

Diez preguntas sobre los nuevos riesgos del sistema financiero

Santiago Carbó Valverde
Francisco Rodríguez Fernández*

La llamada crisis de las *subprime* (hipotecas basura) en Estados Unidos ha generado un clima de incertidumbre y cierta desconfianza en los mercados financieros y en la economía en su conjunto. Este episodio —cuyo final aún no conocemos— es un ejemplo de las debilidades que, de cuando en cuando, se manifiestan en los mercados y para las que los mecanismos de prevención y resolución disponibles parecen manifestarse insuficientes.

Esta crisis, asimismo, ha vuelto a poner de relieve la importancia que la ingeniería y la innovación financieras tienen en el entorno financiero globalizado, así como los riesgos que conllevan. Gran parte de estas hipotecas *subprime* se han vendido como activos titulizados, tales como los fondos de cobertura (*hedge funds*). Las entidades financieras en todo el mundo han empleado, de forma creciente, estos mecanismos de financiación, dado que las tensiones de liquidez a las que se han enfrentado han sido cada vez mayores.

La proliferación de instrumentos titulizados, más o menos sofisticados, tiene, además, una repercusión notable sobre el inversor de a pie, destinatario final, de forma directa o indirecta, de muchas de estas inversiones. En cualquier caso, no puede señalarse a la innovación financiera como culpable de los nuevos riesgos que afectan al sistema financiero. Lo que resulta necesario es adoptar los mecanismos necesarios que permitan discriminar la calidad de estas inversiones.

En el mercado español, el impacto de la crisis de las *subprime* ha sido, de momento, limitado, si bien ha venido a sumarse a la incertidumbre reinante en los mercados en los que las tensiones de liquidez y la desaceleración en

el sector inmobiliario marcan la pauta. En este entorno, cabe preguntarse en qué medida estos nuevos instrumentos financieros (hipotecas de baja calidad, titulización, fondos de cobertura) pueden afectar a la economía española y su posible evolución futura. Con objeto de arrojar cierta luz sobre estas cuestiones, en este artículo se plantean diez cuestiones sobre el presente y futuro de los nuevos instrumentos financieros y los riesgos que llevan aparejados. El análisis parte, de forma necesaria de los fundamentos y causas finales de la crisis de las *subprime*, para descender a las lecciones que, a partir de la misma, se están derivando para el futuro inmediato del sistema financiero y, en particular, para el caso español.

1. ¿Dónde se ha originado la incertidumbre que domina a los mercados?

La crisis de las *subprime*, crisis de liquidez o crisis crediticia, surgió en Estados Unidos en agosto de 2007. Las *subprime* son hipotecas de baja calidad, en el sentido de que la calidad crediticia de sus prestatarios es reducida. Bien es cierto que, en origen, este tipo de hipotecas puede suponer el acceso a la financiación de grupos desfavorecidos de población. También es cierto que las entidades financieras estadounidenses creyeron contar con mecanismos de diversificación de estos riesgos que previnieran posibles problemas de impago en este tipo de préstamos, provisiones de impago incluidas. Sin embargo, a finales de 2006, el mercado inmobiliario estadounidense comienza a “desinflarse”, en un contexto que coincidió con una escalada de tipos de interés. Los impagos no tardaron en dispararse y las provisiones pronto se revelaron insuficientes para atajar estos problemas. Sin

* Universidad de Granada y FUNCAS.

embargo, lo peor estaba por llegar. Las *subprime* habían crecido de forma vertiginosa, pero la mayor parte de los riesgos que conllevaban no se manifestaban en balance, habían sido trasladados a mercados secundarios mediante titulización. Los bonos con porcentaje elevado de *subprime* habían extendido sus redes por el sistema bancario norteamericano hasta que, en agosto de 2007, atrajeron la atención de todo el mundo por su magnitud.

La consecuencia más notable e indeseada fue la generación de incertidumbre y desconfianza sobre los fondos de titulización y sobre cualquier título que tuviera como subyacente un activo crediticio. Lo peligroso de esta crisis es que no se mide en términos cuantitativos, sino que ha afectado a las bases mismas de la reputación financiera. En particular, a los mercados e inversores no ha parecido importarles si, en un determinado país, las hipotecas de baja calidad tienen mayor o menor presencia (en España no existe ni tan siquiera este tipo de mercados) y han exigido a cualquier valor emitido a partir de activos crediticios una prima de rentabilidad extra que compensara la supuesta incertidumbre en el mercado crediticio. Teniendo en cuenta que las entidades bancarias en todo el mundo se encontraban en un contexto de importantes tensiones de liquidez, con estas nuevas exigencias, la generalización de la crisis estaba servida.

2. ¿Por qué no se previnieron esos riesgos?

El ejemplo más claro de que los mecanismos de prevención de crisis no son infalibles es esta crisis en sí. Una vez más, la innovación financiera (al margen de sus innumerables ventajas) ha generado nuevos riesgos y la regulación y control de los mismos llega, inevitablemente, *a posteriori*. En el caso de las *subprime*, numerosas entidades bancarias habían generado grandes bonos de titulización que revendían a través de numerosos vehículos, como *hedge funds*. Gran parte de estas carteras estaban dominadas por hipotecas de baja calidad. Lo verdaderamente alarmante de este entramado es que se había formado de forma casi natural, obviando que los riesgos que generaban realmente no se diversificaban, sino que se transmitían al sistema financiero sin que ni tan siquiera algunos de los presidentes ejecutivos de las mayores entidades financieras norteamericanas fueran conscientes de los mismos¹.

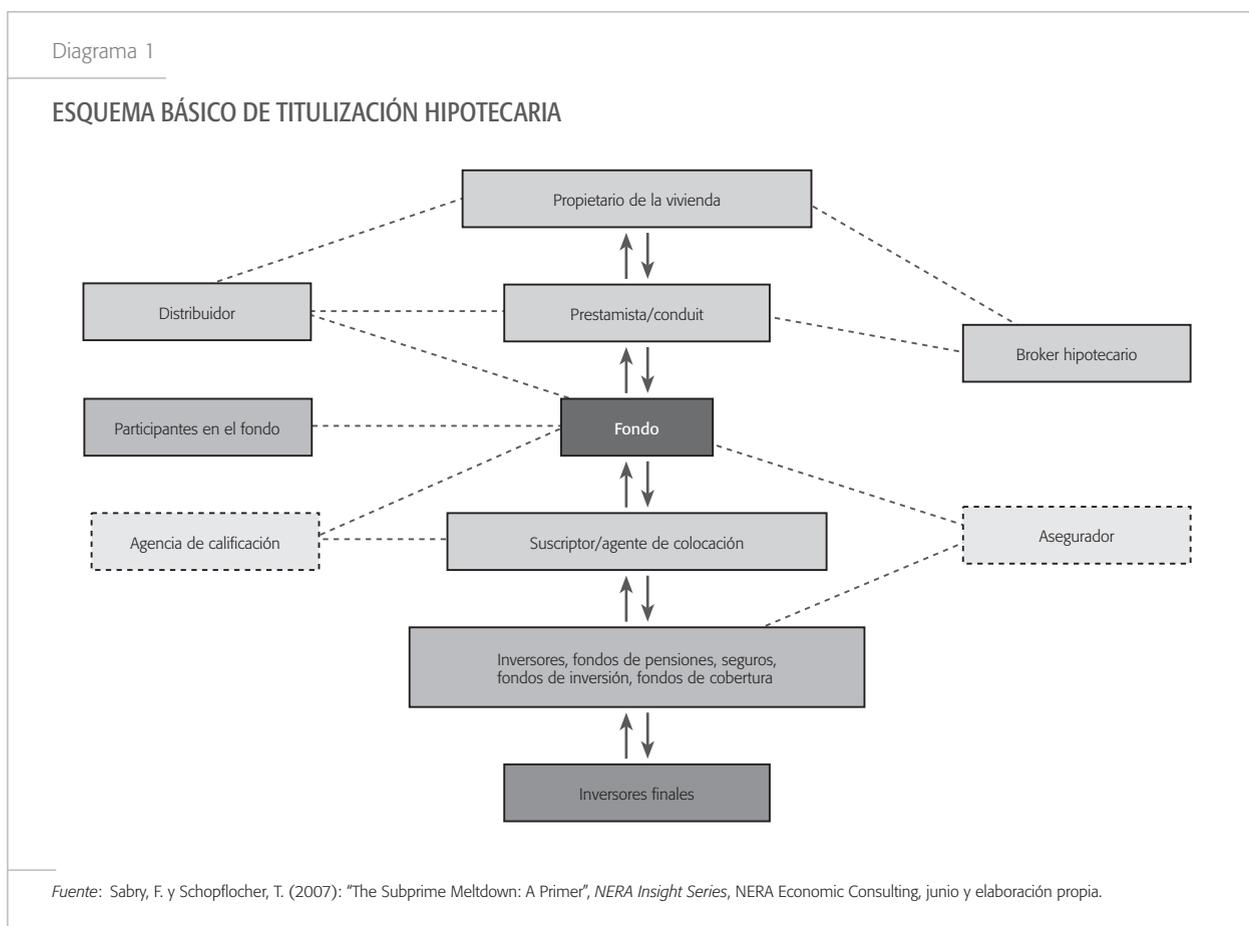
¹ Véase, como ejemplo, la referencia que el semanario *The Economist* realiza sobre la dimisión del presidente de Citigroup, el mayor banco mundial: *The Economist* (2007): "Crack in the edifice", 10 de noviembre de 2007, pág. 89.

Una vez más, las asimetrías de información se han mostrado como un poderoso mecanismo de generación de turbulencias en el sistema financiero. No es sorprendente que buena parte de las discusiones sobre las medidas de control de solvencia contenidas en el Nuevo Acuerdo de Basilea II (aún no implantado en Estados Unidos) se centren sobre la generación de riesgos fuera de balance y sobre los fondos de titulización. Como contrapartida, las inyecciones de liquidez y los mensajes de calma que la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo han ido realizando ha podido apaciguar, por breves períodos, la severidad de estas tensiones, si bien sin eliminar la incertidumbre. Existe ya, incluso, una segunda oleada de la crisis de las *subprime* que aún tiene que manifestar sus riesgos más evidentes. Los efectos de propagación de la desconfianza hacia los fondos de titulización en Europa pueden conllevar problemas de importante calado, teniendo en cuenta que se trata de parte de los activos con un crecimiento y desarrollo más espectacular en los mercados europeos en los últimos años.

3. ¿Qué papel juega la ingeniería financiera?

La ingeniería financiera produce innumerables beneficios en tanto en cuanto puede generar y multiplicar las posibilidades de financiación e inversión, así como acelerarlas y agilizarlas. Sin embargo, también encuentra sus límites en la medida en que sus efectos sobre la estabilidad financiera deben estar correctamente controlados.

El funcionamiento de los fondos de titulización de las hipotecas *subprime* muestra cómo la diversificación puede convertirse en un peligroso mecanismo de propagación cuando los activos subyacentes que se titulan tienen una calidad crediticia reducida. Este mecanismo se expone en el diagrama 1. En el esquema de titulización hipotecaria, el propietario de una vivienda negocia una hipoteca bien mediante un intermediario (por ejemplo, el constructor) o directamente en la entidad financiera. La titulización se genera cuando los préstamos hipotecarios, bien a través de entidades bancarias u otros distribuidores, se unen en un fondo de titulización que es colocado en mercados secundarios mediante agentes especializados. Gran parte de los problemas de las *subprime* en Estados Unidos surgen, sin embargo, en origen, cuando las entidades financieras crean sus propios fondos de "conducción" (*conduits*) para colocar en estos mercados préstamos *subprime*, financiando las propias entidades financieras estas colocaciones en origen mediante títulos de renta fija (fundamentalmente bonos públicos). Estos *conduits* inundaron de forma significativa los fondos de tituli-



zación de modo que estos riesgos se transmitieron a estos fondos y a cualquier otro tipo de inversiones que, mediante formas mixtas o inversión directa pudiera participar en los mismos (como los fondos de inversión o pensiones o los *hedge funds*), de forma que los aseguradores de estos fondos (de haberlos) se han visto desbordados por los riesgos que verdaderamente estaban cubriendo cuando estos se han manifestado.

4. ¿Cuál es la situación de la titulización en la banca española?

El mercado de titulización hipotecaria ha constituido uno de los de mayor desarrollo en los últimos años en España y ha dotado de una flexibilidad ya de largo demandada a los mismos. Un reciente estudio de Martín Oliver y Saurina (2007)² señala varios aspectos de interés para comprender el calado y la calidad de estos mercados. En primer lugar, mientras que en 1999 apenas un tercio de las

² MARTÍN OLIVER, A. y SAURINA, J. (2007): *Why do banks securitize assets?*, Banco de España, mimeo.

entidades bancarias españolas recurrían a la titulización de forma significativa, en 2006 prácticamente el 100 por 100 de las instituciones participan de forma activa en este mercado, con un valor estimado superior a los 120.000 millones de euros. Asimismo, cabe destacar que, al contrario de lo sucedido en la crisis de las *subprime*, las entidades de depósito españolas canalizan mediante fondos de titulización sus activos hipotecarios de mayor calidad. Asimismo, los resultados empíricos de este estudio revelan que el propósito fundamental en el recurso a la titulización de los intermediarios bancarios españoles es la generación de liquidez y no la transferencia del riesgo.

Aun cuando estos resultados sugieren que los fondos de titulización en España persiguen propósitos de generación de liquidez y no deben exacerbar los riesgos en los mercados secundarios, la crisis de confianza generada a partir de agosto de 2007 se ha dejado notar, en cierta medida, en estos mercados. Según los datos de AIAF, la negociación de bonos de titulización en mercados secundarios se redujo de 29.831 millones de euros en agosto de 2007 a 24.315 en septiembre. Sin embargo, en octubre volvió a repuntar hasta 33.851 millones de euros. Con todo, la emisión en mercados primarios se ha re-

sentido de forma más sensible, reduciéndose las admisiones a cotización de 8.331 millones de euros en agosto a 1.015 en septiembre y aumentando sólo ligeramente hasta los 6.222 en octubre.

5. ¿Cuáles son los riesgos de contagio en la banca española?

Como punto de partida, el sector bancario español se ha visto y puede verse más afectado por las tensiones de liquidez y la falta de confianza en los fondos de titulización que por riesgos derivados de su propia calidad hipotecaria. Coincidiendo con la ligera ralentización de la actividad económica y el repunte de los tipos de interés de referencia, la morosidad crediticia ha aumentado, si bien, en promedio, se encuentra en torno al 1 por 100, un porcentaje bastante reducido. Nada que ver con las cifras de impagos en el mercado estadounidense que, en el mes de octubre de 2007, superaban el 18 por 100 en el mercado *subprime* y están cercanas al 5 por 100 en el de hipotecas de calidad intermedia. Al mismo tiempo, las provisiones con que cuenta el sistema bancario español triplican en la mayor parte de los casos los posibles impagos.

La principal fuente de incertidumbre, en cualquier caso, se deriva de las dificultades para la obtención de liquidez, ya que este tipo de tensiones se habían venido aliviando con el recurso a los mercados interbancarios (en particular, al sector exterior) y, más recientemente y de forma más intensa, mediante la titulización. En la medida en que las dificultades de generación de liquidez son generalizadas en el contexto internacional y algunas carteras interbancarias se hallan contaminadas o amenazadas por el fenómeno *subprime*, esta vía se ha visto muy restringida. En paralelo, la titulización se halla imbuida de desconfianza para los inversores, y las emisiones y colocaciones, como se señaló anteriormente, se han visto limitadas de forma considerable. En cualquier caso, resulta tan esperable como deseable que este fenómeno se revierta en los próximos meses y el mercado de activos titulizados recobre el vigor que venía mostrando en los últimos años.

6. ¿Qué implicaciones tiene esta situación en el mercado inmobiliario?

La concurrencia de la crisis de las *subprime* con el relativo enfriamiento del mercado inmobiliario ha suscitado

numerosas especulaciones que engloban ambos fenómenos dentro de un ambiguo y poco riguroso paraguas de crisis generalizada. Cierto es que los precios de la vivienda y la promoción inmobiliaria han disminuido de forma notable las tasas de crecimiento que venían mostrando en los últimos años. Cierto es, también, que, de algún modo, esta acomodación paulatina resulta deseable en la medida en que se produzca de forma progresiva, devuelva al mercado a sus niveles de equilibrio y atenúe los tan traídos y sobrellevados riesgos de la sobrevaloración (o, para algunos, burbuja) inmobiliaria.

No puede olvidarse, en cualquier caso, que la dependencia de la economía española del sector de la construcción, en este contexto de menor crecimiento, implica ciertas consecuencias negativas sobre el empleo. Asimismo, es posible situar entre la segunda oleada de esta crisis de las *subprime* un endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos tanto hipotecarios como al consumo. Esto se une a la ya palpable y esperada ralentización de las tasas de consumo, que contribuyen, en gran medida, a las revisiones a la baja que se han producido recientemente sobre las expectativas de crecimiento de la economía española.

7. ¿Qué cabe esperar de las agencias de rating?

Como se señaló anteriormente, la pérdida de reputación de los fondos de titulización constituye (justificadamente o no) uno de los medios de propagación más significativos de incertidumbre. En el epicentro de estos problemas y de su mayor o menor fundamento se han situado las agencias de calificación y *rating*. Hasta la crisis de las *subprime* estas agencias han proporcionado, desde una reputación sólida, una referencia principal sobre la calidad de numerosos activos, fondos e instituciones y, entre otros, sobre los fondos de titulización que operaban sobre hipotecas basura. Al descubrirse que algunos de los fondos dotados con la calificación triple-A (máxima calidad) fueron los que más pérdidas acumularon con la crisis, el nivel de desconfianza se incrementó considerablemente y numerosas voces han reclamado mayor transparencia y exigencias informativas para estas agencias. Sin embargo, debe considerarse también que estas instituciones habían venido solicitando mayores garantías sobre no pocos de estos valores hipotecarios, en particular para los *hedge funds* y que estos "fallos" de apreciación se diluyen, hasta cierto punto, en un mar de acertadas calificaciones de estas entidades que, ante la imposibilidad de infalibilidad, siguen siendo imprescindibles para dotar al sistema financiero de referencias.

8. ¿Qué cabe esperar de los *hedge funds*?

Los fondos de cobertura o *hedge funds*, guardan similitudes con otros vehículos de inversión colectiva, como los fondos de inversión, con la excepción (que los caracteriza) de que las inversiones realizadas no siguen, de forma necesaria los principios de diversificación de los fondos de inversión estándar. Se trata de vehículos de inversión colectiva que requieren, por lo general, importes mínimos de inversión muy elevados y persiguen rendimientos absolutos en lugar de rendimientos relativos basados en un índice de referencia. Utilizan técnicas que no se emplean comúnmente en los fondos de inversión como la venta al descubierto o *short-selling* y emplean productos derivados. Sus inversiones, combinadas con operaciones sobre derivados, les dotan de una flexibilidad única y la contrapartida es, sin embargo, el riesgo inherente a los mismos. Su popularidad y extensión ha sido indiscutible en los últimos cuarenta años y gran parte de las inversiones de corporaciones financieras y no financieras en el mundo se han canalizado a través de estos fondos. Por otro lado, han constituido, como se mostró anteriormente, uno de los medios por los que se han transmitido parte de los riesgos de las hipotecas basura. En España, 2007 es el primer año en que se comercializan para el pequeño inversor, bajo la denominación de fondos de inversión libre. Su expansión, de momento, ha sido muy moderada, aunque la mayor parte de los analistas coinciden en que aún es pronto para evaluar el impacto que estos fondos pueden tener en el sistema financiero español. En lo que a su configuración se refiere —y a su penetración en el mercado bancario español— su aprobación y desarrollo reglamentario no ha estado exento de polémica en la medida en que se dota al inversor de a pie de la posibilidad de invertir en un instrumento complejo de elevados riesgos.

9. ¿Qué alternativas existen ante la escasez de liquidez?

Ante la escasez de recursos de liquidez, en el mercado bancario español parecen concurrir diferentes acontecimientos y estrategias que pueden mitigar estas dificultades. En primer lugar, por el lado del activo, se ha producido un necesario y consecuente endurecimiento de las condiciones de crédito que no ha impedido, en cualquier caso, que los ritmos de concesión de préstamos sigan siendo muy elevados. En agosto de 2007, en plena crisis de las *subprime*, el crédito hipotecario se elevó un 11 por 100 y en los meses siguientes ha mantenido ritmos de crecimiento

similares que lo sitúan en una magnitud similar al PIB español. Este primer dato refleja que las entidades bancarias parecen lidiar de forma satisfactoria, al menos de momento, con las tensiones de liquidez.

Por el lado del pasivo, varios son los factores que permiten que se mantenga el vigor de la concesión crediticia. Por un lado, el impacto negativo —aunque previsiblemente coyuntural— de la crisis sobre los mercados de titulización se ha compensado, en cierta medida, por un incremento significativo de los ritmos de captación de depósitos en gran número de entidades financieras, recuperando de este modo, un recurso primordial de liquidez. Asimismo, las facilidades que, de forma extraordinaria, parece ofrecer el Banco Central Europeo mediante inyecciones de liquidez y operaciones de mercado abierto, también han supuesto un cierto alivio para las entidades bancarias. Finalmente, se espera que, en 2008, los fondos de titulización vuelvan a experimentar un impulso notable y que las tensiones y riesgos asociados a los mercados interbancarios en el exterior se reduzcan en cierta medida.

10. ¿Cómo afecta la incertidumbre a la oleada de fusiones?

Junto con las tensiones de liquidez, las fusiones y adquisiciones (principalmente transfronterizas) han marcado el devenir reciente del sector bancario europeo en los últimos meses. La incertidumbre en el contexto de las hipotecas *subprime* supuso, tras el verano de 2007, un freno relativo a los proyectos y operaciones de adquisición que respondió más a la incertidumbre sobre la magnitud que podía alcanzar esta crisis que a un impedimento directo sobre la capacidad de las entidades financieras para desarrollar estos movimientos de consolidación.

En este sentido, transcurridos unos meses desde el origen de la crisis —y evaluado por parte de las entidades el impacto estimado de la misma— los proyectos consolidados y los nuevos rumores y ofertas públicas de adquisición vuelven a sucederse con fuerza en el sector bancario. Es más, ante la ralentización de la actividad, la apertura a nuevos mercados y la diversificación geográfica suponen propuestas atractivas para numerosas entidades de tamaño medio y elevado. Asimismo, debe tenerse en cuenta que estos procesos se están produciendo, en muchos casos, mediante ofertas en grupo de varias entidades y que, para materializarse, estas se han desprendido de numerosos activos fijos para generar recursos para estas operaciones, lo que supone un indicador de la relevancia estratégica conferida a estas operaciones en relación con los recursos (de liquidez o similares) disponibles.