

Paradojas de la crisis de confianza y de liquidez crediticia

Guillermo de la Dehesa*

1. Introducción

Uno se pregunta cómo es posible que un problema, esperado, local y relativamente menor ocurrido en EE.UU., como es el impago creciente y de hipotecas de elevado riesgo (*subprime*) concedidas por algunos bancos, haya terminado contagiando al resto de los mercados de crédito de los países desarrollados. Al fin y al cabo, las pérdidas estimadas hasta finales de septiembre eran sólo de unos 170 mil millones de dólares por menor flujo de caja y otros 200 mil millones de dólares por menor valor de las carteras de CDOs¹, cuando el PIB de EE.UU. es de trece billones y el total balance de activos financieros en el mundo es de 500 billones de dólares. El hecho es que los mercados de acciones, de deuda y de crédito, tanto los de largo como los de corto plazo, e incluso el interbancario, están hoy afectados en toda la OCDE por el problema de exceso de hipotecas de riesgo en EE.UU. Todo el sistema financiero depende de la confianza, si esta desaparece, deja de funcionar.

Lo que en un principio empezó como un deterioro de la calidad crediticia de unos créditos hipotecarios en EE.UU., terminó provocando una reducción drástica de la liquidez del mercado de los créditos y del papel comercial, que era suministrada por los inversores en un buen número de productos estructurados que contenían hipotecas. Esta iliquidez de mercado, a su vez, produjo una mayor incertidumbre sobre la valoración de dichos productos que se tradujo en una interrupción de su financiación de merca-

do, lo que, a su vez, hizo que los inversores dejaran de financiar también a los vehículos de inversión de los bancos y que, a su vez, estos últimos dejaran de financiar a los fondos apalancados que invertían en títulos de renta fija y variable, por temor a que sus activos ya financiados con la garantía de dichos activos pudiesen producir pérdidas, e incluso a otros bancos que estaban expuestos a dichos vehículos y al apalancamiento de fondos de mayor riesgo, y de fondos de capital riesgo y capital desarrollo.

Esta aparente paradoja de contagio sucesivo puede comprenderse a través de una serie de factores relativamente recientes:

De un lado, el problema generado por los desequilibrios globales entre ahorro e inversión que han generado elevados superávit y déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos en unos países y otros y, consecuentemente, la necesidad de reciclar enormes cantidades de liquidez procedentes de los países emergentes de Asia y de Japón, y de los países exportadores de petróleo y materias primas hacia EE.UU. y algunos países europeos con elevados déficit por cuenta corriente, como España.

De otro lado, el crecimiento acelerado, durante la última década, de la titulización de créditos, especialmente de los hipotecarios, por parte de los bancos para poder seguir prestando y atender a su creciente demanda de crédito, evitando así el límite que les imponía su base de capital regulatorio.

Finalmente, la rápida proliferación de los vehículos especiales de inversión (*SIV*² y *conduits*³), que muchos ban-

* Presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR.

¹ Un CDO (siglas de *Collateralized Debt Obligation*) es una emisión de deuda respaldada por una cartera diversificada de préstamos o bonos (nota de la redacción).

² *SIV* (*Structured Investment Vehicle*), vehículo o instrumento de inversión estructurada es un fondo que vende deuda a corto

cos han desarrollado fuera de balance y que les permiten invertir en activos a largo plazo sin tener que consumir capital y siendo financiados a corto plazo con la garantía de los mismos activos.

Estos dos últimos factores forman parte del rápido proceso de innovación, diversificación e integración financiera global que, sin duda, ha aportado muchos más beneficios que costes a la economía mundial. Por ejemplo, la titulización ha permitido a los bancos hacer líquida una cartera de créditos ilíquidos, aumentar sus créditos, consumir menos capital regulatorio y diversificar el riesgo entre un grupo muy elevado de inversores de muchos países reduciendo así su exposición individual. Ahora bien, dicha integración e innovación financiera globales hace que una determinada crisis tenga mayores probabilidades de convertirse en sistémica que anteriormente.

2. Los bancos americanos, los créditos hipotecarios *subprime* y su titulización

La secuencia de los acontecimientos ha sido la siguiente:

PRIMERO. Algunos bancos americanos, en medio de la euforia desatada por la abundante demanda de crédito generada durante más de una década de tipos nominales de interés bajos y tipos reales hasta incluso negativos, han llegado a dar créditos hipotecarios a familias de bajo nivel de renta sin apenas verificar sus ingresos anuales, su empleo o sus activos disponibles, cuando, años antes, los rechazaban a cualquier tipo de interés y a pesar de tener un colateral más valioso, ya que los precios de la vivienda eran crecientes y en los dos últimos años estaban casi estancados.

Buena parte de esta creciente falta de control del riesgo en dichos créditos hipotecarios se ha debido a la certeza que tenían los bancos americanos de que este riesgo tan elevado iba a ser empaquetado o "estructurado" en *CDOs* y *CLOs*⁴, junto a otros créditos con menor probabilidad de impago, y vendido a inversores que buscaban una mayor rentabilidad para compensar en parte el menor retorno que le proporcionaban sus otros activos a largo plazo, como los bonos soberanos o de grandes empresas.

plazo (pagarés) y compra instrumentos a largo plazo de mayor rentabilidad, como títulos hipotecarios.

³ *Conduits* son paquetes de préstamos comerciales y de minoristas que se financian con deuda a corto plazo colocada en el mercado de pagarés de empresa.

⁴ Un *CLO* (*Collateralized Loan Obligation*) es un título de deuda respaldado por una serie de préstamos comerciales.

Más aún, unos meses antes de la crisis empezaron incluso a empaquetar créditos a empresas en las que reducían o anulaban sus "covenants" (cláusulas del contrato de crédito diseñadas para prevenir y minimizar su riesgo de impago) ya que dificultaban su estructuración y venta en el mercado. Mientras tanto, la euforia también se extendía a muchos inversores asiáticos que jugaban al *carry trade* del yen, por el que se financiaban en yenes a corto plazo al 1 por 100 e invertían en bonos en liras turcas o dólares neozelandeses con una rentabilidad del 15 por 100 o más, sin preocuparse del riesgo de cambio. Los inversores americanos y europeos, por su parte, se financiaban a corto e invertían a largo, siempre que el *carry* fuese positivo, sin preocuparse del riesgo de impago de lo que compraban.

Es decir, ha surgido una situación de excesiva confianza y consecuentemente de grandes excesos, no sólo en los bancos, sino más si cabe en los inversores, que han hecho que los incentivos de la actividad bancaria hayan empezado a devenir perversos:

Del lado de la oferta de crédito, los bancos han entrado en una situación de "riesgo moral". Aunque, por definición, los bancos necesitan tomar riesgos de tipos de interés para prestar y los riesgos más elevados son los que producen mayores rendimientos, sin embargo, el "riesgo moral" surge cuando el banco sabe que dichos créditos de mayor riesgo van a proporcionarle un elevado retorno si son pagados y sólo va a tener que pagar una pequeña parte de sus pérdidas si devienen fallidos, ya que ya los han empaquetado y vendido quedándose solamente con el riesgo del primer impago.

Del lado de la demanda de crédito, ha surgido una situación de "selección adversa". Una vez que las familias americanas demandantes de créditos hipotecarios, habían intuido o constatado que no se les iba a denegar el préstamo hipotecario por pocos ingresos que tuvieran (aunque a cambio de pagar unos tipos y comisiones muy elevados), aquellas que tenían una mayor probabilidad de no poder pagarlo eran las que tenían un mayor incentivo para solicitar dichos préstamos.

Asimismo, al tener los bancos americanos, que habían concedido y posteriormente estructurado dichos créditos hipotecarios para su venta, mucha más información sobre su probabilidad de riesgo de impago que la que tenían los inversores que los compraban, una vez empaquetados, se ha dado una situación de "información asimétrica" a favor de los primeros frente a los segundos a la hora de calcular su valor real. Es decir, al no poder distinguir los inversores el crédito bueno del malo, para no equivocarse al comprarlos, deberían haber ofrecido un precio medio más bajo

por todos esos productos crediticios o, alternativamente, dedicar más tiempo (y dinero) a hacer un análisis más profundo de su riesgo.

Sin embargo, estos últimos habían estado fiándose de las clasificaciones que daban a dichos paquetes de créditos las agencias independientes de clasificación crediticia (*rating*), lo que les ahorra costes de conseguir dicha información crediticia. Una vez que estas empezaron a bajar, a partir del pasado mes de junio (con cierta celeridad derivada del impago creciente de las hipotecas *subprime*) sus niveles de clasificación o, lo que es lo mismo, a aumentar los niveles de riesgo de impago de dichos créditos empaquetados, los inversores desconfiaron del verdadero valor de todo los créditos estructurados que habían comprado y dejaron de comprar más a cualquier precio, por bajo que este fuera, ya que dejaron definitivamente de fiarse de las clasificaciones que dichas agencias de *rating* habían dado a todos los productos crediticios.

3. Los bancos americanos y europeos y sus *conduits*

SEGUNDO. El otro elemento novedoso y el verdadero desencadenante del contagio ha sido que algunos bancos americanos y de otros países de la OCDE como Alemania, Reino Unido y Holanda, con la autorización de sus supervisores bancarios (el Banco de España, felizmente, nunca los autorizó), llevaban varios años creando nuevos vehículos fuera de balance, para que no consumiesen capital regulatorio, llamados SIVs y *conduits*. En ellos empaquetaban activos financieros a largo plazo propios o invertían en activos a largo plazo (bonos, créditos y tramos de CDOs y CLOs, entre otros) en el mercado y los financian a corto plazo emitiendo papel comercial o pagarés a tres meses, garantizados con dichos activos, en el mercado de EE.UU. que es el más líquido y profundo. Estos vehículos entran dentro de la actividad normal de un banco que consiste en tomar dinero a corto plazo (depósitos) y prestarlos a largo plazo (préstamos) corriendo con el riesgo de plazo.

Ahora bien, mientras que los bancos tienen que tener suficiente capital para hacerlo, ya que el Acuerdo de Basilea I les exige que un 8 por 100 del total de sus créditos (y a partir de enero de 2008, con Basilea II, del total de sus activos ponderados por el riesgo) esté respaldado por su capital, dichos vehículos no consumen capital regulatorio, aunque para que el supervisor los apruebe, los bancos que los crean tienen que garantizar que ellos aportarán su propia línea de financiación, en última instancia, si les falla la del mercado de papel comercial americano garantizado con créditos hipotecarios.

Estos vehículos de inversión fuera del balance de los bancos han provocado varias situaciones paradójicas:

La primera es que estos han invertido, entre otros activos a largo plazo, también en hipotecas "subprime" o de alto riesgo de EE.UU., con lo que algunos bancos americanos que creían que se habían quitado el riesgo de dichas hipotecas empaquetándolas y vendiéndolas a otras instituciones financieras o inversores, se han encontrado con que alguno de sus propios vehículos han vuelto a comprar otras similares (incluso las mismas en alguna ocasión) a precio superior al de su venta previa.

La segunda es que algunos bancos de otros países de la OCDE, especialmente los europeos, que habían colocado en los mercados buena parte de sus hipotecas sacándolas del balance para rebajar el capital regulatorio y además conseguir mayores recursos líquidos del mercado para poder seguir dando más créditos, se encuentran con que sus propios vehículos han comprado otras hipotecas o activos a largo plazo que, en promedio, pueden tener un mayor riesgo que el de aquellas que titulizaron.

La tercera es que la titulización y venta de dichos activos se ha ido extendiendo a inversores individuales e institucionales de muchos otros países, con el resultado de que hoy es casi imposible saber quienes son sus poseedores últimos. Esto ha provocado que la desconfianza sea mayor, no sólo entre los inversores con elevados patrimonios que habían hecho aportaciones a los fondos de mayor riesgo (*hedge*) y a otros, sino incluso entre pequeños ahorradores con nulo conocimiento de dichos productos estructurados, como son los partícipes de fondos de inversión o de pensiones, puesto que estos últimos también han invertido una pequeña parte de su patrimonio en titulizaciones hipotecarias de distintos tipos incluidas en dichos paquetes, ya que su clasificación crediticia era aceptable cuando las compraron.

La cuarta es que los inversores últimos de estos productos empaquetados desconfían ya de todo lo que han comprado hasta la fecha y quieren ahora asegurarse de que no van a perder más. Así, han dejado de invertir en activos de largo plazo y pasado a invertir en activos a corto plazo (mercado monetario) pero sólo en instrumentos de la mayor calidad y solvencia (letras del Tesoro de EE.UU. y de otros países con calificación de triple A), abandonando la compra de pagarés o papel comercial y muy especialmente del garantizado con hipotecas, e incluso han llegado a evitar los depósitos bancarios a tres meses con lo que el margen o *spread* entre el papel comercial, los depósitos bancarios y el de las letras del tesoro, todos ellos a tres meses, se ha triplicado o cuadruplicado.

TERCERO. Al secarse la fuente de financiación mediante papel comercial o pagarés de dichos vehículos y *conduits*, y no existir liquidez alternativa disponible, los bancos que los habían creado sólo tienen ahora dos opciones: o refinarlos temporalmente con su propia liquidez y luego intentar liquidarlos lentamente con la menor pérdida posible o volverlos a incorporar a su balance. Al no disponer de recursos financieros o de capital suficientes para una u otra opción, han tenido que ser los bancos centrales (FED, BCE y Banco de Inglaterra) los que se han visto obligados a financiarlos temporalmente inyectándoles masivamente liquidez a corto plazo a tipos por encima del de intervención y aceptando colateral de un nivel de riesgo aceptable.

De ahí ha surgido otra quinta paradoja y es que, a pesar de que muchos de los bancos han recibido enormes cantidades de liquidez, estos no la han prestado, ni siquiera a otros bancos salvo en el día a día. Las razones que han aducido son que tenían que hacer frente a la refinanciación de sus vehículos de inversión, atender a sus compromisos de crédito adquiridos con sus principales clientes corporativos y financieros, o que preferían atesorarla hasta ver qué pasaba con la crisis. De ahí que el mercado interbancario a tres meses haya seguido con una tensión y unos márgenes (*spreads*) tan elevados y eso a pesar de que los bancos centrales también han inyectado liquidez a dichos plazos.

Sin embargo, la realidad parece ser otra. De un lado, los bancos con exceso de liquidez no están dispuestos a prestar a más de un día ya que todavía no se fían de ningún prestatario, aunque sea banco, porque no conocen exactamente los problemas que pueden tener dentro o fuera de sus balances y, de otro, los bancos con necesidad real de liquidez no se atreven a pagar unos tipos de interés interbancario tan altos o emitir deuda en el mercado con costes muy elevados por miedo a que los analistas u otros bancos piensen que si pagan un precio tan caro por su financiación es que están en mala situación, incluso peor de la real. El resultado es que hay muy pocas operaciones, tanto interbancarias a mayores plazos de un día como, lógicamente, de titulización, de crédito o de bonos a largo plazo.

La sexta paradoja es que la creciente desconfianza y la huida de los inversores hacia los productos financieros de menor plazo y mayor calidad y solvencia, unida a la falta de liquidez en muchos de los fondos inversores, ha hecho que dicha huida hacia la calidad, paradójicamente, esté teniendo el efecto contrario. Por un lado, los fondos de alto riesgo, de capital riesgo y capital privado, especialmente los más apalancados, han tenido (o tienen todavía) que, al final de cada trimestre, contabilizar a precio de mercado los activos que tienen en sus carteras.

Por otro lado, los inversores en dichos fondos apalancados intentan, en unos casos, retirar parte o todas sus inversiones en ellos porque temen que sus rendimientos sean cada vez menores, lo que no es siempre posible ya que dichos fondos establecen períodos mínimos de mantenimiento de las inversiones a sus socios, en algunos casos hasta 3 y 5 años. En otros, tienen que reducir sus exposiciones en dichos fondos o retirar parcialmente sus aportaciones (*redemptions*) ya que también tienen que cumplir las condiciones que los bancos les han impuesto para apalancarlos, especialmente en los fondos de fondos.

Por ejemplo, un inversor que ha aportado 100 millones de dólares a un fondo de fondos, debe asegurar además los 300 millones que le ha prestado un banco para hacer una inversión total de 400 millones de dólares ya que este le exige que mantenga en todo momento al menos un 20 por 100 del total de dinero propio. Si el valor del fondo cae un 10 por 100, su inversión deviene sólo de 360 millones y su cobertura de dinero propio cae al 17 por 100 del total, luego tiene que vender parte de su aportación para volver al 20 por 100.

Finalmente, como el valor medio de estos activos ha caído en estos dos meses o no es conocido, porque no hay mercado para ellos, los bancos comerciales o de inversión que les han prestado el dinero para apalancarse con la garantía de dicho activos, les piden que les repongan la diferencia entre el valor inicial del activo y el actual ("llamada al margen") y, para hacer frente a esta llamada, dichos fondos pueden verse obligados a vender sus activos de mayor calidad y solvencia ya que los demás son, de momento, invendibles o a precios muy bajos, con lo que las acciones o la deuda de las mejores compañías y estados son las que paradójicamente están siendo más perjudicadas por dichas ventas.

Sin embargo, estamos ante un problema circular, ya que de un lado, va a ser muy difícil que dichos fondos puedan poner a precio de mercado sus activos porque este sólo existe para los de mayor calidad, con lo que seguirán manteniéndolos a precios de "modelo" que les ha dado la agencia de *rating* y no de mercado y, por lo tanto, seguirá sin conocerse su verdadero valor. De otro lado, hasta que no haya mercado para ellos, no va a resolverse el problema de confianza y la incertidumbre de inversores y prestamistas, ya que está basado exclusivamente en la falta de información y en la constatación de que el precio asignado por el modelo es inferior al precio de mercado. Y lógicamente, mientras que no mejore la confianza y más se prolongue esta situación de incertidumbre, mayor será su impacto negativo en la economía real y menor la probabilidad de vender dichos activos en el mercado.

4. Las agencias independientes de clasificación crediticia o *rating*

Las agencias de clasificación, que están, a toda prisa, modificando los modelos matemáticos que utilizaron anteriormente para poder reclasificar adecuadamente los *CDOs* y *CLOs* ya que tenían mal medidas determinadas correlaciones entre diferentes mercados y productos, podrían resolver el problema dando una nueva clasificación a todos ellos, aumentando su riesgo de impago. Sin embargo, es muy probable que siga existiendo desconfianza sobre su nueva decisión ya que sus anteriores clasificaciones no han sido refrendadas por el mercado ni resultan creíbles. Por otro lado, el pago por la clasificación de cada título era bajo con lo que las agencias no tenían muchos incentivos para dedicarles más tiempo.

La razón de haber perdido estas agencias la confianza de los inversores es clara. Tradicionalmente, un bono o un crédito calificado con triple o doble A tenía que cumplir dos condiciones: ser emitido por un país desarrollado o una gran empresa, ambos con una larga historia de estabilidad macroeconómica, financiera o de negocio, y, además, tener una liquidez de mercado muy elevada. Todo era sencillo y comprensible por cualquier ciudadano que lea los informes del FMI, de la OCDE y de los analistas privados y veía el informe de la agencia de clasificación y observaba cómo el bono cotizaba diariamente en los mercados. Dicha información no era cara y estaba al alcance de cualquiera.

Hoy, sin embargo, existen *CDOs* y *CLOs* que tienen una clasificación de triple o doble A (senior o high grade) mediante un complejo modelo de valoración del riesgo de impago, a pesar de que también contienen tramos que son triple B (mezzanine) y un pequeño tramo de alta probabilidad de impago, llamado de capital o "equity" del que el banco que hace la titulización suele tomar su riesgo para dar más seguridad al inversor externo y facilitar su venta, pero que también puede transferir a un inversor tercero que está buscando ese tipo de mayor riesgo dada su rentabilidad mayor, como un fondo *hedge*. Su estructura es tan compleja y los modelos matemáticos en los que se basa tan difíciles de entender, que la información es muy cara ya que se necesita hacer un análisis por especialistas; de ahí que se hayan fiado de la clasificación de las agencias independientes de *rating*.

Pero lo más importante es que los instrumentos estructurados y empaquetados, normalmente vendidos por tramos, no tienen liquidez de mercado alguna. La venta de sus tramos se realiza al precio del modelo y luego vuelven a ser recolocados a otros inversores a precios nor-

malmente más altos, pero no son transacciones de mercados organizados como el de los bonos, letras o pagarés, sino sólo operaciones bilaterales entre un comprador y un vendedor ("over the counter").

Las agencias se han defendido de estas críticas y han explicado que sólo se les solicitó una clasificación del riesgo de impago de dichos activos y no de su riesgo de mercado o de liquidez, y que pueden también desarrollar modelos para incluir estos riesgos pero a un precio mayor. Sin embargo, muchos inversores van a seguir desconfiando de ellas porque consideran que tienen un conflicto de interés innato, y es que, aun reconociendo su independencia, sus servicios son pagados por el vendedor y no por el comprador, con lo que pudieran tener un incentivo para dar una clasificación más elevada de la real, sesgando algo los parámetros del modelo al alza, especialmente si su cliente les concede un gran volumen de negocio y puede decidir cambiar de agencia si esta no les da una clasificación más elevada.

Es indudable que la titulización de estos nuevos instrumentos financieros ha permitido que el riesgo crediticio se diversifique en los mercados financieros globales, que los instrumentos de deuda y crédito privados sean hoy mucho mayores en volumen que los activos totales de las bolsas, que los bancos puedan atender a su creciente demanda de crédito y prestar a clientes masivos de menor renta, que empresas de seguros y fondos de alto riesgo (o *hedge funds*) de todo el mundo tengan acceso a estos instrumentos para sus carteras. Sin embargo, como se ha explicado anteriormente, plantean problemas de valoración, de riesgo moral, de agencia y de complejidad nada fáciles de resolver.

Por un lado, los bancos antes originaban estos créditos y los guardaban en su balance, con lo que se preocupaban mucho más a la hora de evaluar la capacidad de pago del prestatario, analizar su historial crediticio, su morosidad potencial y la posibilidad de recobro, ya que tenía que hacer frente a sus costes de impago. Ahora los bancos originan los créditos y los venden, con lo que tienen un incentivo mucho menor para controlar la capacidad de pago y la solvencia futura de sus clientes, ya que otra institución o persona que ha comprado el crédito va a tener que hacer frente a su morosidad o impago.

Por otro lado, estos bancos tienen un incentivo para tratar de empaquetar los créditos de mayor riesgo. Así, mientras que cerca del 46 por 100 de todas las hipotecas vigentes de viviendas de EE.UU. han sido empaquetadas y vendidas, más de dos tercios de las hipotecas *subprime* concedidas en 2006 se vendieron ese mismo año. Como resultado de estos dos incentivos perversos, los bancos

americanos sólo ejecutan hoy un 25 por 100 de las viviendas con hipotecas impagadas, frente al 75 por 100 a finales de los años noventa.

5. Los bancos centrales

Dados todos estos comportamientos, sólo queda esperar que los bancos centrales sean los que ayuden a solucionar esta situación tan paradójica. Realmente, han actuado con contundencia y celeridad y la situación ha mejorado algo en estos dos meses transcurridos, pero los problemas de fondo subsisten. Hay que reconocer que los bancos centrales venían anunciando ya, desde hace dos años, que los bancos y el sistema financiero en general, no estaban evaluando adecuadamente el riesgo que contraían, dada la prolongada fase de bajos tipos de interés, baja volatilidad y enorme y creciente demanda de crédito, y que había que distinguir y segmentar más el riesgo, aplicando distintos márgenes o *spreads* a cada crédito de acuerdo con su diferencial de riesgo.

Los bancos centrales estaban anunciando que llegaría un momento en que esa situación desaparecería al aumentar los tipos de interés y tendrían que reapreciar dicho riesgo y aplicar mayores márgenes (*spreads*) a muchas de sus operaciones, y a ampliar los diferenciales entre la mejor y la menor calidad de riesgo crediticio, ya que era muy pequeña. Luego esperaban un cambio en las expectativas de riesgo al empezar a subir sus precios de intervención para no dejar aumentar las expectativas de inflación, pero no que provocara una situación de desconfianza tan elevada y de paralización de la actividad crediticia tan extendida como la que existe todavía hoy.

La realidad es que la actuación de los bancos centrales ha derivado más de los acontecimientos que de sus propias reglas predeterminadas para actuar. En muy pocos días pasaron de hablar de las célebres pautas de Walter Bagehot (1873) sobre que los bancos centrales deben de dar un mensaje claro de que nunca van a salir en ayuda de los bancos para evitar situaciones de riesgo moral y sólo si finalmente existe un problema grave intervenir decididamente "prestando libre y temporalmente a los bancos con problemas de liquidez, y sin embargo solventes, a un tipo de interés por encima del de mercado y a cambio de un buen colateral" a tener que prestar incluso por debajo del tipo de castigo, tomar colateral que no es tan bueno, e incluso bajar los tipos, como el FED, o salvar a un banco en dificultades que había tomado excesivo riesgo (Northern Rock) como el Banco de Inglaterra, o incluso garantizar todos los depósitos, como ha hecho el Chancellor del Exchequer.

Sin embargo, la regla de Bagehot sólo sirve para casos de un banco en crisis pero no cuando existe un riesgo sistémico. Siempre que se detecta un fallo de mercado, el banco central o el Estado tienen que intervenir para prevenir un mal mayor. Y se han dado varios fallos de mercado seguidos, como los derivados de la información asimétrica, la selección adversa y el riesgo moral, lo que ha hecho que se pase de una situación de exceso de liquidez a otra de falta de ella y de fuerte reducción del crédito.

Lo que ocurre es que las intervenciones suelen siempre aportar soluciones subóptimas y estas presentan muchas dificultades, como ayudar a bancos o fondos que han seguido tomando riesgos excesivos habiendo sido advertidos previamente, o tener que garantizar a los depositantes que no conocen realmente lo que está pasando en la institución que les está ofreciendo extra tipos de interés que otros bancos normales no le dan. En todo caso, es fundamental que los que no han actuado correctamente paguen por sus excesos y no los contribuyentes en última instancia.

En estos momentos, los bancos centrales están haciendo todo lo posible para que no falte liquidez en los plazos más largos de la curva de tipos de interés, pero no consiguen que haya más operaciones en los plazos de un mes, tres meses o un año. Sólo tienen una opción y es seguir siendo persistentes con su oferta de liquidez, a cambio de colaterales o garantías aceptables, hasta que llegue un momento en que los bancos lleguen a tener tanto exceso de liquidez atesorada que se vean obligados a prestarla a plazos más largos, que es la base real de su actividad.

A los bancos centrales se les presentan varios dilemas. El primero es entre inflación y crecimiento. Por un lado, están preocupados por seguir durante mucho tiempo inyectando liquidez puesto que puede generar más inflación a largo plazo, pero por otro, saben que si no siguen inyectándola puede sobrevenir una situación de fuerte restricción del crédito (*credit crunch*) y la consiguiente fuerte caída del crecimiento e incluso de una recesión. Inyectar una liquidez excesiva es tomar un riesgo muy grande, pero no es mucho mayor que penalizar a millones de ciudadanos de buena fe que, de no tener acceso al crédito, provocarían una recesión sistémica.

El segundo, relacionado con el anterior, es entre política de liquidez y política monetaria. Los bancos centrales tienen que separar claramente su política de prestamistas de última instancia, que hacen en situaciones excepcionales y a corto plazo para atender a los bancos, con las tensiones temporales de obtención de liquidez de su política monetaria, que tiene como fin mantener la inflación a medio plazo dentro de sus objetivos. De ahí que sigan inyectando

toda la liquidez necesaria para que se reduzca la incertidumbre y se recupere la confianza, pero se muestren reacios a bajar sus tipos de interés de intervención en el mercado, ya que la liquidez la inyectan para mantener los tipos de mercado lo más cercanos a los de intervención. Sólo en el caso en que la crisis de confianza durase tanto que pudiera desencadenar un problema de reducción del consumo y la inversión y, por lo tanto, en una recesión, sería conveniente bajar los tipos de intervención ya que las expectativas de inflación serían muy bajas o nulas, mientras que el crecimiento y el empleo se verían afectados negativamente.

El BCE y el Consejo del FED no han utilizado todavía toda su artillería, aunque el segundo ha reducido ya en 0,50 puntos el tipo de los fondos federales, y podrían ir más lejos si lo consideran conveniente para estabilizar el mercado interbancario. Por ejemplo, el BCE podría rebajar el tipo de sus créditos garantizados desde el 5 al 4,50 por 100 y, al mismo tiempo, podría aumentar en 0,50 puntos el tipo de interés de su facilidad de depósito, del 3,0 al 3,5 por 100, para los depósitos a un día, reduciendo así el margen entre ambos y facilitando todavía más el mercado interbancario de los bancos.

El tercero es entre ser sólo prestamista de última instancia o también creador de mercado de última instancia. La razón de este dilema es que por un lado, ser sólo prestamista de última instancia no está dando todavía los resultados esperados, pero, por otro, ser creador de mercado de última instancia puede ser muy peligroso, por dos razones: por una parte, el banco central puede comprar a precios de modelo muchos activos que luego pueden perder valor, con lo que salen perjudicados, en última instancia, los contribuyentes, ya que los beneficios de los bancos centrales son ingresos públicos del Tesoro. De otra parte, tiene que decidir qué activos compra para reducir la incertidumbre, pero no puede comprar todos ellos y favorecer a unos frente a otros.

El cuarto dilema es entre liquidez y solvencia. De un lado, deben intentar dar toda la liquidez que sea demandada por los bancos con problemas de liquidez, pero, de otro, evitar rescatar a los bancos que no sólo tienen problemas de liquidez sino también de insolvencia por que han cometido excesos y pueden terminar haciendo que los contribuyentes acaben pagando los riesgos excesivos tomados por sus ejecutivos y la falta de control del consejo de administración que, representando a los accionistas, no ha tomado las medidas necesarias para evitarlos, cuando deben de ser estos últimos los que corran con las pérdidas.

Es importante señalar, asimismo, que esta crisis está dejando claro que es absolutamente necesaria una coordinación estrecha de todos los supervisores bancarios y financieros sobre que límites conviene aplicar a cada nue-

va innovación financiera sin, por supuesto, reducir los incentivos a que continúe aplicándose ya que está siendo, en su gran mayoría, muy positiva para la economía mundial. El hecho de que unos supervisores autoricen o dejen que sus bancos creen masivamente *SIV* y *conduits*, mientras que otros no los permiten, hace que los primeros den una ventaja competitiva temporal a sus bancos frente a los segundos. Además, cuando surgen problemas en los primeros, sucede que los inversores perjudican más a los bancos más virtuosos, ya que en estas situaciones de desconfianza y pánico, estos no distinguen adecuadamente, por falta de suficiente información, entre unos y otros.

Es también necesario resaltar que los problemas de excesos y de contagio se han dado en mayor medida en países como EE.UU., Alemania y Reino Unido, en los que la supervisión bancaria está en manos de instituciones gubernamentales o menos independientes, y los bancos centrales sólo mantienen su función de prestamista de última instancia, mientras que en la gran mayoría de los países donde el banco central es, al mismo tiempo prestamista de última instancia y supervisor, esto no ha ocurrido (como en el caso de España o Italia y, parcialmente, el de Francia). Hay que intentar que todos los países busquen la estructura supervisora que la realidad muestre como más eficiente e independiente. Si esto no es posible, conseguir al menos que todos ellos se pongan de acuerdo en qué es lo que van a permitir y lo que van a prohibir, o al menos limitar, para evitar situaciones de riesgo.

6. La regulación de los mercados financieros

Otro aspecto de regulación, que se deriva tanto de la crisis de liquidez actual como de la anterior de 1998, es la necesidad de cambiar la forma en la que se organizan los mercados financieros. Hace un año, el fondo *hedge*, Amaranth tuvo unas pérdidas de 6 millardos de dólares (de los 9 millardos que gestionaba) especulando en el mercado de futuros de gas natural y tuvo que liquidarse; sin embargo, no pasó nada ni hubo contagio alguno. Hace ocho años, otro macrofondo *hedge*, el LTCM, tuvo un problema muy grave de liquidez que desató una onda de contagio a todos los mercados y tuvo que ser rescatado para evitar males mayores, pero eso sí, sin que los contribuyentes perdiesen dinero ya que fueron varios bancos de inversión los que lo compraron, con una línea de liquidez del FED de Nueva York, ya que pensaban que sus apuestas financieras eran correctas pero estaban tantas veces apalancadas que en cuanto hubo un choque de liquidez no podía hacer frente a las *llamadas al margen* por parte de los bancos que le financiaron.

Una de las diferencias clave en ambas situaciones es que Amaranth especulaba en el mercado de futuros y LTCM estaba muy expuesto al mercado de derivados (*swaps*⁵) de tipos de interés. La diferencia entre el mercado de futuros y el de *swaps*, es que los futuros son contratos estándar que se intercambian en un mercado organizado con un sistema de cámara de compensación y liquidación que garantiza que las dos partes cumplirán con sus obligaciones, mientras que los *swaps* de tipos de interés son contratos bilaterales que se efectúan entre dos agentes y con riesgo de contraparte.

La principal causa por la que crisis de Amaranth no produjo ningún problema de contagio fue que este fondo, para poder hacer dichos contratos de futuros, tuvo que hacer un depósito abierto de garantía en el sistema de compensación y tuvo que mantener los márgenes de cobertura. Así, tan pronto como empezó a tener pérdidas la cámara de compensación le obligó a deshacer y liquidar posiciones para cubrir los márgenes de cobertura iniciales. Por el contrario, los *swaps* de interés de LTCM estaban depositados por ambas partes en una institución financiera y como no estaban intercambiados en un mercado organizado, sin sistema de compensación y liquidación, no se podían liquidar.

Algo parecido ha pasado ahora con las transacciones de *CDOs* y *CLOs*, que se han intercambiado fuera de los mercados organizados de forma bilateral mediante una compraventa (*over the counter*) sin precio conocido y sin liquidez alguna de mercado. Por todo ello, lo más importante es obligar a que todos los títulos se contraten en mercados financieros organizados y transparentes en los que existan garantías de que van a cumplirse por ambas partes. Si los *CDOs* y *CLOs* y sus tramos y todos los instrumentos financieros garantizados por créditos se intercambiasen en un mercado organizado, transparente con sistema de compensación y con precios conocidos de cada transacción no

⁵ Un *swap* es una permuta financiera.

hubiera surgido el problema de incertidumbre y falta de confianza que está teniendo efectos de contagio a todos los mercados.

En definitiva, es de esperar que la crisis de confianza, que espero que sea relativamente corta si los bancos centrales persisten en lo que ya están haciendo, tenga un resultado positivo para volver pronto a la realidad y superar estos años de euforia y de excesos, en los que tienden a olvidarse los mismos principios básicos de la actividad financiera. Es muy importante que esta nueva crisis sirva de lección para los reguladores, los supervisores, los prestamistas de última instancia y las agencias de calificación para que no vuelva a repetirse. Han sido demasiados y continuados los fallos de mercado como para no olvidarse.

Al cierre de este artículo, algunos mercados financieros han mejorado algo tras la fuerte bajada de tipos de interés del FED y su mantenimiento por el BCE, como es el caso de los principales índices bursátiles que ya han recuperado sus niveles previos a agosto 2007 en el caso de EE.UU., pero todavía no en el de Europa. Sin embargo, en otros relacionados con el crédito, la situación sigue siendo preocupante todavía.

Por un lado, los saldos vivos de papel comercial en el mercado americano han caído un 17 por 100 en estos dos meses (384 mil millones de dólares) y el descuento del papel comercial a 90 días frente a al de las letras del Tesoro Americano a 90 días ha aumentado desde 0,50 puntos porcentuales a 1,25. Por otro lado, los índices de precios de los instrumentos garantizados con activos hipotecarios o crediticios han caído desde su máximo en mayo-junio 2007, 6 puntos porcentuales para los clasificados como triple A, 20 p.p. para los doble A, 40 p.p. para los A, 52 p.p. para los triple B y 56 p.p. para los triple B, pero hay pocas transacciones. Los activos de calidades inferiores no encuentran compradores por ahora, salvo muy escasas excepciones.