización o inyección de miles de millones en un banco responde a la necesidad del gobierno de ese país de garantizar la supervivencia de su sistema

financiero, de modo que pretenderá que el banco nacionalizado consolide su negocio en los nichos y geografías en los que tiene ventaja competitiva, aparcando temporalmente sus planes de crecimiento a largo plazo en nuevos nichos o mercados. Esto vuelve a dejar un mayor hueco a las entidades no intervenidas que podrían aprovechar para consolidarse y ganar cuota de mercado.

Perfil de riesgo de los inversores

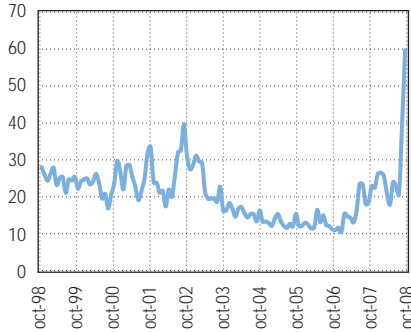
La mayoría de los inversores ha experimentado de forma devastadora los efectos de la actual situación. Después de sufrir pérdidas y ante lo impredecible de la situación y sus efectos, la aversión al riesgo se ha incrementado notablemente. El Índice de Confianza del Consumidor que elabora Reuters

▶ VOLATILIDAD: UNA CONSTANTE EN TODOS LOS MERCADOS

BOX
< 12 >

EN LA RENTA VARIABLE

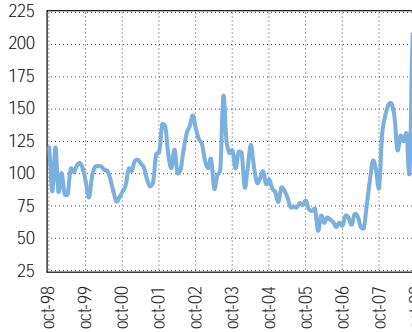
▶ **INDICE VIX** . VOLATILIDAD DEL S&P 500



FUENTE: BLOOMBERG

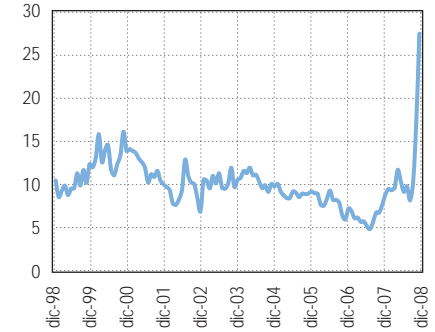
EN LA DEUDA PÚBLICA

▶ **INDICE MOVE** . VOLATILIDAD TÍTULOS TESORO DE EEUU



EN LAS DIVISAS

▶ VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EUR/USD



ya la Universidad de Michigan ha pasado de 91,3 en Febrero de 2007 a 61,9 en Enero 2009 (BOX 14). El miedo ante la quiebra de instituciones financieras ha llegado al punto de generar huidas de capital desde los pasivos bancarios hacia los bonos gubernamentales.

Los inversores buscan liquidez y seguridad (“fly to quality” y “fly to liquidity”) y están sesgando la demanda de productos financieros en esa dirección.

Regulación e Intervención

Es lógico que a los reguladores les resulte complicado alcanzar la velocidad a la que el mercado innova, pero es obvia la necesidad de reflexión sobre los errores cometidos ya sea por inadecuada regulación o por defecto de la misma. La tendencia va a ser a una mayor y más adecuada regulación. Sucesos como la reciente presunta estafa del bróker norteamericano Bernard Madoff, ponen de manifiesto la necesidad de exigir una mayor transparencia para evitar casos en los que los conflictos de interés hagan prever posibles irregularidades. En el campo de las Agencias de Rating una solución posible al problema de riesgo moral, podría ser el control de las mismas por organismos gubernamentales. Sin embargo en la pasada reunión del G-20, no se hizo demasiado hincapié en el papel

que han tenido las mismas en esta “tormenta”. Regulaciones como la europea Mifid, cuyo objetivo reside en proteger al inversor en la compra de productos financieros, van a convertirse en algo común en todas las geografías. La tendencia va a ser hacia más regulación, más transparencia y protección del inversor.

Cómo conclusión mencionar que la tendencia general del negocio nos lleva hacia la polarización de los intervinientes y consolidación del negocio donde se tiene ya una ventaja comparativa, bajo un marco de mayor regulación y aversión al riesgo.

LA TRANSFORMACIÓN EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

¿Cómo va a afectar todo lo comentado anteriormente en el modelo de negocio de la gestión de activos? En el contexto actual, ni el apetito por el riesgo es el que era, ni el apalancamiento se puede usar como multiplicador de los rendimientos, de modo que avanzamos necesariamente hacia un periodo de adaptación de las expectativas sobre resultados. La situación actual está afectando a toda la industria pero el nuevo paradigma económico-financiero puede cambiar la relación de fuerzas en la eterna batalla entre la gestión de activos tradicional ver-

sus gestión alternativa. En ésta última categoría se enmarcan entre otros los Fondos de Inversión Libre o más conocidos como Hedge Funds (HF), así como los Fondos de Fondos. Su libertad a la hora de invertir, su capacidad para apalancarse y las rentabilidades absolutas como objetivo (generando alpha) pueden convertirlos en principales víctimas de esta crisis. Sin embargo, la huida de capital de estos fondos ha contribuido e intensificado los vaivenes de los mercados bursátiles, convirtiéndolos a su vez en verdugos. Aquellos HF que tenían inversiones demasiado arriesgadas dentro del mercado hipotecario han visto de primera mano como la liquidez se evaporaba. Pero no han sido los únicos y este efecto ha generado la necesidad de deshacer posiciones y estrategias, saliendo al mercado a deshacerlas, siendo conscientes de que podrían alterarlo. Ante esta dramática situación, la reacción de algunos fondos fue blindarlos para que ningún participe pudiera retirar su inversión. En el caso de España, fue ya en agosto de 2008 cuando la CNMV hizo público un aviso donde advertía de que existían catorce fondos españoles en cuyas carteras se contaba con productos extranjeros con suspensión temporal de suscripción y reembolso.

EFFECTOS DEL NUEVO PARADIGMA SOBRE DISTINTOS ELEMENTOS DE LA CADENA DEL NEGOCIO FINANCIERO

Sobre el cliente

En este punto analizaremos tanto a los clientes de los fondos de inversión (inversores), como al papel de los fondos como clientes de las instituciones

El mapa de “players” en el negocio ha cambiado bastante reduciéndose el número de contrapartidas con las que poder operar. Los clientes institucionales perderán peso relativo frente a las empresas corporativas o redes. El menor número de entidades financieras sitúa a las supervivientes en un privilegiado lugar para abarcar más cuota de mercado, pero a su vez les dificulta la gestión del riesgo de las operaciones que realicen

ALGUNAS DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS

BOX
< 13 >

Principales medidas de los Bancos centrales

13/08/2007 BCE inyecta \$USD 65.000 millones

Fed inyecta \$USD 2.000 millones

Banco central de Japón \$USD 5.000 millones

Principales medidas de los Gobiernos

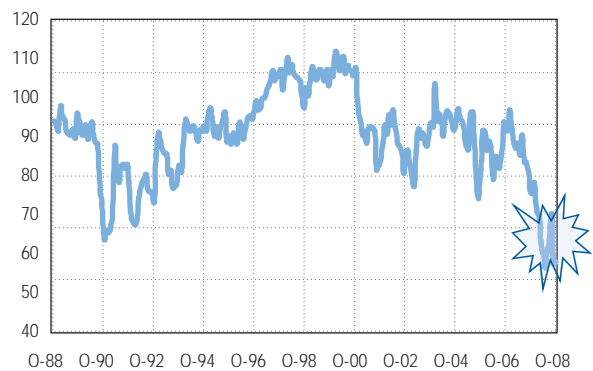
18/01/2008 Bush propone un plan de \$USD 145.000 millones

28/09/2008 Congreso y Casa Blanca proponen un plan de \$USD 700.000 millones

07/10/2008 UE acuerda ampliar el Fondo de Garantía de depósitos

12/10/2008 UE propone un plan de >1,8 billones €

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR EN EEUU

BOX
< 14 >

FUENTE: UNIVERSIDAD DE MICHIGAN

financieras. Dentro del universo de clientes de la banca mayorista podemos identificar claramente tres tipos: redes, corporativos e inversores institucionales. Este último grupo está compuesto principalmente por compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos mutuos, HF, administraciones públicas, cajas y bancos.

Después del impacto de la crisis en el sector financiero el mapa de "players" en el negocio ha cambiado bastante (BOX 15), reduciéndose el número de contrapartidas con las que poder operar. Han desaparecido, en suma, gran número de participantes de todo tipo. Además, a través de compras y fusiones seguirá menguando el universo de clientes de esta índole. Por este motivo los clientes institucionales perderán peso relativo frente a las empresas corporativas o redes. El menor número de entidades financieras sitúa a las supervivientes en un privilegiado lugar para abarcar más cuota de mercado, pero a su vez les dificulta la gestión del riesgo de las operaciones que realicen. Es decir, disminuye el número de competidores, pero a la vez disminuye el número de contrapartes con las que cubrir los riesgos que hayan asumido en su operativa habitual con los clientes. Esta dificultad puede verse trasladada al precio vía incremento de los márgenes.

Desde el punto de vista del inversor, han disminuido las decisiones basadas únicamente en el comportamiento del fondo. El binomio rentabilidad-riesgo sigue siendo atractivo pero la liquidez se ha instaurado como elemento central en la decisión de inversión. Este punto perjudica claramente la gestión de activos alternativa en pro de la tradicional.

El incremento de la aversión al riesgo de los inversores ha sesgado la demanda hacia fondos

El cambio en el perfil de riesgo del inversor y la consideración de la liquidez como elemento decisorio, sesgarán la demanda hacia productos tradicionales frente a la inversión alternativa, reservando ésta última a inversores más sofisticados

garantizados, fon-depósitos, fondos de renta fija conservadora, etc. Los fon-depósitos son aquellos fondos que invierten su cartera en depósitos bancarios. Éstos han surgido ante la huida de capitales hacia los depósitos bancarios. La volatilidad de las bolsas y otros mercados ha ayudado en este proceso. La aversión al riesgo hará que la venta sea más proactiva que reactiva, como había podido ser en momentos de alta demanda y elevados retornos. De modo que se necesitará una mayor labor comercial. El reciente fraude de Madoff contribuirá a la desconfianza del inversor, poniendo de manifiesto la importancia de llevar a cabo exhaustivas y rigurosas "Due Dilligences".

Antes de estallar la crisis se estaba iniciando un proceso de acercamiento de los productos de inversión alternativa a segmentos menos experimentados de inversores. Después de los recientes fraudes se otorga más valor a los procesos de selección y análisis, no sólo en términos de estrategias de inversión sino, sobre todo, en términos de estructura, conflictos de interés y riesgo operacional. Por este motivo y a diferencia de lo que estaba ocurriendo antes de que estallara la crisis, la inversión alternativa volverá a inversores experimentados.

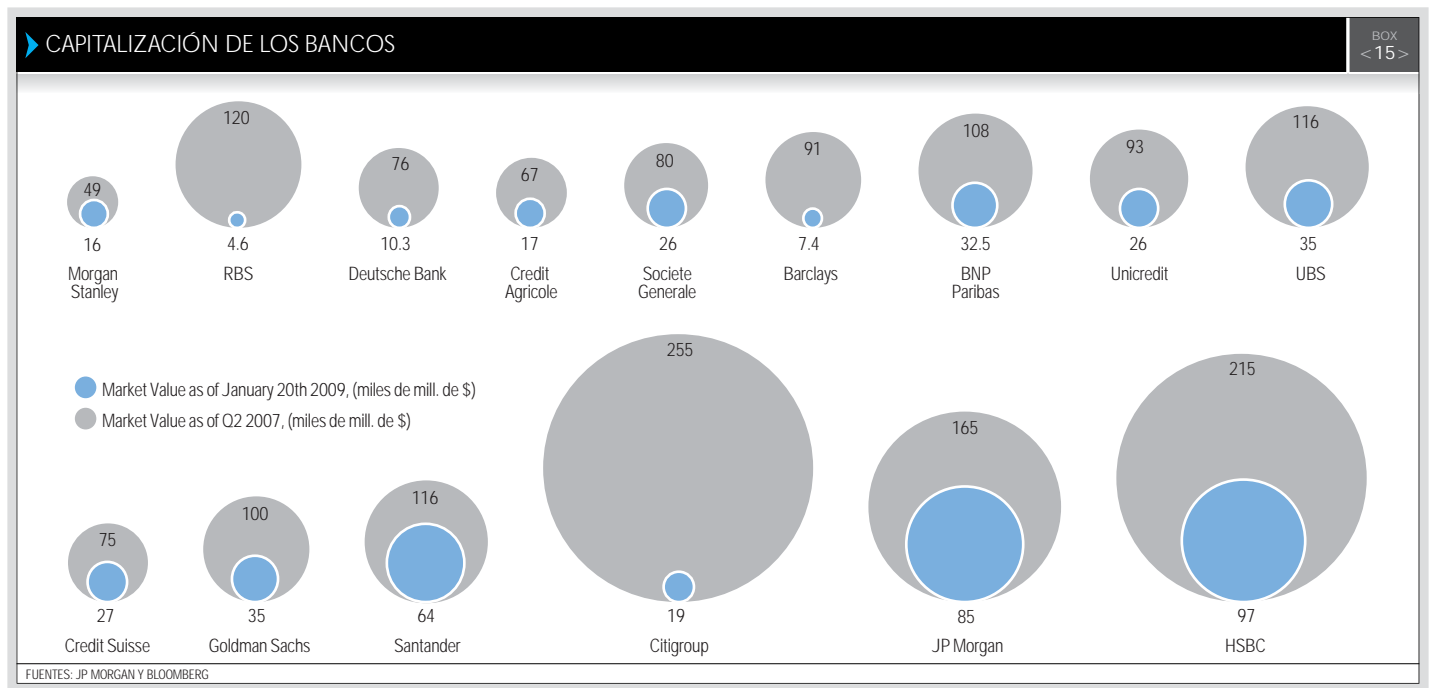
En suma, el cambio en el perfil de riesgo del inversor y la consideración de la liquidez como elemen-

to decisorio, sesgarán la demanda hacia productos tradicionales frente a la inversión alternativa, reservando ésta última a inversores más sofisticados.

Sobre el producto

El incremento de la aversión al riesgo sesga la demanda hacia productos garantizados y sencillos. Se evitan las estructuras sofisticadas en favor de mayor seguridad. La simplicidad de los productos demandados también reduce los márgenes con lo que el negocio necesita de mayor volumen. Los productos tienden a ser de cobertura, de modo que no existen pérdidas derivadas de estos productos. Si se asocia correctamente el subyacente del producto a los riesgos de la empresa, lo que el cliente pierda por un lado lo compensará por la cobertura y viceversa. La tarea reside en identificar y cuantificar correctamente el tamaño de los riesgos para no "sobrecubrir" y encontrarnos con una posición especulativa de forma indirecta. Las gestoras, afectadas por el cambio en la demanda de los inversores, han adaptado su oferta y son mucho más selectivas en el lanzamiento de fondos. Esto se deduce de las cifras que señalan como durante el 2008 se registraron un 20% menos de fondos que durante el 2007.

El riesgo de crédito se convierte en un factor clave puesto que las probabilidades de quiebra se han in-



crementado drásticamente, tal y como se observa en el gráfico contenido en el BOX 16. Y, obviamente, debe ser tenido en cuenta cuando se comercializa un producto con la finalidad de incluir en el precio los riesgos asumidos. Asimismo, se deberá incluir el riesgo adicional que ese producto añade al inversor. Otro riesgo a tener en cuenta y cuya importancia se ha dejado ver en el contexto actual es el riesgo de iliquidez. Los márgenes tendrán en cuenta los mencionados riesgos (BOX 17).

Poder valorar correctamente los riesgos en los que se están incurriendo nos llevará a modificar y recalibrar los modelos de valoración. También a reflejar en el VPN (Valor Presente Neto) el factor de descuento correcto y no la tasa libre de riesgo, como normalmente se hacía. Este punto tendrá consecuencias en los resultados que se verán reducidos.

Otra de las consecuencias de la importancia del riesgo de crédito es la tendencia a colateralizar. Tal y como hemos comentado, el riesgo supone un coste, y para reducirlo se proponen mitigantes de riesgo. Se trata de una protección tanto para el cliente como para la entidad financiera, siempre que sea bilateral. En este sentido las entidades bancarias deben tener presente la necesidad de identificar, medir, monitorizar y controlar esta clase de riesgo. Cabe señalar que para los efectos de cubrir o compensar adecuadamente el riesgo de crédito es indispensable tomar en consideración el valor efectivo del colateral y la habilidad del banco para liquidarlo, contando para ello con procedi-

mientos de valoración constante del colateral que permitan asegurarse que éste continua existiendo y es altamente realizable.

Ante este contexto, y gracias a la flexibilidad operativa de los HF, algunos de ellos han apostado por estrategias que les han permitido tener un mejor comportamiento a pesar de las dificultades. Se trata de una estrategia puntual que ha consistido en comprar deuda de entidades financieras grandes y solventes y quedarse cortos en entidades medianas y pequeñas o cortos de CDS (credit default swaps). Los HF son los únicos fondos que pueden tomar posiciones cortas y asumir grandes niveles de apalancamiento (un ejemplo de esta estrategia han sido las apuestas por un mayor debilitamiento de la economía española). Una posición corta consiste en una venta de activos, acciones o derivados financieros sin necesidad de poseerlos, hecho que permite ganar cuando el precio de los activos vendidos baja.

Otro concepto a aclarar es el del CDS. Se trata de un instrumento financiero que cubre al comprador ante la posibilidad de impago. Por este motivo si las probabilidades de impago son elevadas el precio de los CDS sube. El efecto del incremento de la desconfianza ha sido entre otros la causa del incremento del precio de los CDS. El CDS del Reino de España alcanzó su máximo histórico en 137 puntos básicos (pb) debido a la rebaja de la calificación crediticia de Standard and Poor's de AAA a AA+. Ésta misma agencia de rating había

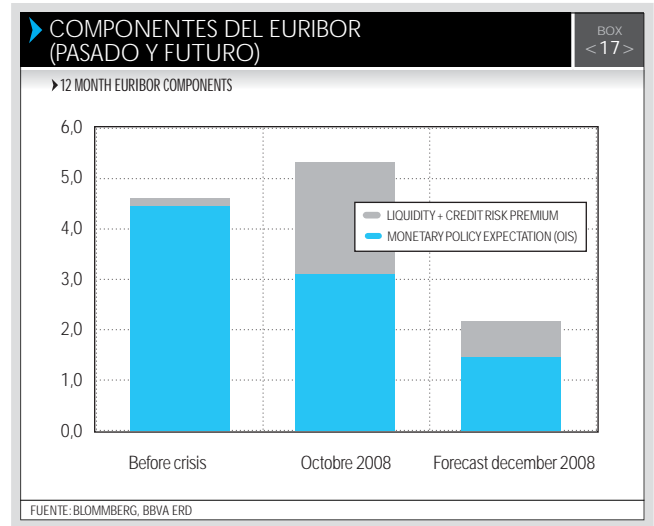
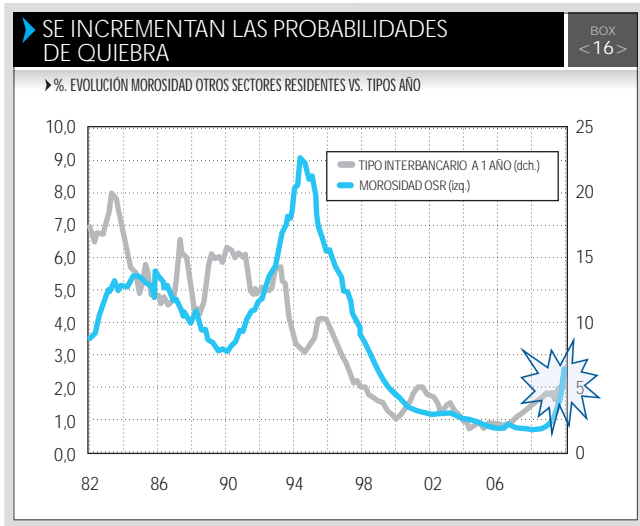
bajado días antes la calificación crediticia a Grecia de A a A-. Casos como estos o el de Islandia, que tras nacionalizar el 90% del sector financiero del país, tuvo una rebaja de la calificación crediticia, ponen de manifiesto el impacto del riesgo de crédito en el incremento del riesgo país y, por consiguiente, en el coste de la financiación, además del lastre que eso conlleva en términos de déficit público.

En resumen, en términos de producto tenemos dos efectos contrarios: por un lado una demanda de productos más sencillos y por lo tanto de menor margen y, por otro, un incremento de los mismos al incluir en el precio los riesgos que se asumen.

Sobre el control interno

Si hemos mencionado anteriormente que el mayor control por parte de los reguladores iba a convertirse en tendencia, en este punto abordaremos los controles que las propias entidades realizan sobre su operativa. El caso de Jérôme Kerviel,⁽⁴⁾ el trader de Societé Generale que hizo incurrir a la entidad en pérdidas por valor de 4.900 millones de euros, ha puesto de manifiesto que es imprescindible replantearse todos los controles internos. Pero además hay que complementar las medidas de control del riesgo de mercado como el VaR, con otras medidas tradicionales como el control de nominales y mantener una permanente atención al riesgo operacional y de crédito.

Dentro de este apartado también quedan englobadas las políticas internas o códigos de conducta



que se van a revisar para adecuar la comercialización de los productos. Se trata de reflexionar sobre el vacío existente entre lo que la ley permite y lo que en estrategias de largo plazo se haría. Un ejemplo sería un cliente que posee los recursos como para ser considerado de Banca privada pero, por el contrario, no alcanza el conocimiento o sofisticación para ser inversor en determinados productos. En este hueco entrarán las políticas de idoneidad de productos financieros para darnos respuesta: idoneidad respecto a la regulación vigente, a la sofisticación del cliente, a los canales y técnicas de venta. El objetivo último es el control del riesgo operacional.

Finalmente, un elemento importante en las medidas de control de riesgo es la alineación de los modelos de remuneración de los ejecutivos con objetivos de largo plazo del negocio. Una de las causas de los modelos de negocio tóxicos reside en no incluir el coste del riesgo que se está asumiendo. En el extremo nos puede llevar a una

La correlación entre diferentes tipos de activos ha sido muy superior a lo que históricamente había venido ocurriendo, de modo que el efecto diversificación sobre el que se apalancaba el modelo de "originar para distribuir" ha dejado de existir. Esto va a marcar como se gestionará en el futuro, dado que se va necesitar reformular y recalibrar los modelos

gestión de "hit & run" (algo así como el famoso "Coge el dinero y corre", que rezaba el título de la famosa película de Woody Allen). Los modelos de fijación de objetivos en base a RaR (Rentabilidad ajustada al Riesgo) y la creación de valor a largo plazo se erigirán como dominantes frente a los anteriores modelos.

Sobre el modelo de negocio

La correlación entre diferentes tipos de activos ha sido muy superior a lo que históricamente había venido ocurriendo, de modo que el efecto diversificación sobre el que se apalancaba el modelo de "originar para distribuir" ha dejado de existir. Esto va a marcar como se gestionará en el futuro, dado que se va necesitar reformular y recalibrar los modelos. Respecto al modelo de asignación de activos (asset allocation) también se avanza una ruptura res-

pecto al modelo anterior que se basaba casi únicamente en rendimiento (performance). Actualmente la liquidez es el factor que sesga la demanda hacia unos productos u otros.

En cuanto a los modelos de "private equity", muy basados en el apalancamiento, se encuentran en una situación comprometida ante las restricciones al crédito y la liquidez de sus inversiones.

CONCLUSIONES

A modo de conclusión enfatizar que la gravedad de la crisis actual no proviene de los sucesos acaecidos per se, sino de la simultaneidad e interrelación de los mismos tanto en distintas áreas geográficas como en múltiples sectores. A futuro nos encontraremos con un nuevo paradigma económico y financiero, con nuevas reglas de juego, y sólo los agentes económicos que sean exitosos en la transformación de su modelo de negocio serán los supervivientes tras la complicada etapa en la que estamos inmersos.

La estructura de comisiones, la preferencia por la liquidez, la demanda de productos garantizados y no tóxicos y la desconfianza de los inversores nos lleva hacia un mayor peso de la gestión de activos tradicional frente a la alternativa: "Back to Basics". Mayor control y mejor regulación guiarán al mercado hacia una comercialización responsable bajo pilares de largo plazo y estabilidad.

Está claro que la crisis actual afecta a todos pero no de la misma forma. Los que sepan aprovechar las oportunidades que se presenten saldrán fortalecidos con una posición relativa más sólida dentro de un nuevo marco de ganadores y perdedores. 🐘

NOTAS

(4) El caso de Jérôme Kerviel: conocedor de los circuitos internos de Middle-Office y después como trader, tomó posiciones de gran volumen pero poco riesgo en tanto en cuanto estaban cubiertas por otras operaciones. El problema y fraude era que estas operaciones eran ficticias.