

Una interpretación sensible de la crisis financiera

The Trillion Dollar Meltdown,

Charles R. Morris, Public Affairs, New York, 2008.

Leveraged losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown,

David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, Hyun Song Shin, US Monetary Policy Forum, 2008.

El libro de Charles Morris es de los primeros que intenta aproximarse de una manera compleja, con la extensión y detalle que un libro permite, a la crisis actual. De hecho, presenta 2007 como el año en el que la economía experimenta un cambio de paradigma, y ello tanto en perspectivas de crecimiento como en la coincidencia, desde distintos sectores e ideologías, en la necesidad de intervención pública para equilibrar los mercados tras la fuerte corriente liberalizadora y monetarista que surge a partir de los primeros años noventa. El trabajo de David Greenlaw et alía es el más completo y riguroso que conocemos hasta la fecha en cuanto a valoración de los efectos de impagos en el mercado hipotecario. Ambos nos presentan explicaciones técnicas de la crisis, valoran con la mayor precisión posible sus repercusiones y proponen acciones concretas teniendo en cuenta la singularidad de los problemas actuales y las incógnitas que plantean.

“The Trillion Dollar Meltdown” es un libro político, ya que sitúa la crisis en un contexto ideológico como es la liberalización, desregulación, política de dinero barato y despreocupación generalizada de las autoridades monetarias ante las burbujas en los mercados de activos, todo ello en el contexto de una fe ingenua en la capacidad prácticamente ilimitada de la tecnología y la ingeniería financiera, para hacer que crezca el producto bruto de las economías. Sin embargo, no es un libro fácil, ya que su autor, con una larga experiencia en la empresa y los mercados financieros, presenta en toda su complejidad los instrumentos financieros en torno a los que se genera el endeudamiento, toma forma la sobrevaloración de los activos y la posterior caída de los mismos.

Un paradigma de liberalización y desregulación

En los capítulos primero y segundo se traza la historia reciente de la sociedad, política y economía norteamericana desde los años setenta. Se muestra una tensión permanente entre el paradigma político reinante y los efectos de la inflación, el desempleo,

o la pérdida de protagonismo de la economía norteamericana frente a otros competidores en Europa (Alemania) y Asia (Japón). Al keynesianismo, que pretendía recuperar el declive tecnológico mediante políticas industriales, sucede el monetarismo de Milton Friedman y el triunfo del mercado libre a partir de 1980, no ya como una teoría de funcionamiento de los mercados monetarios, sino como una “teoría para todo”.

Los inicios de la fuerte inversión en mercados de capitales tienen lugar por la inversión de los planes de pensiones de empresa, que se habían formado desde principios de los setenta, y el recorte en el impuesto sobre ganancias de capital. Otro hecho muy significativo fue la caída en los precios del petróleo, tras la eliminación de los controles y la reacción general en forma de reducción del consumo, y menor dependencia por un uso más eficiente de la energía, que forzó a la OPEP, a reducir sustancialmente los precios. El tercer hecho, que ocupa un papel muy destacado en el libro, es el comportamiento del Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien tuvo el valor, en 1979, de reducir de manera fuerte y persistente la cantidad de dinero, aumentando los tipos de interés y utilizando la persuasión con los interlocutores del gobierno y financieros, de manera que en 1982 puso fin a la situación alarmante de inflación, recuperó el valor del dólar e hizo crecer a la economía. El coste había sido grande, con crecimiento negativo del producto, pero el resultado fue un período de estabilidad y crecimiento. No deja de ser paradójico que en los años noventa el Presidente Clinton, asesorado por Robert Rubin, siguiera una política de contención del déficit público (manteniendo impuestos) que permitió la apreciación del dólar, una inflación reducida y tipos de intereses bajos, continuando con la política anterior.

En este contexto, las operaciones de compras de empresas con apalancamiento se extienden desde 1982 a 1989, creando una situación nueva en los mercados de capitales. Aquí se cimentan las ideas de crecimiento ilimitado de los mercados, expansión de las empresas mediante compras y la desconexión entre la capacidad de generar beneficios recurrentes a largo plazo y el valor de mercado. Estas son las referencias próximas que encuentra el autor y que explican los comportamientos de mediados de los noventa y, tras la breve crisis de 2001 y 2002, la euforia que acaba en 2007. En 1988, tuvo lugar la crisis de las cajas de ahorros en Estados Unidos, un ejemplo de falta de supervisión por parte de los reguladores ante entidades acomodadas a un negocio hipotecario fácil, y todo ello en un entorno que favorecía el libre funcionamiento de los mercados.

Especial importancia tiene la generalización de las tecnologías de la informática y telecomunicaciones, con el fuerte au-

mento de productividad que posibilitaban. A partir de ellas tomó cuerpo la idea que todo era posible y que la abundancia de liquidez, la disponibilidad de instrumentos financieros, la creación de valor en bolsa, los tipos de interés permanente bajos, la baja inflación y el fuerte crecimiento formaban parte del funcionamiento normal de la economía.

Greenspan habla de la “exuberancia irracional” de los mercados en 1996, pero al año siguiente cambia de opinión y afirma que se da un “nuevo paradigma” de tecnología, productividad e innovación financiera que hace normal lo que antes era un exceso. Pero como dice Charles Morris, las burbujas casi siempre se basan en desarrollos reales, sólo falta saber donde hay que parar, pues la tendencia del mercado es ampliar indefinidamente los efectos iniciales.

En suma, los ochenta y luego los noventa parecían demostrar el fuerte poder de recuperación de los mercados libres, y en este contexto se inscribe la desregulación de los mercados financieros; aunque las burbujas en esos mercados preocupaban a algunos, prevaleció el optimismo de la tecnología, productividad e innovación financiera.

Las burbujas en la historia reciente

Aunque, como decimos, tenían una base de tecnología y productividad, el comportamiento de los mercados fue un caso claro de pérdida de fundamentos. Ya hubo un gran problema con las hipotecas en 1994 y dos crisis de mercados, la de 1987, de bolsa, y la de 1998, con el fondo “*Long Term Capital Management*”, que fue asimismo un caso de inversión con apalancamiento y pérdida de valor del subyacente, e incapacidad para seguir financiándose y esperar la recuperación del mercado, muy similar en estos aspectos a la crisis actual, aunque con una dimensión mucho menor, en cantidad y en número de actores.

Qué duda cabe que la tecnología a que nos hemos referido permite la aplicación de desarrollos cuantitativos, algunos sobre matemáticas de muchos años atrás, pero cuya aplicación se hacía posible ahora por las revolucionarias facilidades de cálculo y contratación.

a) Las hipotecas

El mecanismo de compra de préstamos por parte de agencias paragubernamentales, emisión de bonos con garantía del Estado y provisión de fondos (abundantes y relativamente baratos) a las entidades que daban los préstamos era parte de una política social que facilitaba el acceso a la vivienda y creaba unas posibilidades extraordinarias de innovación financiera en lo que se conocería como titulización. Este sistema, que surge en 1938, se desarrolla hasta su crisis en 2007, casi setenta años después. El sistema simple de compraventa de préstamos se hizo algo más complejo en 1983 cuando las hipotecas se transfirieron a un fondo que emitía tres tipos de bonos, el superior era el 70 por

ciento del valor de la cartera, y como era inconcebible que un 30 por ciento de una cartera normal de préstamos fuera impagada, el bono superior recibía la máxima calidad crediticia AAA. Los “*Collateralized Mortgage Obligations*” (CMO) eran una invención realmente significativa y tuvieron un impacto profundo en la industria hipotecaria; sin embargo, introdujeron una práctica tremendamente peligrosa, pues se rompió el principio de que los prestamistas de hipotecas controlaran todas las fases del proceso: entrevistar a los prestatarios, aprobar los créditos, quedarse con las hipotecas, cobrar mensualmente intereses y amortizaciones, y gestionar los impagos y, en su caso, la ejecución de las hipotecas. (Esta práctica sigue siendo la habitual en las entidades financieras españolas, que tienen “expertise” en cada una de estos pasos, desde el conocimiento del cliente, a cómo se ejecuta la hipoteca y se vende el inmueble).

Al descomponerse los diferentes procesos de la industria, algunos bancos con escasa capitalización con relación al riesgo que asumían, compraban hipotecas, las almacenaban y cuando disponían de un volumen suficiente constituían CMO. El cobro y ejecución se dejaban en manos de empresas especializadas. Está claro que este sistema fuertemente competitivo permitía el acceso a la vivienda a un precio relativamente barato (a mediados de los años noventa se estimó que los CMO ahorran 17.000 millones de dólares anuales a los compradores de vivienda por la reducción de intereses que permitían aplicar), pero a la larga derivó en un problema. La complejidad de los instrumentos se hizo grande, de manera que si en 1983 los CMO tenían tres tipos o tramos de bonos, a mediados de los noventa había algunos con hasta 125, con lo que resultaba casi imposible determinar con alguna precisión el grado de riesgo de cada uno de ellos.

En 1994, cuando la Reserva Federal sube los tipos de manera inesperada, reduciendo el valor de los activos de renta fija, se puso en marcha un mecanismo formalmente similar al actual: al perder valor el subyacente, los financiadores exigen más colateral o la devolución de los préstamos (o la no renovación), lo cual da lugar a ventas precipitadas y a fuertes pérdidas. Esto puso de manifiesto como un simple movimiento inesperado de tipos, y sin que el colateral hubiera sufrido daño, podía desencadenar una crisis en los CMO que guarda semejanzas con otras pasadas y futuras.

b) El aseguramiento mediante futuros

En efecto, la crisis de 1987 ocurre alrededor del mercado de futuros. La fórmula Black-Schole permitía poner un precio a una opción conociendo el tipo de interés del activo sin riesgo, la fecha de la opción, el precio y la volatilidad del activo, y el precio de ejecución de la opción. La volatilidad del activo se estimaba en base a series temporales suponiendo una distribución normal gaussiana. Las opciones sobre futuros así calculadas servían para asegurar carteras, de manera que si la cartera caía y se tenían vendidos futuros, se compensaban pérdidas con beneficios (en caso de que no cayeran los valores se perdía el coste del futuro

o de la protección). El problema ocurre cuando la cartera cae mucho más de lo previsible y la caída sobrepasa el nivel de cobertura en futuros que habíamos juzgado razonable. Además, estas operaciones no se hacen a vencimientos sino que se cruzan operaciones diarias, de forma que si la Bolsa va cayendo es normal que las posiciones de futuro se vayan deshaciendo ya que su valor es mayor a medida que el mercado cae. Pero si todo el mundo intenta vender futuros a la vez en un mercado con una caída inusual, puede darse el caso, como aquí ocurrió, que no haya compradores y se rompa el vínculo entre el precio de las acciones y los futuros de los cuales son subyacente, el precio se distorsiona y el mercado se cierra.

El desastre de octubre de 1987 es bien conocido, pero a la luz de los acontecimientos recientes conviene recordar, como hace Charles Morris en su libro, que movimientos bruscos más fuertes de los esperados (y que se apartan de los límites incorporados a los modelos de volatilidad) confunden a los mercados, producen movimientos de venta masivos en una misma dirección y autoalimentan las caídas, llevando, como decimos, a la inexistencia de transacciones. En este caso, la ingenuidad estaba en creer que todos se podían asegurar, sin pensar que en caso de desastre dicho seguro, simplemente, no iba a funcionar.

c) El arbitraje

Algo parecido ocurrió con el fondo “*Long Term Capital Management*” (LTCM) que arbitraba entre emisiones de deuda similares pero que por ser unas más recientes se movían más, tenían más liquidez, y ofrecían precios algo más altos que otras iguales pero con emisiones más antiguas y menos liquidas. Eran operaciones muy simples y que supuestamente no entrañaban mucho riesgo. La historia se puede contar en dos palabras; el fondo estaba fuertemente apalancado (hasta 100 veces), tuvo buenos rendimientos, se endeudó aún más, entró en arbitrajes con los que no estaban tan familiarizados los gestores (tipo de cambio), se produjo el impago de la deuda rusa a mediados de 1998 y el fondo fue incapaz de atender las reclamaciones de liquidez y garantías de sus financiadores.

Es un mérito del libro que reseñamos vincular estos casos aparentemente distintos bajo un denominador común: “que en el epicentro de las finanzas norteamericanas, un pequeño grupo de gente era capaz de pedir prestados cientos de miles de millones de dólares de los bancos, y que ni los bancos, ni los reguladores, tenían idea de cuánta era la suma de deuda total, ni qué estaban haciendo con ese dinero” (pág.53).

En suma, los tres episodios tienen en común tres aspectos. Primero, que las crisis se gestan en mercados que escapan de la regulación financiera y se dan en un contexto de desregulación y liberalización alentado por el propio Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal. Segundo, se rompe el llamado “principio de agencia”, o capacidad de controlar un proceso completo, o sea dando préstamos y siguiéndolos hasta el final. En otras áreas, la

pérdida de control se da al no comprobar las dimensiones y características del aseguramiento, o el volumen del endeudamiento de aquel a quien se presta o no midiendo la capacidad de arbitrar. Y, por último, los análisis sobre comportamiento de los mercados y el riesgo de los mismos se hacen bajo supuestos de distribuciones normales de riesgos en los que estos se identifican con la volatilidad y a ésta se le supone un comportamiento estadísticamente probable, creando según dice Charles Morris: “la ilusión de que el riesgo subyacente se comprendía bien y era controlable” (pág. 58).

Una pared de dinero

Los años noventa dieron lugar a la aparición de instrumentos como los “*Collateralized Debt (or loan) Obligation*” (CDO, o CLO) similares a los CMO pero que incluían en una cartera activos distintos a las hipotecas; en realidad fueron evolucionado hasta incluir cualquier activo financiero imaginable, perdiéndose la vinculación con el subyacente real aun más que en el caso de las hipotecas. Además, surgen los “*Credit Derivative Swaps*” CDS, que aseguran el riesgo de impago de bonos y préstamos.

En el libro se presta especial atención a las compras de empresas con endeudamiento, lo que ha dado lugar a operaciones cuyo objetivo fundamental no es lograr una dimensión competitiva sino operaciones especulativas que funcionan así: 1) se pone una cantidad determinada (a); se pide un crédito (b)>(a); 2) se compra la empresa por este importe (a)+(b); 3) se aprovecha el aumento de valor de mercado que ha seguido a las operaciones de compra y se da un dividendo, por ejemplo, igual a la cantidad inicial aportada (a), con lo que ya se ha recuperado la inversión y se posee la compañía; esta cantidad puede ser incluso mayor según la revalorización obtenida; 4) la compañía adquirida comparte con la adquiriente la deuda de (b). La posibilidad de colocar esos préstamos en CDO hacía más fácil darlos, pues se traspasaba el riesgo a esas estructuras.

En la página 62 y ss. se critica la posición de la Reserva Federal, representada por Alan Greenspan, que creaba la expectativa de que si algo ocurría la Reserva Federal ayudaría al mercado reduciendo tipos e interviniendo para evitar un riesgo sistémico, tal como había hecho en cada una de las crisis descritas en el apartado anterior.

De esta forma se llega a lo que se denomina en el libro: “La mayor burbuja del mercado de la vivienda en la historia de la humanidad” (pág. 65), que tiene lugar en Estados Unidos (y otros países) entre los años 2000 y 2005. Los desmesurados crecimientos en el valor de los activos inmobiliarios y su peso en el PIB son conocidos, contrastando con otras variables de la economía como las propias rentas y los salarios que crecían a tasas más moderadas cercanas a las del PIB. El riesgo de esta burbuja es que permitía a los propietarios de viviendas hipotecadas seguir disponiendo de dinero fácil y barato aportando como garantía la revalorización de esas viviendas. Las malas prácticas acompañaron a estos préstamos, tanto en la valoración de los inmuebles,

como en la sobrevaloración de la capacidad real de pago de los deudores, en los tipos de interés tan bajos que se ponían, las bajas cuotas iniciales y la expectativa creada de que aunque eran ajustables iban a continuar así.

La forma en que aparecen los problemas se describe en el libro tomando como referencia los problemas de CMO de 1987, sólo que amplificadas por los volúmenes actuales, la exacerbación de los problemas de agencia (desconexión entre las diversas fases de concesión y cobro de los préstamos) y el entorno de euforia que ha caracterizado la época reciente. Los instrumentos financieros mencionados han servido, independientemente del origen razonable para el que fueron concebidos, como forma de proporcionar liquidez y financiación a un precio bajo, y ocultar la relación entre riesgo del subyacente y el de los bonos emitidos por los CDO. Se señala 2003 como la fecha en que los préstamos hipotecarios no tenían ya prestatarios solventes; es entonces cuando las malas prácticas mencionadas empezaron a crecer y con el argumento de hacer propietarios a los pobres se hizo entre 2005 y 2006 un marketing agresivo en las comunidades más desfavorecidas, con ofertas financieras fraudulentas cuyos pagos pronto se descubriría que eran imposibles de cumplir. Una industria entera de promoción, construcción y venta siguió a esta demanda artificialmente creada.

Efectivamente, la posibilidad de transferir el riesgo permitió disimular algún tiempo unas prácticas que afectaban no sólo a la vivienda sino a otros segmentos de préstamos (tarjetas, cuotas, consumo,...) y a la compra con apalancamiento de empresas que se describe anteriormente. Las empresas comenzaron a emitir títulos con cualquier tipo de activo subyacente imaginable para financiar equipo, fletes de transporte, nuevos productos, en forma de *"Asset Back Securities"*; (ABS) que se incorporaban a las carteras de los CDO. Los bancos de inversión y comerciales participaban en las emisiones de hipotecas, bonos y deuda de cualquier tipo, bajo estas estructuras, financiando y, como luego se comprobó, invirtiendo también en ellas.

En la pág. 75 y ss. se destaca la aparición de los *"Credit Derivative Swaps"*; CDS, que ofrecen garantía de pago de una deuda o un préstamo, a cambio de una prima. Este tipo de aseguramiento pasó de ser un billón de dólares en 2001, a 45 billones en 2007, en valor nominal de carteras cubiertas. Los CDO sintéticos se crean ahora comprando CDS en vez de títulos, con lo que se vuelven más y más complejos, pero sobre todo, es la idea del libro de Charles Morris, se va perdiendo la relación entre deuda y subyacente, entre préstamos y el destino de los mismos, dificultándose enormemente la percepción del riesgo y su evaluación. Es significativo considerar a estos efectos cómo se distribuye el riesgo. En una cartera puede haber un porcentaje muy pequeño de títulos muy arriesgados, o un porcentaje con menos riesgo; resulta muy difícil calcular cual de las dos podría afectar más a un bono de alta calidad, calificado como AAA, pese a que la media de riesgo de ambas carteras puede ser la misma. Como se dice en la pág. 79: "Carteras con riesgos aparentemente similares se comportarán seguramente de forma diferente ante situaciones distintas de *estrés*,

ya que los cambios en el riesgo suelen ser no lineales, lo que hace muy difícil modelizarlos correctamente".

Esto se evidencia de forma dramática en junio de 2007, cuando dos "hedge funds" gestionados por el banco de inversión Bear Stearns no pueden atender la petición de su financiador en relación con las "margin calls" (más liquidez o más garantías). Los fondos invertían en los tramos con mejor calidad crediticia de un CDO de hipotecas "subprime"; pero su valor había caído de 100 a 95; el apalancamiento del fondo era de 17 veces, lo que amplía la pérdida. Merrill Lynch, que era el principal financiador toma los activos del fondo para liquidarlos y resarcirse de su préstamo, pero entonces se pone de manifiesto el recelo del mercado a comprar esos títulos; surge la desconfianza (o los compradores esperan valores aun más bajos) y el valor cae todavía más. Esta desconfianza se extiende a prácticamente cualquier activo, buenos o malos, que se hacen ilíquidos y pierden valor de mercado, dando origen a la crisis.

Se puso entonces de manifiesto que algunos bancos habían creado *"Structured Investment Vehicles"* (SIV) que financiaban con papel comercial a corto plazo, y que invertían en tramos de CDO. Estas estructuras no consolidaban en balance por lo que, en general, no eran seguidas adecuadamente por los mercados ni por los reguladores. Lo más importante es que se tratan de estructuras sin capitalizar, cuyos recursos proceden exclusivamente de financiación a corto plazo y que invertían en productos a largo plazo. La pérdida de valor de mercado de esas inversiones y la falta de liquidez para financiarlas forman un círculo que lleva a menor valor y más necesidad de hacerlas líquidas. Los bancos optan entonces por incorporar esos activos a sus balances, efectuando las correspondientes dotaciones que se reflejan contablemente como pérdidas. Este tipo de SIV ha tenido una vida efímera y nunca deberían haber existido, pues independientemente de la calidad de los activos en que invertían, la forma de financiación es heterodoxa e imprudente, y tarde o temprano estaban abocados a problemas.

Cómo se desmontan estas estructuras defectuosas y cuánto cuesta el ajuste

La tarea que se proponen los autores, de manera más general en el libro de Charles Morris, y más detallada y concreta en el trabajo de David Greenlaw et al., es doble: por un lado, identificar dónde se encuentran, y en qué forma, los productos financieros derivados de hipotecas de viviendas y locales, operaciones de compraventa de empresas, tarjetas de crédito, préstamos en general, derivados de crédito, etc.; y por otro, calcular el impacto económico de desmontar estas estructuras, así como otros efectos sobre aseguradoras especializadas en asegurar bonos de entes públicos o hipotecas, las llamadas *"monoline"*.

Hemos visto que los bancos de inversión adquirían los tramos de más calidad crediticia, pero mediante una financiación y capitalización inadecuadas; también otros inversores institucionales incorporaban a sus carteras esos títulos que, aunque apoya-

dos en hipotecas “*subprime*” de baja calidad, parecían contar con protección suficiente como para no resultar impagados. Pero ¿quién compraba los tramos considerados de riesgo? En primer lugar, los “*hedge funds*” o fondos de inversión libre, que se endeudan para invertir, tenían en 2007 alrededor del 60 por ciento de los CDS y un tercio de los CDO emitidos. De esta manera el apalancamiento de los fondos se hacía para adquirir tramos de CDS y CDO que, a su vez, estaban fuertemente apalancados. Compañías de seguros e inversores institucionales también incorporaban a sus carteras estos tramos de riesgo, pero en pequeñas cantidades. A diferencia de los “*hedge funds*”, estos últimos compraban al contado y no para negociar sino para mantener.

Los “*hedge funds*” entraron activamente en el mercado de venta de protección de bonos y préstamos, recibiendo a cambio una prima. En la pág. 110 y ss. se explicitan las relaciones entre los “*hedge funds*” y los bancos de inversión que los financiaban, además de realizar con ellos todas las operaciones financieras que los fondos necesitaban en su actividad diaria. Una explicación de por qué los bancos de inversión se involucraron tanto en este negocio y del grado de concentración que llegaron a tener, es que entre el 20 y 30 por ciento de todos los ingresos de los bancos provenían de su negocio con los fondos.

Aunque se ofrecen muchos detalles sobre las posiciones y funcionamiento de los “*hedge funds*”, lo más importante que se pone de manifiesto es cómo la toma de posiciones de riesgo, financiadas con un alto grado de apalancamiento, valoradas a precios de mercado, pueden perder valor si hay necesidad de hacerlas líquidas; y cómo un movimiento simultáneo de venta puede acabar con el mercado.

Esta misma historia se describe para las operaciones de compra de empresas con apalancamiento, que dan lugar a los “*Collateralized Loan Obligation*” (CLO), es interesante destacar que (pág. 120): “En el mercado de la empresa, como en buena parte del mercado de hipotecas, la mayoría de los préstamos son financiados de manera conservadora, pero los prestatarios que se endeudan para invertir suelen hacerlo con un gran apalancamiento”. Cuando los problemas relacionados con la devolución de préstamos, liquidez, venta de activos, ocurren, los prestamistas tienden a elevar el coste del crédito y a reducirlo, lo que provoca dificultades para todo tipo o clases de activos.

Al tratar de aproximarse a la valoración del daño que la crisis actual puede hacer, sólo en lo que se refiere a pérdidas en los activos financieros, Morris distingue entre pérdidas de mercado y pérdida del subyacente. En efecto, los CDS son seguros, de manera que en caso de impago de un bono asegurado, lo que uno pierde otro lo recibe; sin embargo, al igual que ocurre en el seguro de un bien, la pérdida del subyacente del objeto asegurado, es una pérdida patrimonial real para el sistema, independientemente de quién la soporte. En el caso de los futuros, que constituyen una forma de aseguramiento, el hecho de que existan índices y mercados donde se efectúan transacciones diarias per-

mite (salvo el caso en que se produzca un fenómeno singular como ocurrió en 1987) que se vayan ajustando diariamente los contratos, con lo que las pérdidas pueden suavizarse. Sin embargo, en el mercado privado de los CDS sólo cuando se produce el impago o lo que se ha previsto como evento de impago, se ajustan los contratos.

Si en un momento dado se dieran impagos generalizados (cosa que aún no ha ocurrido), la situación podría ser dramática y habría que ver la capacidad real de los aseguradores para responder de los compromisos contraídos. También la forma de cancelar las operaciones, una a una, parte y contraparte, puede ser complicada si se tiene que hacer de manera masiva.

Para evaluar las pérdidas por impagos y dotaciones, Morris tiene en cuenta los nominales, porcentajes de impagos y dotaciones posibles, tasas de recuperación, y llega así a la pérdida neta. Los instrumentos que considera son: “hipotecas sobre viviendas” (450 mil millones de dólares); “deuda corporativa” (345 mil millones de dólares); otros instrumentos relacionados con locales comerciales y tarjetas de crédito (215 mil millones de dólares). La suma total de pérdidas le lleva aproximadamente al billón de dólares. Estas cifras están basadas en hipótesis sobre el comportamiento de la economía real: el desempleo, la morosidad, la evolución del gasto de consumo y la inflación, entre otras variables.

En el trabajo de D. Greenlaw *et al.*, hay un análisis exhaustivo de las pérdidas por hipotecas, y aquí los supuestos dependen totalmente de los que se hagan de caída de precios, sobre lo que no se sabe nada con certeza. Todo esto se analiza en las págs. 14 y ss., incluyendo la refinanciación de viviendas que se produjo en los últimos años, llegando a la cifra de 400 mil millones de dólares de pérdidas posibles por el riesgo de crédito hipotecario, esto es, impagos, teniendo en cuenta la situación general de la economía y su efecto sobre el empleo e impago de hipotecas, así como los efectos de la caída del precio de la vivienda.

Estas son cuestiones muy difíciles de medir, porque no se trata sólo de evaluar el impacto de la recesión económica y el desempleo sobre los impagos, sino también la caída del precio de la vivienda tras los fortísimos incrementos de los últimos años. Lo que más preocupa es el efecto que sobre el precio podría tener una salida masiva de viviendas al mercado y el efecto de ese precio de referencia sobre las decisiones de iniciar nuevas viviendas, esto es, el precio razonable de mercado que serviría de referencia para los cálculos de la promoción. Asimismo, los créditos y la relación entre préstamo y valor de tasación, el “*loan to value*” (LTV) han sido menos exigentes que en épocas pasadas y es lógico que las viviendas concedidas en estas condiciones sufran una corrección.

Por eso, aunque la economía no entre en recesión, es de esperar una caída importante en el precio de las viviendas. Con estas consideraciones, se llega a la cifra de 400 mil millones de dólares en pérdidas; son pérdidas directas por impagos, sin tener

en cuenta otras operaciones como CDS y el impacto de la vivienda sobre otros instrumentos financieros. Tratan sólo de ver las repercusiones de estas pérdidas en la parte que corresponden a provisiones por morosidad en las entidades norteamericanas y sus efectos sobre la economía real.

En una reflexión, tras llegar a estas cifras, se plantean dos cuestiones. Una, que las consecuencias son aun desconocidas, ya que si se producen impagos generalizados sobre los activos de las estructuras que contienen hipotecas, particularmente en los "hedge funds", se producirán ventas forzadas, rebajas de calidad crediticia que forzarán nuevas ventas, y los tenedores de los tramos de mayor calidad de los CDO ejercerán su derecho de liquidar las estructuras y recuperar lo que puedan de la venta. Todo ello podría llevar a una verdadera catástrofe de la que prácticamente nadie saldría inmune.

La segunda reflexión es preguntarse cómo se ha llegado a esto. De hecho, argumenta Charles Morris, el comportamiento de los que han intervenido en esta historia no ha sido irracional, sino una orientación a corto plazo con la que se podían obtener fuertes beneficios. La explosión del crédito y el endeudamiento ha sido la variable clave en los últimos veinticinco años. Desde la época de Paul Volcker, cuando frenó la inflación en 1980, hasta 2005, los activos financieros pasan de tener un volumen similar al PIB mundial, a representar 3,7 veces más. Los derivados financieros eran muy rudimentarios en 1980 y en 2005 su nominal es tres veces mayor que todos los instrumentos financieros juntos y diez veces el PIB del planeta. Aunque estos datos hay que interpretarlos adecuadamente (pues es claro que los activos como riqueza han de ser mayores que el PIB, que es renta, y que el valor nominal de los derivados es el de la cartera de referencia), la escala de que hablamos resulta tan grande que no es extraño que un apalancamiento de esas dimensiones sea una puerta abierta a la volatilidad, llegando incluso a la desaparición de los mercados.

El autor culpa a una política liberal, inspirada por la Escuela de Chicago, de la falta de regulación, prevención, intervención, en la confianza de que los mercados de activos se autorregularían. Por otra parte, está la pérdida de relevancia del concepto tradicional de liquidez referido a un agregado monetario que podían controlar los bancos centrales y la aparición de instrumentos que generaban liquidez de forma autónoma. Este hecho habría requerido una orientación de los bancos centrales hacia la contención de la inflación de activos, cosa que han ignorado en la esperanza de que se ajustarían espontáneamente.

Volvemos ahora al trabajo de D. Greenlaw *et al.*, y frente a esta situación, las conclusiones a las que llegan y las propuestas que hacen son las tres siguientes:

La crisis actual, más que de confianza o puramente financiera, hay que identificarla con las pérdidas por impagos que afectan a intermediarios financieros que han invertido con apalancamiento. Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales pueden ayu-

dar temporalmente a seguir prestando y mantener los balances de las entidades financieras, pero el deterioro de los activos va a exigir o más capital o venta de esos activos para mantener los ratios entre capital y deuda. La reducción de tipos de interés en Estados Unidos puede ayudar a las entidades financieras si se positiviza la curva de tipos y favorece la demanda y la actividad económica. Más efectivo es capitalizarse y recortar dividendos; esto debería hacerse de manera coordinada, pero resulta difícil pedir a todas las entidades que actúen por igual cuando son competidoras entre sí. En el momento actual todavía no se han producido impagos a gran escala y los beneficios de las grandes empresas y el mercado de valores están relativamente bien; si la economía real sufre, el sistema financiero sufrirá ese deterioro en forma de pérdidas por créditos.

Para los bancos centrales hay una importante lección de la crisis, y es el papel que juegan los tipos de interés a corto plazo en las decisiones de apalancamiento e inversión con deuda en activos financieros. Los tipos a corto han sido los precios (bajos) que han facilitado los préstamos con colateral; esta segunda función de los tipos a corto para los mercados de activos (bonos, acciones e inmuebles) ha sido crítica y debe tenerse en cuenta a futuro si los bancos centrales quieren intervenir para prevenir inflaciones o burbujas de activos. Por otra parte, los cambios en la oferta de crédito afectan al gasto; sería importante conocer cuánto crédito se está dando derivado de compromisos anteriores que ahora se materializan y cuánto nuevo se genera, para ver cual es la verdadera contracción del crédito.

Un tercera conclusión es la importancia de ajustes en los balances de las entidades financieras con relación a la liquidez. Los cambios en los balances amplifican las compras de activos o préstamos en épocas de auge (al subir el valor de los activos y tener una menor ratio entre deuda y capital), o al contrario en los momentos de caída de precios. Este aspecto podría llegar a ser particularmente alarmante si hubiera que valorar los préstamos hipotecarios en los balances de las entidades de crédito por su valor de mercado (con un deterioro del valor del subyacente respecto al activo) y no por el nominal.

Por último, está claro que hay que atender en el futuro a todas las estructuras que surjan de la titulización de activos, no sólo viendo la dispersión del riesgo o la colocación del mismo en vehículos opacos, sino por la propia creación de liquidez al margen de los agregados monetarios que son la referencia de los bancos centrales. Es significativo que en la primavera de 2007 la Reserva Federal dejara de prestar atención a la evolución del agregado monetario (M2) por entender que no resultaba relevante como indicador adelantado de la inflación y del crecimiento. El Banco Central Europeo, sin embargo, insistió en mantener la variable monetaria (M3) como indicador de referencia. Visto este hecho con la perspectiva de lo que ha ocurrido, parece claro que un banco central debería esforzarse por entender qué hay detrás de la forma de crecimiento del agregado monetario, y si entiende que ese agregado no es relevante porque existen en la economía fuerzas autónomas de creación de liquidez, intentar aproximarse

al conocimiento de las mismas y, de una forma u otra, controlarlas. Los bancos centrales no estaban muy preocupados por la inflación de consumo, y pensaban que la de activos la ajustaría el mercado. Es un ejemplo significativo de lo que venimos exponiendo: pérdida de control, confianza en las fuerzas del mercado, en los ajustes espontáneos mientras la economía disfruta de una cierta euforia que parece inagotable.

Ganadores y perdedores

El fuerte desequilibrio de la balanza comercial norteamericana se da como una de las variables explicativas de la ingente suma de capitales que acuden a los mercados financieros norteamericanos, contribuyendo al fenómeno descrito. En efecto, el déficit de balanza comercial es cubierto por un flujo neto de capital, que a finales de 2006 suponía cinco billones de dólares en reservas poseídos por el resto del mundo. Este fenómeno es nuevo, pues excepto durante la crisis del petróleo de los años setenta, siempre ha habido superávit.

De nuevo la explicación de las fuerzas de mercado se utiliza para justificar cómo se compensan el exceso de consumo en Estados Unidos con el exceso de ahorro exterior y se explica la disponibilidad a prestar por la falta de oportunidades financieras fuera, con respecto a Estados Unidos. No se cuestionaba la fortaleza del dólar ni los desequilibrios a que esta anomalía podía llevar.

Cuando el dólar empieza a despreciarse se dan movimientos para ir dejando posiciones en dólares y tomarlas en otras divisas como el euro. De nuevo tenemos la interpretación del exceso de endeudamiento, la pérdida de calidad del subyacente y la salida, reforzando el problema, pero, en este caso, referido a la divisa.

El autor dedica los dos últimos capítulos del libro a criticar la forma en que se han tratado cuestiones económicas, políticas y sociales básicas como la inversión empresarial, los salarios, la distribución de la renta, la salud, la educación o los privilegios del sector financiero. Y, en este sentido, propone una mayor intervención pública, vigilancia de la creación de crédito y, en general, asumir que los mercados tienen importantes limitaciones y que, por ejemplo, es mejor que existan mercados regulados donde se intercambien derivados de crédito que las transacciones se hagan en operaciones privadas. En suma, (pág. 169), concluye: "Mi opinión personal es que el cambio que tiene lugar en los años ochenta de un estilo de gestión económica centrada en el gobierno, hacia una orientación más de mercado fue un factor crítico en la recuperación de la economía en los años ochenta y noventa. Pero la crisis financiera actual sugiere que hemos alcanzado el punto en el que el dogmatismo del mercado es el problema más que la solución. Y después de un cuarto de siglo es hora de que el péndulo gire en la otra dirección".

Gumersindo Ruíz
Universidad de Málaga

El economista naturalista (en busca de explicaciones para los enigmas cotidianos),

Robert Frank, Ediciones Península, Barcelona, 2008,
297 págs.

Es un libro de cuestiones y ejemplos relacionados con la economía (sobre todo, con la microeconomía) y en el que los economistas nos sentimos como el pez en el agua. El autor Robert Frank, lo es también, junto con Ben Bernanke (Presidente de la Reserva Federal), de dos libros titulados Macroeconomía y Microeconomía.

¿Cuál es la tesis del libro "El economista naturalista"? Que aprender economía es como aprender a hablar un idioma. Es importante empezar despacio y ver una misma idea en múltiples contextos. El autor, partiendo de situaciones reales, quiere inculcar en el lector eso que se llama "mentalidad económica". Para conseguirlo, utiliza como sistema hacer muchas preguntas concretas, a veces fáciles y otras difíciles, pero siempre provocativas y relacionadas con la realidad o los conceptos económicos. Son casos concretos que permiten al lector pensar y hacer pensar.

Algunos casos son ejemplos valiosísimos que un profesor de Economía puede utilizar en clase. Otros son temas que resultan interesantes para discutir y hablar con la familia y los amigos. Transcribo algunas de las muchas preguntas de las que consta el libro:

¿Por qué el tapón del combustible está en el lado del conductor en unos coches y en el del copiloto en otros?

¿Por qué es más caro hacer una transferencia bancaria que enviar dinero por correo en un cheque?

¿Por qué muchos bares cobran el agua a sus clientes, pero les regalan los cacahuetes?

¿Por qué una empresa eléctrica contrata en exclusiva un abogado externo a un precio elevado cuando podría tenerlo en plantilla por menos de la mitad de lo que pagaría por él?

¿Por qué en Alemania la tasa de desempleo es mucho más alta que en Estados Unidos?

¿Por qué en Estados Unidos los consumidores pagan más del doble del precio internacional del azúcar?

¿Por qué la ropa de mujer se abrocha siempre por la izquierda y la de hombre por la derecha?

¿Por qué los laboratorios fotográficos regalan los duplicados?