

# La Tormenta Perfecta

José Ramón Díez Guijarro\*

Medio año después del inicio de las turbulencias financieras que amenazan con truncar la expansión económica más vigorosa de las últimas décadas, todavía no se ve la luz al final del túnel. Es cierto que se han realizado avances en el diagnóstico de las causas que originaron la crisis, de la misma forma que poco a poco tenemos una visión más exacta de dónde están concentradas las pérdidas. Incluso ha dado tiempo a que alguno de los principales bancos centrales del mundo haya cambiado una anquilosada instrumentación de la política monetaria con el objeto de adaptarse a una realidad financiera muy diferente. Pero la sensación es que la magnitud de los problemas provocará una lenta digestión, mientras se reduce buena parte del apalancamiento y se corrigen los excesos acumulados en los últimos años.

De momento, el mercado interbancario no ha recuperado la normalidad, los mercados de crédito siguen casi cerrados y se mantiene la preferencia de los inversores por los activos refugio (deuda pública, oro, etc.): situación no muy diferente a la existente en los meses de agosto y septiembre del año pasado (gráficos 1 y 2). El proceso de ajuste va a tener implicaciones negativas sobre el crecimiento, aunque es difícil anticipar la intensidad del endurecimiento crediticio.

Lo que ya parece claro es que no estamos solamente ante una crisis de liquidez que se solucionará en cuanto retorne la confianza. Las dificultades de algunas entidades financieras para cuadrar su tesorería no son más que síntomas de problemas mucho más profundos. La magnitud de los mismos se pone de manifiesto cuando el Director Gerente del FMI aconseja la utilización de políticas fiscales expansivas, la FED baja los tipos de interés en 125 puntos

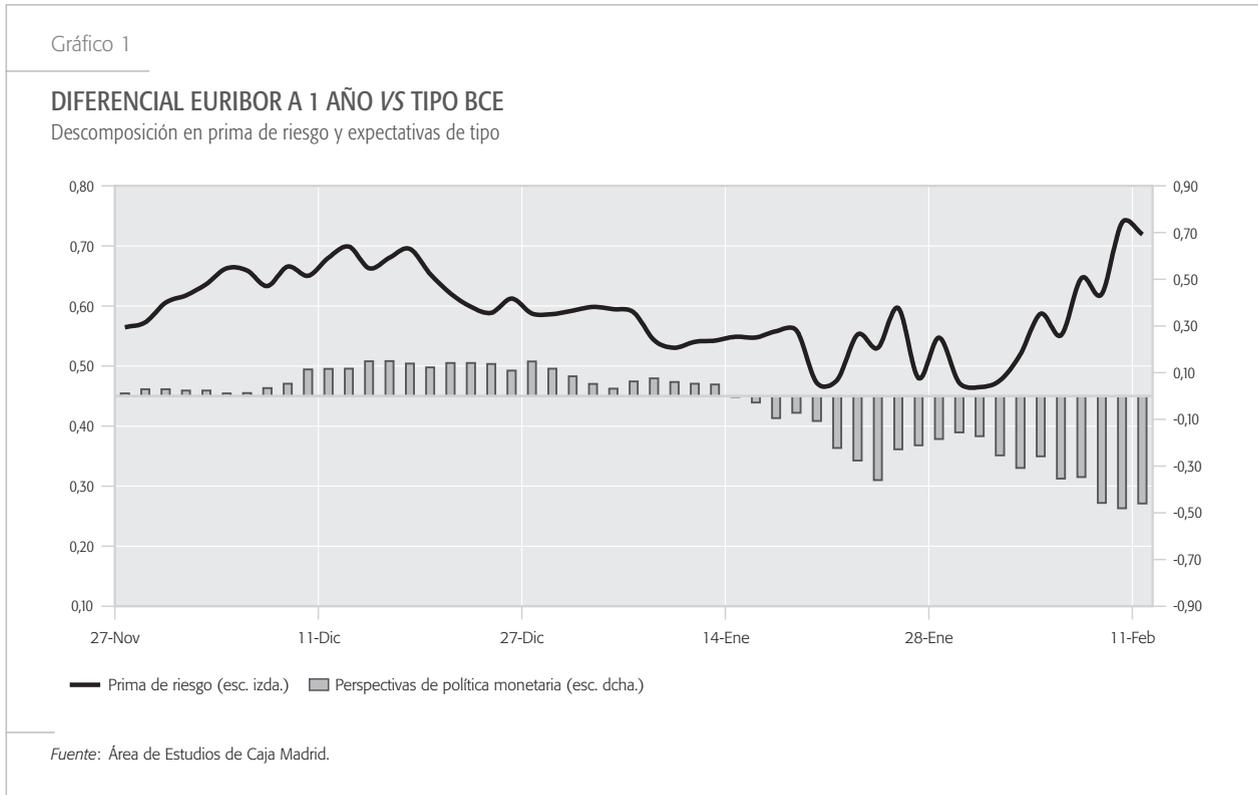
\* Director del Servicio de Estudios de Caja Madrid.

básicos en poco más de una semana —con la inflación superando el 4 por 100—, o los bancos americanos bendicen la entrada en su accionariado de fondos soberanos de países emergentes. El mensaje está claro, a corto plazo se debe evitar el naufragio, impedir que el endurecimiento del crédito se convierta en un *credit-crunch* (crisis de liquidez) y más adelante se realizarán los cambios necesarios en regulación, supervisión e, incluso, en la estrategia de la política monetaria. Es decir, en pocos meses hemos pasado de un mundo feliz, en el que sólo unos pocos agoreros como el Banco Internacional de Pagos de Basilea avisaban de riesgos en el funcionamiento del canal financiero, a temores generalizados sobre la senda y la intensidad del ajuste.

Cuando se produce un *shock* financiero de esta magnitud se debe a la confluencia en el tiempo de importantes desequilibrios macro y microeconómicos que suelen ser el resultado de decisiones erróneas llevadas a cabo por los agentes, propiciadas en buena parte por la euforia típica del final de los mercados alcistas, pero también producto de la existencia de incentivos inadecuados. Todo ello agudizado por los cambios estructurales que ha supuesto la incorporación de los países emergentes a la cadena de producción global y a los flujos de ahorro e inversión.

Es por ello que resulta difícil extrapolar lo ocurrido en las crisis financieras de las últimas décadas a la situación actual; no sólo los mercados son mucho más profundos, líquidos<sup>1</sup> y están mucho más interconectados entre sí, además hay nuevos jugadores como los *hedge-funds*, el *private-equity* o los fondos soberanos. Aunque también se

<sup>1</sup> Según MCKINSEY, los activos financieros mundiales (depósitos bancarios, acciones y renta fija privada y pública) se acercan a los 170 billones de dólares (12 billones de dólares en 1980).



puede decir que, como en todas las crisis financieras, los problemas actuales han tenido su origen en un proceso de débil respuesta de la regulación financiera a la innovación y aparición de estas nuevas entidades. Nadie ha querido ponerle el "cascabel al gato", probablemente por falta de capacidad o insuficiencia de información, tanto de los

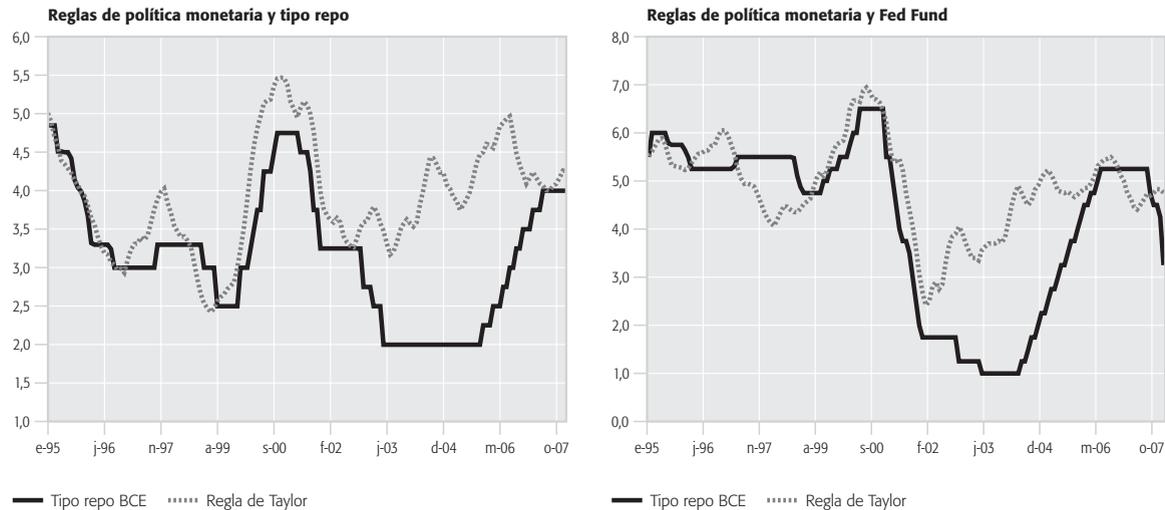
reguladores y supervisores como de los organismos supranacionales. O, quizás, porque es difícil resistirse a la autocomplacencia cuando las cosas van bien, so pena de ser acusado de no creer en la capacidad de autorregulación de los mercados o, simplemente, de pesimista y cenizo.



Pero lo que nunca cambia es la importancia de los bancos centrales cuando se trata de analizar un episodio de turbulencias financieras. Y esta vez, a la hora de buscar culpables, buena parte de las miradas se han dirigido a las autoridades monetarias. Las críticas se han centrado en la política extremadamente expansiva que llevaron a cabo en el período 2002-2005 instituciones como el BCE y, especialmente, la Reserva Federal. En circunstancias normales, los movimientos de tipos de interés se realizan teniendo en cuenta la distancia del crecimiento respecto al potencial y la diferencia entre la inflación observada y el objetivo (explícito o no) de la autoridad monetaria. Algo que se puede aproximar de manera bastante eficiente mediante alguna de las reglas de política monetaria al uso. Pues bien, si utilizamos la elaborada por el profesor John Taylor (gráfico 3), nos damos cuenta de que algo excepcional debió ocurrir en el período anteriormente comentado, pues, por primera vez en mucho tiempo la decisión final de los bancos centrales estuvo muy alejada de las señales de actuación emanadas de las reglas monetarias. Es decir, los tipos de interés se situaron muy por debajo de lo que aconsejaba la combinación de inflación y crecimiento y, además,

Gráfico 3

## REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA Y TIPO REPO - REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FED FUND



Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

se tardó muchísimo en volver a restaurar la normalidad. Por tanto, aún estando de acuerdo con las nuevas tendencias en la estrategia de política monetaria en países como EE.UU., que tratan de gestionar las situaciones de riesgo e incertidumbre con movimientos agresivos, eso no es excusa para mantener esos niveles excepcionales durante un período tan dilatado de tiempo.

Los efectos de esas actuaciones de los bancos centrales en la OCDE se vieron agudizados por la tremenda inyección de liquidez que pusieron en marcha los principales países asiáticos, en unos casos como respuesta desesperada a un problema de deflación (Japón), en otros, como China y países satélites, para evitar la apreciación de sus monedas contra el dólar.

Este contexto extraordinariamente laxo de política monetaria, con tipos de interés reales negativos durante un largo período de tiempo, ha propiciado en los últimos años un extraordinario aumento de la demanda de crédito, lo que junto a la entrada de nuevos jugadores con necesidad (*private equity*) y capacidad de financiación (países emergentes) han conferido a los mercados financieros internacionales un papel determinante en la expansión más intensa de los últimos años. Todos hemos sido conscientes de que el sistema financiero ha bombeado la gasolina que ha alimentado la etapa alcista del ciclo, al poner en contacto a ahorradores e inversores. Para ello se han producido extraordinarios avances en la innovación que han permitido

incorporar nuevas empresas y familias al canal financiero y ayudado a expandir los balances del sector privado, eso sí, a costa de un aumento del apalancamiento.

Hasta aquí nada que objetar, pues precisamente son los progresos en la intermediación financiera los que han permitido a millones de personas comprarse una vivienda, a países como España o EE.UU. cubrir sin problemas sus necesidades de financiación, y a los ahorradores asiáticos o de Oriente Medio encontrar atractivas oportunidades de inversión a lo largo del mundo. La gestión eficiente de esa liquidez existente en importantes zonas del globo ha sido la aportación más importante de los mercados financieros al ciclo expansivo, una vez que la correlación entre el ahorro y la inversión interna se ha ido debilitando, aunque, ciertamente, continúa siendo paradójico que algunos de los países más ricos del mundo se vean financiados por el ahorro de economías emergentes. La hipótesis del *savings glut*, es decir, que los países demandantes de financiación hacen un favor a los ahorradores ofreciéndoles alternativas interesantes de inversión, no es más que un intento de justificar el que determinadas economías estén viviendo por encima de sus posibilidades desde hace muchos años.

Para facilitar el contacto entre los agentes y atender a la demanda de crédito, las entidades financieras han transformado en los últimos años un conjunto de activos poco líquidos como préstamos hipotecarios, a empresas o al consumo, en valores negociables. Con estas emisiones

mayoristas se obtiene liquidez y, si este proceso se realiza de la manera adecuada, aumenta la eficiencia de la economía, al mejorar todo el proceso de intermediación y distribución del riesgo. En su versión sencilla se emitirían títulos respaldados por las carteras de préstamos, pero sin que los préstamos desaparezcan del balance. Sería el caso de las emisiones de cédulas hipotecarias, pues la gestión de las hipotecas permanece en manos del banco o la caja de ahorros.

La titulización se produce cuando los activos se transfieren a un fondo y este para financiar su compra emite títulos. Por tanto, se sacan de balance los préstamos, desaparece ese riesgo de crédito y se libera capital. En estas emisiones hay varios tramos, con diferentes combinaciones de rentabilidad-riesgo y distinta prelación en caso de impagos de los préstamos. Esto permite cubrir un amplio espectro de demanda de activos y, por tanto, llegar a muy diferentes inversores.

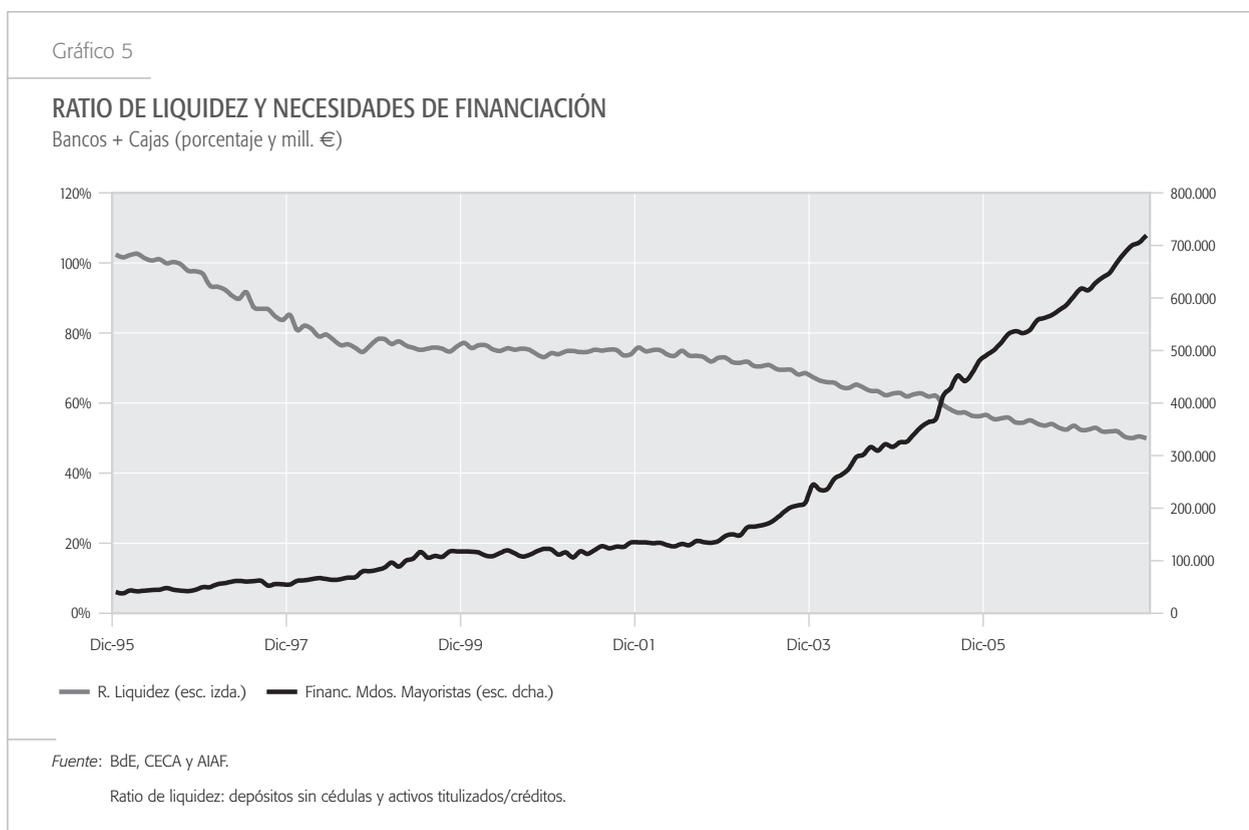
Muchas veces las entidades originadoras se quedan con el tramo de la titulización de menor calidad (subordinado o *equity*), en unos casos porque resulta muy caro desprenderse de él, en otros, porque el legislador prefiere esta opción (por ejemplo, Banco de España) ya que así se mantienen los incentivos para seguir políticas conservadoras en la concesión de los créditos. En caso de impago, el tramo que primeramente sufrirá las pérdidas es el *equity*. La normativa en España ha sido especialmente exigente, pues la entrada en vigor de la CBE 4/2004 endureció los criterios para sacar de balance los activos titulizados, siendo posible sólo en los casos que hay una transferencia sustancial de todos los riesgos y beneficios. Desde entonces sólo se ha dado de baja en balance el 5 por 100 del volumen de titulizaciones. Además, el 36 por 100 de estas tienen un activo subyacente tan sólido como las cédulas hipotecarias. La calidad se refleja en que casi el 95 por 100 de las emisiones es AAA, representando los no residentes más del 80 por 100 de los tenedores de estos títulos. Esa permanencia del *equity* en el balance del originador ha sido fundamental para que en España hayan sido mínimos los efectos de lo ocurrido desde el verano pasado en los estados financieros de bancos y cajas de ahorros.

En España, las emisiones y titulizaciones se han utilizado de manera intensa en los últimos años como manera de obtener liquidez con la que financiar la tremenda demanda de créditos por parte de los agentes y no como una vía para evitar el consumo de recursos propios o para realizar un arbitraje regulatorio. Esta demanda de préstamos se ha producido aprovechando unas extraordinarias condiciones de financiación con las que se ha acometido un intenso proceso inversor de familias y empresas que ha situado la inversión de nuestro país en porcentajes cercanos al 30 por

100 del PIB. Como los depósitos no han crecido con la misma intensidad se ha tenido que acudir a los mercados mayoristas (gráficos 4 y 5) en busca de financiación. En definitiva, de ser una actividad prácticamente inexistente a mediados de la pasada década, en 2007, sólo el saldo vivo de titulizaciones superaba los 300.000 millones de euros (13 por 100 del total europeo). Esto representa más del 30 por 100 del PIB español, porcentaje similar a la deuda pública. Por tanto, las emisiones mayoristas de las entidades financieras españolas han sido una de las vías más importantes para financiar el déficit de la balanza por cuenta corriente de nuestro país.

El problema se ha producido cuando el modelo de originación y distribución se ha llevado al extremo, siendo el ejemplo más claro el de las hipotecas *subprimes* en EE.UU., concedidas en su mayor parte por *brokers* especializados, sin muchas preocupaciones por el riesgo reputacional. Este modelo implica un total desprecio por los controles de crédito y, por tanto, una erosión de la disciplina a la hora de conceder préstamos, bien sea porque esos activos desaparecerán de los balances en poco tiempo o porque se cuenta con una revalorización teórica de la garantía que asegure el cobro cualquiera que sea el tenedor del activo en un futuro. Normalmente en las titulizaciones la información no se recolecta en el sitio adecuado, pues el originador valora el colateral y la capacidad de pago y estos datos no se transmiten de manera eficiente al fondo de titulización y mucho menos a los compradores de los activos. Por tanto, mucho menos en el caso de esos origina-





dores especializados que nunca se quedan con algún tramo de la titulización. En definitiva, es un modelo en el que se agudizan los tradicionales problemas de información asimétrica que tiene el negocio bancario.

Además de los abusos cometidos en la parte de originación, el problema se agudiza cuando se produce una incorrecta valoración de los riesgos por parte de los inversores, que en muchos casos han comprado estructuras de activos que no comprendían; eso sí, con el "sello de calidad" de las agencias de calificación (*rating*). Desde las titulizaciones respaldadas por préstamos hipotecarios (MBS, RMBS, CMBS), hasta aquellas con subyacentes de deuda corporativa y de sus derivados (CBO, CLO, CSO) pasando por los CDOs que pueden incorporar todos los títulos anteriores (o en su versión extrema CDOs al cuadrado y CDOS al cubo), la sopa de letras ha sido muy variada y en algunos momentos difícil de seguir. Aunque mucho más complicado es valorar, entender y controlar estas estructuras de crédito.

Y aquí estaríamos ante una de las claves detrás de los problemas actuales. Tradicionalmente se ha hablado del potencial conflicto de intereses en el que incurren las agencias de calificación, pues son aquellos que reciben sus calificaciones los que pagan sus emolumentos y no los inversores. Pero en los últimos tiempos se le ha dado una

nueva vuelta de tuerca a este posible conflicto, cuando las agencias de *rating* asesoraban en el diseño y construcción de las estructuras de activos con el objeto de conseguir las máximas calificaciones, que ellas mismas concedían a posteriori. Agencias que, por otra parte, están especializadas en asignar notas a las emisiones de soberanos y empresas, pero no tienen ninguna experiencia en evaluar y procesar una información que han recolectado los originadores<sup>2</sup>.

Y aunque esa información sea buena, calificar estructuras formadas por activos heterogéneos con distribuciones de probabilidad de impago muy diferentes es una tarea sumamente complicada. Muchas veces requiere la utilización de los modelos de valoración de los propios fondos de titulización, poco eficientes en momentos de *stress* (tensión) en los mercados. Además, los *ratings* evalúan el riesgo de impago, pero no el de liquidez que en determinadas circunstancias puede ser muy importante. El resultado de todo ello es que, a principios de 2007 los inversores de todo el mundo tenían al alcance de su mano un conjunto de estructuras de activos calificadas con la máxima nota, que daban una rentabilidad adicional muy elevada con respecto a títulos con similares niveles de riesgo.

<sup>2</sup> BUITER. "Lessons from the 2007 Financial Crisis", CEPR (número 6596).

Y en este tipo de mercado han sido muy activos los vehículos de inversión (SIVs, *conduits*), en muchos casos pertenecientes a los propios bancos. Estos vehículos suelen estar fuera del perímetro de supervisión, tienen domiciliación en el exterior (*off-shore*) y en la mayoría de los casos su razón de ser es el arbitraje regulatorio y la elusión de impuestos. Es lo que ya se ha empezado a denominar como el sistema bancario en la sombra (*shadow banking system*), pues son como bancos sin supervisión, ni capital, dedicados a explotar el diferencial entre el coste de la financiación a corto plazo y el rendimiento de los títulos a medio y largo plazo. Suelen estar financiados por papel comercial a corto plazo e invertidos en las estructuras de activos comentadas anteriormente. Una vez que se pone en duda el valor de los activos, no se renueva el papel comercial (gráfico 6) y las entidades tienen que activar líneas automáticas de financiación para estos SIVs. Buena parte de las entidades financieras afectadas han tenido que volver a incorporar a sus balances estos vehículos, pues, al menos, de esta manera evitan su liquidación, ganan tiempo hasta que el temporal amaine y, de paso, moderan el riesgo reputacional. Claro que la digestión a la que obligarán estos nuevos activos en el balance será larga y tendrá claramente un impacto negativo en el crédito.

La actitud del Banco de España prohibiendo a los bancos y cajas españolas la creación de estos vehículos se ha demostrado acertada, pues ha sido otro de los factores que ha limitado el contagio al sector financiero español de lo ocurrido en este verano. Y, realmente, esta filosofía estaría muy cercana a la emanada de las normas IFRS<sup>3</sup>, que exigen la integración de este tipo de estructuras cuando su negocio es parecido al de la matriz o existen vínculos expresos en forma de asunción de riesgo o de corriente de beneficios.

Todo el sistema funcionó perfectamente mientras los precios de la vivienda seguían subiendo, pues aunque la operativa de concesión de hipotecas *subprime* entraña importantes riesgos de insolvencia, la propia subida del valor del activo (la vivienda) permitía ejecutar la garantía y recuperar el importe prestado o bien refinanciar la operación. Sin embargo, llega un momento en el que se empieza a dar una fatal combinación que pone fin a la dinámica antes descrita: la crisis en el mercado inmobiliario está desembocando en una caída de los precios justo cuando se empiezan a revisar los tipos al alza de buena parte de las *subprimes* e hipotecas parecidas tras dos años de carencia. Su efecto combinado es claro e inevitable: la morosidad repunta, principalmente en las hipotecas con mayor riesgo (cerca del 20 por 100 con los últimos datos) y esto termina contaminando a todas las estructuras de activos de las que forman parte. Según la Asociación Hipotecaria Ame-

<sup>3</sup> International Financial Reporting Standards.

Gráfico 6

**SALDO VIVO PAPEL COMERCIAL EN EE.UU.**

Respaldado por títulos



Fuentes: Bloomberg.

ricana, al final del tercer trimestre de 2007, 1,3 millones de préstamos hipotecarios tenían algún retraso o estaban en pleno proceso de ejecución. Y el panorama no es alentador para los próximos meses, ya que hay un importante volumen de revisiones hipotecarias pendientes.

Finalmente, las agencias de *rating* han tenido que reconocer sus errores en la valoración y han terminado bajando las calificaciones de todas estas estructuras de activos, lo que en muchos casos obliga a su venta por parte de fondos de inversión, agudizando el problema. Por ejemplo, de los RMBS emitidos entre enero de 2006 y junio de 2007 con colateral *subprime*, Standard & Poor's ha rebajado o puesto en observación con implicaciones negativas la calificación de 6.389 referencias, para un volumen emitido de 270.000 millones de dólares (46,6 por 100 del total). Estos cambios reflejan que el escenario es mucho más adverso y que la morosidad aumentará de manera importante en los próximos meses en EE.UU., incrementando los impagos en estos tipos de activos. Como estos RMBS a su vez suelen formar parte de CDOs, inmediatamente se revisan también sus calificaciones, en total 1.953 emisiones por un volumen de 263.000 millones de dólares (35,3 por 100 del total). Lo importante y preocupante es que el 70 por 100 de los RMBS calificados con AAA por Standard & Poor's en 2006 están en observación con perspectivas negativas, así como el 46 por 100 de los emitidos en 2007.

El resultado de todo ello es que la mayoría de emisiones han perdido buena parte de su valor y, en muchos casos, prácticamente no hay mercado secundario. Lo



demás es conocido: las dificultades para saber dónde está concentrado el riesgo ha desencadenado un aumento de la incertidumbre y de las primas de riesgo en el sector financiero, que siguen en niveles muy elevados (gráficos 7 y 8).

La situación se complicó todavía más con los problemas de las *monolines* en EE.UU., empresas que se dedican a asegurar la calificación de diferentes tipos de emisiones y que también se han visto afectadas por el tema de las *sub-primas*. La amenaza de las agencias de *rating* de bajar sus calificaciones<sup>4</sup> puede implicar la rebaja de la valoración de buena parte de la deuda que aseguran. De los 2,4 billones de dólares en deuda que garantizan, casi la mitad son emisiones de bonos municipales. Sin esa garantía estaría en el alero la calidad y valoración de otro segmento de gran importancia de los mercados de capitales, lo que afectaría adicionalmente a la solvencia del sistema financiero americano que tiene un elevado porcentaje de esos títulos. Se estima que las pérdidas podrían superar los 200.000 millones de dólares, aunque ya hay varias iniciativas que pueden suponer un alivio, como la de Warren Buffet ofreciendo reasegurar 800.000 millones de dólares de las emisiones de bonos municipales.

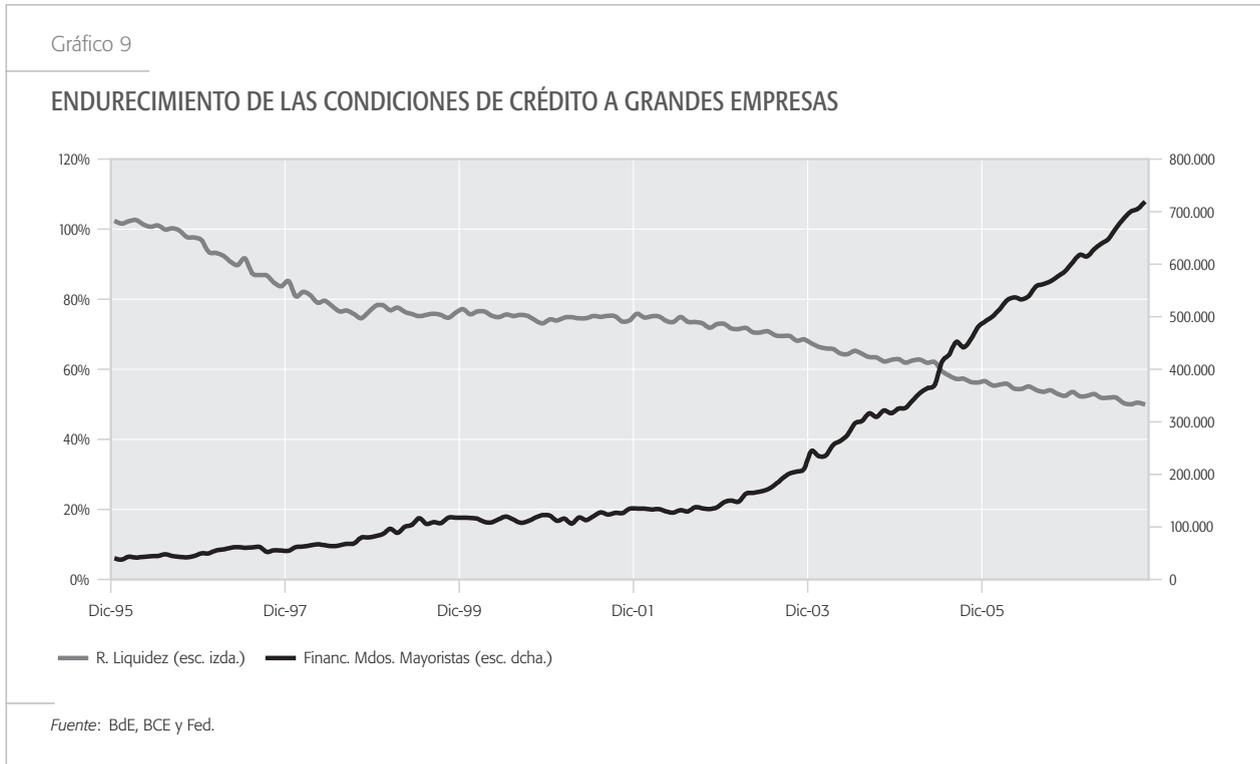
La desconfianza ha terminado afectando al flujo de información necesario para alimentar el mecanismo de formación de precios, o lo que es lo mismo, a la capacidad

<sup>4</sup> De momento Fitch ha rebajado la calificación de Ambac de AAA a AA y Moody's la de FGIC de Aaa a A3.

de los agentes para determinar el valor de cada activo financiero. El resultado ha sido una sobreacción, con aumento de primas de riesgo, preferencia por la liquidez, búsqueda de activos refugio, etc. Como recientemente ha señalado Mishkin<sup>5</sup>, los parones en el funcionamiento de los mercados financieros se suelen producir por problemas en la valoración de los activos y/o por riesgos macroeconómicos. En esta ocasión, la situación es preocupante porque la paralización en el funcionamiento de los mercados se produjo por una combinación de ambos factores. Los agentes no saben cómo valorar muchas de esas complicadas estructuras de activos que pululan por el sistema; pero, además, todo ello se produce en medio de un ajuste a la baja del ciclo de crecimiento, con el agravante de que el acelerador financiero puede complicar más las cosas, teniendo en cuenta la pérdida de riqueza tanto de las empresas como de las familias. Si existen dudas sobre el valor de los colaterales (garantías), las entidades estarán menos dispuestas a prestar, como ya se pone de manifiesto en las encuestas elaboradas por los bancos centrales (gráficos 9 y 10).

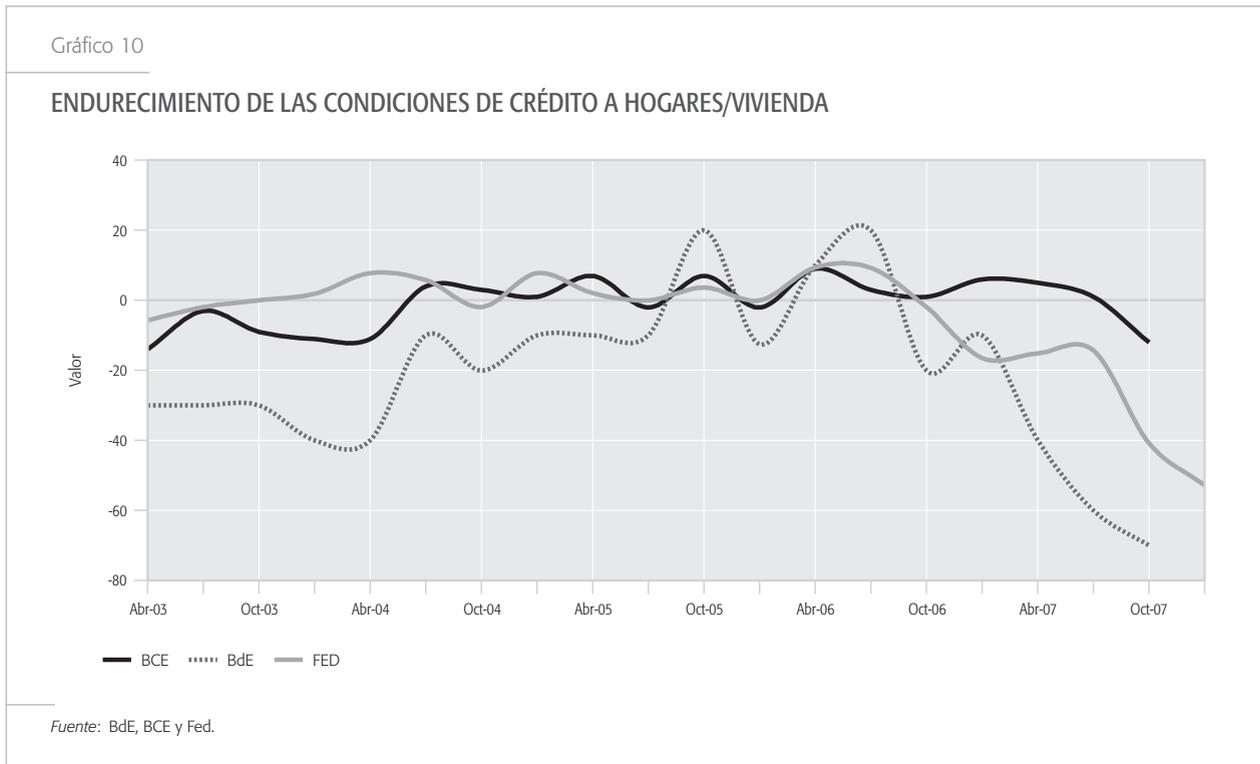
En el corto plazo, el problema de información asimétrica que ha existido en los mercados monetarios y que ha distorsionado su funcionamiento y, por tanto, la eficacia de la política monetaria, sólo se podrá solucionar con mayor transparencia en el sistema financiero. Eso implica que al terminar el primer trimestre, la fotografía de los daños

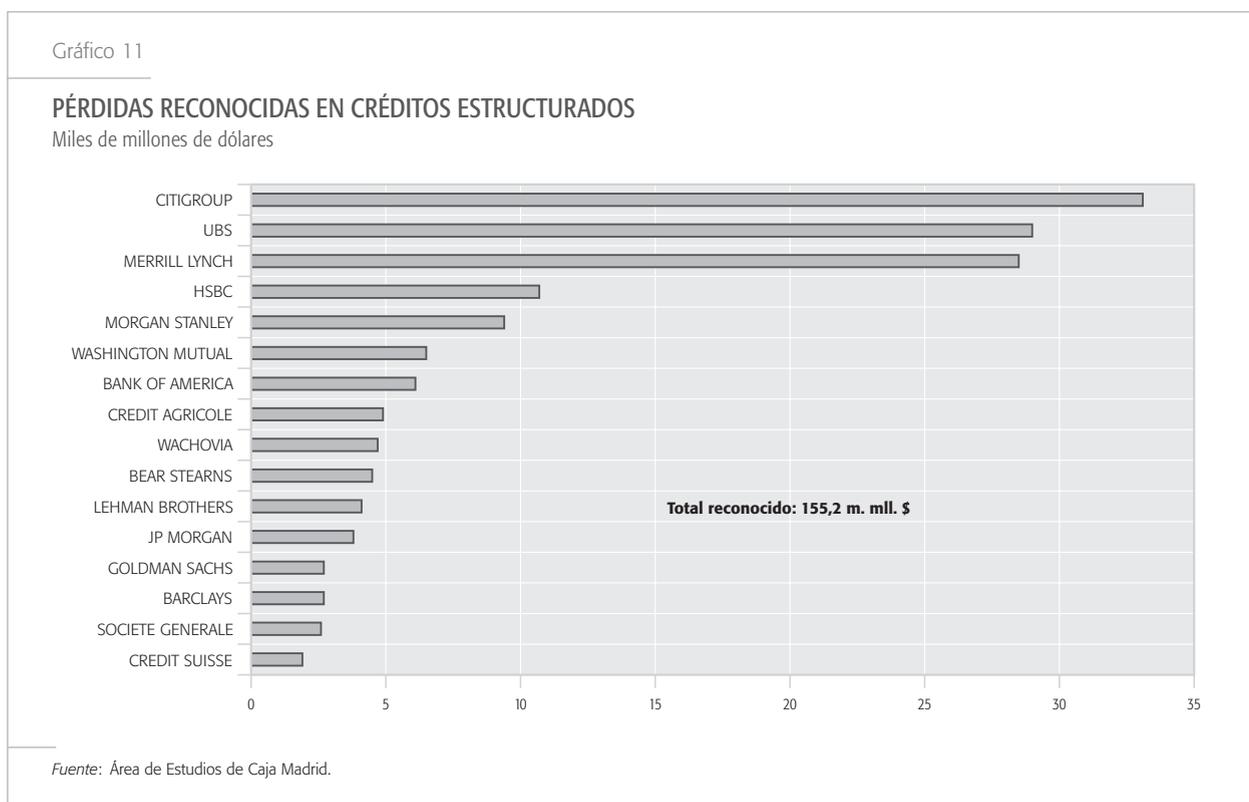
<sup>5</sup> MISHKIN (2008): "Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions".



infringidos en los estados financieros bancarios por las *sub-primes* y todo tipo de estructuras contaminadas por este tipo de activos debería aproximarse a las valoraciones que han estado realizando en los últimos meses los bancos

centrales, organismos supranacionales, etc. Esta es la condición necesaria para empezar a ver el principio del fin. Aunque la banda de estimaciones de pérdidas es muy amplia, el consenso se sitúa cerca de los 400.000 millones de





dólares (última estimación del G7), con una parte no despreciable que corresponderá a compañías de seguro (AIG ha reconocido pérdidas por valor de 3.500 millones de euros), fondos de inversión y pensiones, etc. Cantidad que rondaría el 10 por 100 de los recursos propios de la banca internacional.

En este sentido, se están realizando avances importantes. Con el cierre de año y la entrada en acción de las auditoras se detecta un mayor grado de acuerdo en cómo valorar activos para los que no existen precios de mercado y, sobre todo, el deseo de evitar el goteo de información negativa que se ha producido desde el verano, en el que al final han pagado justos por pecadores, impidiendo que se normalizasen los canales de crédito. No es más que la aplicación a la teoría financiera del viejo refrán de "más vale ponerse una vez colorado que ciento amarillo"; especialmente, si estos reconocimientos de pérdidas coinciden en el tiempo con la recomposición de la solvencia de las entidades a través de la aportación de los fondos soberanos. De momento, los grandes bancos internacionales han reconocido más de 150 mil millones de dólares en pérdidas (gráfico 11) y en muchos casos (Citigroup, UBS, Morgan Stanley, HSBC o Merrill Lynch) han abierto sus puertas a los fondos soberanos de Dubai, Singapur o China (cuadro 1). Es decir, sólo año y medio después de que se prohibiera a una empresa perteneciente al Gobierno de Dubai gestionar seis puertos americanos, se han abierto

las puertas de los principales bancos de EE.UU. al capital procedente de países emergentes. Por tanto, otra paradoja más de estos tiempos de cambio es la importancia que tendrán las economías emergentes en la solución de una crisis financiera cuyo epicentro se ha situado en EE.UU. Y lo que ya parece claro es que los residentes de países emergentes (sean o no fondos soberanos) terminarán controlando parte de los principales bancos del mundo.

Los acontecimientos que se iniciaron el pasado verano van a poner a prueba una estrategia e instrumentación de la política monetaria que ha rendido sus frutos en las últimas décadas, pero que va a tener que adaptarse a un contexto totalmente diferente. Para empezar, como acaba de recordar el FMI, la tendencia hacia mercados financieros más conectados entre sí exige una mayor coordinación de los bancos centrales e incluso más homogeneidad en la manera de instrumentar la política monetaria. Sólo después de las actuaciones conjuntas del pasado 12 de diciembre, que incluyeron *swaps* de divisas, se lograron superar las tensiones en los mercados monetarios originadas por la proximidad del fin de año y la falta de confianza. Además, se ha puesto de manifiesto la necesidad de actualizar el sistema de inyección de liquidez por parte de bancos centrales como la FED o el BOE (Banco de Inglaterra), que se vieron obligados a ampliar la gama de colaterales, extender el vencimiento de las subastas e, incluso, en el caso de la autoridad monetaria americana a ampliar las contrapartidas, pues el sistema

Cuadro 1

**ADQUISICIONES DE BANCOS POR PARTE DE FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

Fecha de anuncio	Banco	Participación	Comprador	Valor del acuerdo (m.m. \$)	
Dic. 2007	UBS	9,0	GIC, Singapur	9,7	██████████
Nov. 2007	Citigroup	4,9	Abu Dhabi	7,5	██████████
Ene. 2008	Citigroup	5,1	GIC, Singapur	6,9	██████████
Ene. 2008	Citigroup	4,2	Kuwait Investment Authority y otros (a)	5,6	██████████
Dic. 2007	Morgan Stanley	9,9	China Investment Corp.	5,0	██████████
May. 2007	HSBC	3,1	Dubai International Capital	4,6	██████████
Dic. 2007	Merrill Lynch	9,6	Temasek, Singapur	4,4 (b)	██████████
Sep. 2006	ICBC	3,3	China Life Insurance	4,3	██████████
Mar. 2006	Standard Chartered	11,6	Temasek, Singapur	4,0	██████████
Ene. 2008	Merrill Lynch	7,2	Kuwait Investment Authority y otros (c)	3,4	██████████
Mar. 2004	PT Bank Danamon Indonesia	10,0	Temasek, Singapur	3,0	██████████
Nov. 2007	China Everbright Bank	70,9	China Investment Corp.	2,8	██████████
Jun. 2005	CCB	5,2	Temasek, Singapur	2,5	██████████
Jul. 2007	Barclays	1,8	Temasek, Singapur	2,0	██████████
Ene. 2008	Merrill Lynch	2,5	Korean Investment Corp	2,0	██████████
Sep. 2005	Bank of China	5,0	Temasek, Singapur	1,6	██████████
Mar. 2007	Standard Chartered	3,7	Temasek, Singapur	1,4	██████████
May. 2007	Deutsche Bank	2,2	Dubai International Capital	1,3	██████████
Jul. 2007	ICICI Bank	2,9	Dubai International Capital	0,7	██████████
Dic. 2007	Standard Chartered	1,0	Temasek, Singapur	0,4	██████████

Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

(a) Sanford I. Weill y The Weill Family Foundation; Prince Alwaleed bin Talal bin Abdulaziz Alsaud; Capital Research Global Investors; Capital World Investors; New Jersey Division of Investment.

(b) Temasek tiene la opción de incrementar adicionalmente su participación en 600 mll. \$ hasta el 28 de marzo.

(c) TPG-Axon Capital; The Ney Jersey División of Investment; The Olayan Group; T Rowe Price Associates.

de inyectar liquidez a través de 20 entidades financieras (*primary-dealers*) se ha demostrado poco eficiente en momentos de evidente aversión al riesgo (cuadro 2).

En este sentido, parece que el BCE cuenta con la gestión de política monetaria más flexible, pese a que la estrategia muestra una excesiva rigidez, herencia del Bundesbank. De hecho, fue el primer banco que reaccionó el 9 de agosto con una subasta de emergencia por valor de 95.000 millones de euros y el único que no ha tenido que tocar la instrumentación. Igualmente, la aceptación por parte del BCE de todo tipo de colaterales con calificaciones de A o superiores y negociadas en mercados secundarios se ha demostrado que funciona, al conceder grados de libertad a las entidades en momentos de problemas, sin tener que ir a ventanillas de descuento como en Gran Bretaña o EE.UU., que pueden ser un “estigma” cuando el ruido es muy elevado.

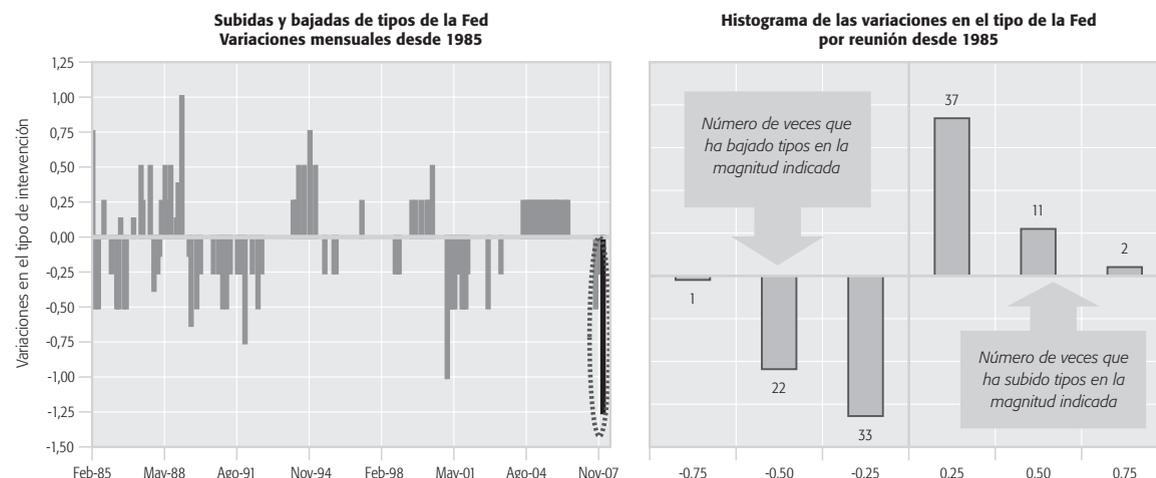
Otros temas que habrá que ir considerando de cara al medio plazo es la introducción del precio de los activos financieros en los objetivos de política monetaria, pues las actuaciones asimétricas pueden terminar ocasionando un importante problema de riesgo moral (*moral-hazard*) que termine afectando a las expectativas de inflación. En el corto plazo, el dilema de los bancos centrales es muy importante, pues tanto la situación en los mercados monetarios y de crédito (reflejo de los problemas de las entidades financieras) como los datos de actividad aconsejarían una bajada de tipos de interés, al contrario que las señales provenientes de inflación.

Para este entorno complicado, parece mejor preparada la nueva filosofía de política monetaria impulsada por el tándem Bernanke-Mishkin que busca maximizar el bienestar público y eso implica aceptar las preferencias de los

Gráfico 12

**SUBIDAS Y BAJADAS DE TIPOS DE LA FED. VARIACIONES MENSUALES DESDE 1985 E HISTOGRAMA DE LAS VARIACIONES EN EL TIPO DE LA FED POR REUNIÓN DESDE 1985**

Miles de millones de dólares



Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

ciudadanos, muy sesgadas a evitar los escenarios económicos adversos. Eso implicaría reducir el riesgo macroeconómico y la incertidumbre, dando tiempo a que el flujo de información lleve a la normalización en el funcionamiento de los mercados. Esto conlleva flexibilidad y contundencia en las actuaciones. Para ello, en momentos de tensión, las autoridades monetarias no deben centrarse en

el escenario de mayor probabilidad, sino arriesgarse e intentar anticiparse a los escenarios más adversos. Algo que ha cumplido con creces la FED desde principios de año con esos 125 puntos básicos de bajada en diez días y que terminará arrastrando al resto de bancos centrales, incluido el BCE, mucho más constreñido por los dos pilares de la política monetaria europea y por una comunicación que

Cuadro 2

**MEDIDAS APLICADAS POR LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES**

	FED	BCE	BoE
<b>Inyecciones extraordinarias de liquidez</b>	SI	SI	SI, pero después de la crisis del Northern Rock
<b>Ampliación de la gama de colaterales que acepta</b>	SI	NO, pero la gama que acepta es ya muy amplia	SI
<b>Inyecciones de liquidez a plazos superiores a los habituales</b>	SI	NO, porque ya disponía de la posibilidad de invertir a 3 meses	SI
<b>Ampliación de los intermediarios financieros a través de los que interviene</b>	SI, porque habitualmente sólo interviene a través de un grupo reducido de entidades	NO, porque ya interviene a través de un grupo amplio de entidades	NO, porque ya interviene a través de un grupo amplio de entidades
<b>Inyecciones de liquidez en dólares</b>	Actuación coordinada entre estos bancos centrales y los de Canadá y Suiza		

Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid.

no ha terminado de funcionar bien en los últimos tiempos. Eso sí, si la actividad empezara a mejorar en la segunda parte del año, también la FED debería ser contundente a la hora de volver a normalizar los tipos para evitar los errores del período 2002-2005.

En cuanto a las agencias de *rating*, a estas alturas ya parece claro que las primeras pautas de lo que será su nuevo código de conducta adelantan la prohibición de asesorar en el diseño de productos estructurados, a los que también se les otorgue una calificación. Estas actividades deberán ser realizadas por empresas totalmente independientes. A su vez, deberán incrementar la formación a los inversores para un correcto entendimiento de lo que supone una calificación e incluir en las valoraciones factores como la liquidez o la volatilidad. De hecho, Moody's ya ha anunciado un nuevo sistema de calificación para estructuras complejas de deuda, en el que usará números en vez de letras, para que los inversores diferencien mejor estas calificaciones de los tradicionales asignadas a soberanos y empresas. Para más adelante quedará la posibilidad de arbitrar un me-

canismo que permita que los inversores paguen al menos una parte de los honorarios de estas agencias.

Por tanto, ya está en marcha un proceso de reintermediación en el sistema financiero global, la desaparición de las estructuras de crédito más complejas, un aumento de los perímetros de supervisión y una mayor cooperación entre reguladores. Después de la tempestad veremos cambios importantes en el funcionamiento y la estructura del sistema financiero. Por el camino, desaparecerá la excesiva alegría de los últimos años a la hora de conceder créditos, las primas de riesgo volverán a reflejar de manera más aproximada la capacidad de pago de los prestatarios y los inversores dedicarán más recursos al análisis, no fiándolo todo a las opiniones de las agencias de *rating*. Esta digestión va a ser lenta e indudablemente afectará negativamente al crecimiento. Pero, una vez que la niebla se vaya disipando y la visibilidad mejore, iremos acercándonos a un nuevo equilibrio en el canal financiero que no coarte los efectos beneficiosos de la innovación y, a su vez, promueva la disciplina adecuada para minimizar la vulnerabilidad ante excesos de los agentes.