

**A VUELTAS CON LAS CRISIS BANCARIAS
EN EL AÑO DEL NOBEL**

Vicente Salas Fumás

Marzo 2023



**A VUELTAS CON LAS CRISIS BANCARIAS
EN EL AÑO DEL NOBEL**

Vicente Salas Fumás

Marzo 2023

A VUELTAS CON LAS CRISIS BANCARIAS EN EL AÑO DEL NOBEL

Vicente Salas Fumás

Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza

Las crisis bancarias vuelven a perturbar la tranquilidad económica y social (Silicon Valley Bank, Credit Swiss). Y ocurre precisamente el año en que el Premio Nobel de Economía reconoce a los autores que más han contribuido a la investigación sobre los fundamentos económicos de la empresa bancaria moderna, Ben Bernanke, Douglas Diamond y Philip Dybvig. Los trabajos premiados, publicados en los años ochenta y principios de los noventa del siglo pasado, no fueron suficientes para evitar la crisis bancaria de 2008. Quince años más tarde contamos con la teoría y, además, con la experiencia de una grave crisis financiera, pero volvemos a tropezar en las mismas piedras.

Como era de esperar, los medios académicos y periodísticos se han apresurado a preguntar a los laureados por las causas y previsibles consecuencias de la crisis bancaria, especialmente por la del Silicon Valley Bank (SVB), el banco de los fondos de capital riesgo y las empresas tecnológicas (parece ser que la crisis del banco suizo no ha sido una sorpresa para los analistas). El 16 de marzo, el blog *ProMarket* (Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago), uno de los más seguidos entre los economistas, publicó el extracto de una entrevista de su socio *podcast Capitalisn't* al profesor premiado, Douglas Diamond, también de la Universidad de Chicago, sobre las causas y consecuencias de la crisis del SVB. En esencia, Diamond atribuye la crisis del SVB a la política de tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, y a errores de los supervisores bancarios por no haber anticipado los efectos secundarios de la misma <https://www.promarket.org/2023/03/16/nobel-laureate-douglas-diamond-on-how-the-fed-could-have-prevented-svbs-collapse/>.

En la entrevista, Diamond señala que el SVB invirtió masivamente en bonos del tesoro a largo plazo hace dos años, cuando los tipos de interés oficiales estaban cercanos a cero, el interés de los bonos a diez años rondaba el 2 %, y la preocupación de los bancos centrales eran las presiones deflacionistas. Todas las señales apuntaban a un horizonte de subidas de tipos de interés muy graduales y a medio plazo, incluso las que enviaban los propios supervisores bancarios: las pruebas de resistencia a los bancos en Estados Unidos en 2022 contemplaban como escenarios extremos subidas de tipos oficiales de interés a medio plazo hasta el 2 % (el SVB no participó en pruebas de resistencia por riesgo de tipo de interés, pero con el 2 % las hubiera pasado, según Diamond). Por distintas circunstancias, particularmente la guerra en Ucrania, el escenario cambia y del riesgo de deflación se pasó a una inflación acelerada. En cumplimiento de su mandato, los bancos centrales iniciaron una rápida escalada en los tipos de interés oficiales hasta acercarse al 5 % en Estados Unidos y al 4 % en Europa.

Para comprender lo que significa invertir en un activo de renta fija a medio y largo plazo emitido a un tipo de interés por debajo del tipo de mercado, veamos un ejemplo sencillo. El cambio en la política monetaria en respuesta a las tensiones inflacionistas lleva los tipos de interés de los bonos del tesoro a dos años al 5 %. Un inversor que compró bonos del tesoro a dos años cuando el tipo de interés era el 1 %, verá que el bono que tiene en su poder con un nominal de 100 dólares, por ejemplo, se paga en el mercado por debajo de 100 dólares. La razón es que el precio del bono se ajusta para que la rentabilidad sea la misma que la que proporcionan los nuevos bonos en el mercado con un interés del 5 %. Por tanto, la nueva equivalencia financiera es: $100 \cdot (1.01)^2 = PB \cdot (1.05)^2$, lo que da como resultado un precio del bono a dos años al 1 % de $PB=92,5$ dólares, aproximadamente (montante invertido en un bono al 5 % para que después de dos años principal e intereses tengan el mismo valor monetario que principal e intereses del bono al 1 %). Es decir, el valor de

mercado del bono a dos años de vencimiento y 1 % de interés, disminuye un 7,5 % cuando el interés de los nuevos bonos con el mismo vencimiento sube al 5 %.

Si el inversor es un particular que invirtió su dinero comprando el bono a dos años al 1 % de interés, la pérdida de valor repercute directamente en su patrimonio. Podría ser que el inversor ni se diera cuenta de la pérdida porque, a los dos años, en el momento del vencimiento del bono recibirá los 100 dólares del nominal más el 1 % de intereses acumulados de los dos periodos. Pero si el inversor necesita liquidez y vende el bono comprobará que, aunque el nominal del bono diga 100 dólares, nadie paga por el mismo más de 92,50 dólares. Si el inversor es un banco que capta depósitos de sus clientes e invierte en bonos del tesoro el dinero ingresado en las cuentas, el banquero profesional se dará cuenta enseguida de la pérdida de valor de los bonos que tiene en el activo de su balance. Si el bono en el que ha invertido está en lo que se denomina carteras a vencimiento, el banco no tiene que reconocer las pérdidas de valor económico de los bonos y, por tanto, esa pérdida no aflorará en la cuenta de pérdidas y ganancias. El descenso en la cotización en bolsa de los bancos en los últimos días, aparte de reflejar la incertidumbre general creada por la quiebra y rescate de los bancos, refleja también la incertidumbre particular por las pérdidas latentes en el valor de los bonos en los balances bancarios. De hecho, con el elevado apalancamiento habitual de los bancos, si los 100 dólares del bono tienen como contrapartida 10 dólares de capital, los 7,5 euros de disminución en el valor del bono sobre los 10 dólares de capital del banco significa una rentabilidad negativa del -75 %.

El resto de la financiación, desde los 10 dólares de capital hasta los 100 dólares que se invirtieron en el bono, procede de los depósitos de los clientes. Cuando compró los bonos al 1 % el banco pagaba 0 % por los depósitos y, previsiblemente, cobraba comisiones por mantener las cuentas. Aunque el bono solo daba una rentabilidad del 1 %, teniendo en cuenta que el capital invertido por los accionistas del banco era de 10 dólares por cada 100 dólares de bono, la rentabilidad sobre ese capital era del 10 %, sin riesgo aparente alguno para el banco y sus accionistas. El Tesoro feliz porque se financia a un tipo de interés muy bajo, los banqueros también porque conseguían una rentabilidad alta sin incurrir en los riesgos de crédito que significa financiar a las pymes, por ejemplo, y los depositantes igualmente felices pues, aunque los depósitos no pagan intereses, la inflación era muy baja y los saldos en el banco apenas perdían poder adquisitivo.

Cuando el tipo de interés de los bonos del tesoro sube al 5 %, por ejemplo, y la inflación llega a los dos dígitos, el depositante se dará cuenta de que invirtiendo en bonos del tesoro a dos años puede conseguir una rentabilidad del 5 %, cuando el banco le está pagando cero (las personas que hacían cola en la puerta del Banco de España para comprar deuda del tesoro no eran inversores sofisticados). Si los depositantes del banco mantienen saldos relativamente pequeños y ajustados para atender sus propias necesidades de liquidez (escenario en el que Diamond y Dybvig construyeron la teoría de la empresa bancaria), nada cambiará porque los tipos de interés de los bonos del tesoro suban. Es decir, el banco seguirá pagando cero por los depósitos y cobrando el 1 % de interés por los bonos. Que la cotización del banco en bolsa disminuya como reflejo de que los activos, a precios corrientes, valen menos que lo que aparece en el balance, tampoco le preocupa al pequeño depositante porque sabe que hasta una cifra muy por encima de su saldo (100.000 euros en España) los depósitos están garantizados por el Estado. Lo que es previsible que le preocupe es que, aunque el nominal de su cuenta de depósito en el banco esté seguro, lo que puede comprar con ese saldo disminuye con la inflación que está detrás de la subida de tipos (en este caso insuficiente incluso para mantener el poder adquisitivo cuando la inflación supera el 8 % anual).

En el SVB no se daban las condiciones para que un banco funcione con cierta normalidad. Los depositantes eran empresas tecnológicas financiadas a su vez por fondos de capital riesgo que conocen perfectamente las reglas financieras, con saldos de depósitos millonarios, preocupados por sacar rentabilidad al dinero y conscientes de que los saldos de depósitos en las cuentas no están cubiertos por el seguro de depósitos. Si el activo del balance está suficientemente diversificado para que las pérdidas latentes que puedan afectar a los bonos del tesoro sean una pequeña parte del todo, además de no estar positivamente correlacionadas con las pérdidas en otros activos (segunda condición del escenario contemplada por la teoría de la empresa bancaria), el depositante preocupado por la rentabilidad de su dinero previsiblemente negociará con el banco un aumento en el tipo de interés del saldo de depósito, con la amenaza de retirar los depósitos para invertirlos en bonos, por ejemplo. Si son pocos los depositantes poderosos el banco negociará con ellos una mejora en la retribución de los depósitos,

pero si son muchos o la inmensa mayoría, como ocurre con el SVB, el banco que obtiene una rentabilidad del 1 % de sus activos no podrá pagar, digamos, un 2 % por los pasivos porque si lo hace pierde dinero y entra en quiebra.

El SVB era un banco que no cumplía ninguna de las condiciones que la teoría dice que debe cumplir un banco para merecer ese nombre. Tenía un activo altamente concentrado en bonos del tesoro a medio y largo plazo, y tenía un pasivo con depósitos de unos pocos depositantes que además se conocían entre sí, eran vecinos y, por tanto, era muy fácil correr la voz entre ellos sobre las impresiones que les merecía el banco y lo que cada uno iba a hacer en consecuencia (condiciones ideales para que todos corran a la vez y cuanto antes a retirar los depósitos). Algo que podía haber hecho el banco, y de lo que apenas se ha hablado (y que deduzco que no se hizo, aunque lo único que puedo decir es que no he visto ese tema tratado en los medios de comunicación) es acudir a la Reserva Federal a solicitar liquidez con los bonos del tesoro como colateral. De esta forma, SVB hubiera podido atender la demanda de depósitos sin necesidad de vender los bonos. El banco central habría aplicado un descuento sobre el valor nominal de los bonos al decidir cuanta liquidez le concede al banco, pero, inicialmente al menos, el descuento no se contabilizaba como pérdida. Tal vez la rentabilidad de los bonos en el activo del balance de SVB era tan baja, en comparación con el coste de la financiación, incluidos los depósitos, que la entidad no era viable económicamente.

La crisis del 2008 fue precedida de una subida de tipos de interés por los bancos centrales, con la Reserva Federal tomando la delantera. En aquel momento, la subida de tipos afectó negativamente al valor de los activos reales que los bancos habían financiado con préstamos y, por tanto, al valor del colateral de los préstamos y, en definitiva, también el valor del préstamo (aunque el valor de mercado de los préstamos es mucho más difícil de calcular que el de los bonos del tesoro pues estos son todos iguales y los préstamos ninguno es igual a los demás). Ahora, la subida imprevista y acelerada de tipos de interés, por la misma razón de luchar contra la inflación, no ha afectado tanto al riesgo de crédito (la crisis anterior enseñó a los bancos y a los supervisores a financiar sólo una parte, hasta el 80 % máximo del valor del activo), sino al riesgo de tipo de interés que es relevante para las inversiones en renta fija, a medio y largo plazo, como los bonos del tesoro, y también para las hipotecas a tipo fijo. No hace mucho, cuando se anunció que los tipos de interés oficiales iban a subir, la bolsa reaccionó con subidas de cotizaciones, el optimismo se extendió entre los banqueros en previsiones de beneficios, y el gobierno se adelantó con un impuesto extraordinario a esas ganancias previstas. ¿Cómo es posible pasar de la euforia a la depresión en tan poco espacio de tiempo? Los bancos en España y en Europa se acercan más a las condiciones ideales de diversificación de activo y pasivo que sostiene a la empresa bancaria, sin olvidar que una parte importante de la deuda pública de los Estados de la zona del euro está en los balances del BCE y, por tanto, son los bancos centrales los más expuestos a los riesgos de tipos de interés. Pero, en todo caso, es evidente que hay un efecto contagio, inevitable en un mundo tan interconectado y comunicado como el actual.

En la entrevista, Diamond recuerda lo que había adelantado en otra anterior, en octubre del año pasado, sobre los riesgos para la estabilidad financiera de una subida acelerada de tipos. También lamenta que el supervisor bancario americano, en el momento en que se dio cuenta de que la inflación hacía inevitables las subidas aceleradas de tipos, no realizara una evaluación exhaustiva de los riesgos de tipo de interés a la que estaban expuestos los bancos americanos, con test de resistencia que contemplaran escenarios de subidas de tipos hasta el 6 %, por ejemplo, para que estos actuaran en consecuencia. En todo caso, la experiencia reciente nos demuestra, una vez más, lo complicado que resulta para los bancos centrales diseñar y ejecutar políticas monetarias efectivas en la lucha contra la inflación y contra la deflación (amenaza de), que no generen inestabilidad financiera por sus efectos sobre los precios de los activos. Y, sobre todo, inestabilidad transmitida a través de los canales bancarios.

Parece claro que los depósitos bancarios incorporan elementos de inestabilidad financiera. Ello es así por los costes para el Estado, y en última instancia para los contribuyentes, de un seguro de depósitos que, en la práctica, cubre todos los depósitos, independientemente del volumen por cuenta, y por los incentivos perversos a asumir riesgos que conlleva el seguro. De ahí que cobra fuerza la propuesta de que los depósitos bancarios se retribuyan siempre al 0 % para que los depositantes tomen conciencia de que el depósito no es un producto de ahorro, sino solo una parte del engranaje de medios de pago (incluso se propone que esos depósitos a la vista al 0 % de interés ni siquiera estén en los pasivos de los bancos, sino en una cuenta digital abierta directamente en

el banco central). El mensaje para el ahorrador será que si quiere rentabilidad tendrá que asumir riesgo. Y ello incluye el riesgo de tipo de interés que asume comprando deuda del tesoro, que le ofrece la seguridad de recuperar el principal igual que el depósito asegurado, pero que sólo tiene la seguridad de cobrar el interés pactado si mantiene el bono hasta el vencimiento (a precios del momento en que se emitió el bono, no del momento en que se liquida, por lo que siempre quedará el riesgo de inflación excepto si se cubre al coste correspondiente).

Lo que nadie explica con detalle, o por lo menos no me consta, es qué consecuencias tendrá la desaparición del depósito en las cuentas de los bancos que conocemos, para la otra parte de la ecuación bancaria, la concesión de préstamos. La estabilidad de la financiación a través de depósitos diversificados entre clientes anónimos y expuestos a necesidades de liquidez independientes, se ha descrito por la teoría como el complemento perfecto para que los bancos pudieran prestar a plazo y ganar dinero invirtiendo en información específica sobre los riesgos de los acreditados en su cartera altamente diversificada de préstamos, información a la que los mercados financieros anónimos tienen muchas más dificultades para acceder. ¿Se perderá capacidad de financiación a empresas y familias si los depósitos desaparecen de los pasivos bancarios y la financiación de los bancos (aunque ya no se podrán llamar así porque habrán perdido la exclusividad de emitir depósitos) procede íntegramente de los mercados de capitales?

Parece una paradoja que el año que la Academia Sueca concede el Premio Nobel de Economía a los teóricos de la empresa bancaria, pueda ser el principio del fin de los bancos cuya lógica económica y financiera en el engranaje de la economía de mercado los premiados contribuyeron tan brillantemente a resaltar.

