

## Medidas adoptadas para solventar la crisis financiera

Álvaro Lissón Aguiar  
Miguel Arregui Navarro\*

### Introducción

La situación en el panorama financiero mundial se ha deteriorado en los últimos meses con motivo de la intensificación de la crisis financiera que comenzó en agosto de 2007. Los mercados financieros han llegado a cotizar niveles máximos de tensión al tiempo que las perspectivas para la economía global se han deteriorado de forma importante.

Ante el hundimiento de algunas entidades financieras, el rescate gubernamental de otras y las inyecciones de liquidez de los bancos centrales no fueron suficientes para reducir las tensiones en los mercados financieros, obligando a los gobiernos y a las autoridades monetarias a intensificar su coordinación internacional.

En este artículo desarrollamos los diversos planes de rescate propuestos por los principales bloques desarrollados con el fin de devolver la confianza en el sistema financiero y garantizar el normal funcionamiento de los mercados de financiación.

### 1. Las tensiones en el sistema financiero se intensifican

En los últimos meses las tensiones en los mercados financieros se han intensificado ante la escasez de avances en la resolución de la crisis que comenzó en agosto de 2007, con origen en el mercado hipotecario estadouni-

dense. Y es que, cuando el deterioro de la capacidad de acceso a la vivienda comenzó a mostrar señales de preocupación a mediados de 2005, como consecuencia del fuerte encarecimiento acumulado en su precio y al que a partir de 2004 se le sumó el alza en tipos de interés, no tardaron en llegar los problemas al mercado hipotecario.

Ante la caída de las ventas y el repunte de la morosidad, a partir del tercer trimestre de ese año se inició una intensa moderación de la actividad en construcción, que vino posteriormente acompañada por la caída de los precios, propiciando la pérdida de valor de los activos vinculados al mercado inmobiliario estadounidense.

En este contexto, los bancos comenzaron a anunciar de forma continuada pérdidas importantes asociadas a la posesión de títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, al tiempo que la desconfianza entre las entidades se intensificó provocando la reducción a niveles mínimos de la operativa en el mercado interbancario y el "cierre" de los mercados de financiación.

Ante esta situación de corte de la financiación en los mercados, los bancos centrales no han dejado de proporcionar liquidez al sistema, con el fin de evitar que las entidades financieras entren en problemas por la incapacidad de hacer frente a sus compromisos.

A pesar del activismo de los bancos centrales en la suministrar de liquidez, el punto de máxima tensión tuvo lugar a mediados de septiembre, cuando *Lehman Brothers*, uno de los bancos de inversión más importantes de Estados Unidos, se declaró en suspensión de pagos, y otros bancos europeos comenzaron a tener serios problemas de solvencia.

\* Economistas de Analistas Financieros Internacionales

## 2. El anuncio de medidas contundentes para hacer frente a la crisis no tardó en llegar

El episodio de riesgo sistémico desatado en los mercados por los problemas de liquidez y solvencia en algunos bancos ha llevado a distintos gobiernos a tomar medidas para salvaguardar la estabilidad de sus sistemas financieros, contener los efectos perversos de la crisis y devolver la confianza a los mercados.

### 2.1. En Reino Unido se crea un plan de medidas sin precedentes

El Gobierno británico ha anunciado un paquete de medidas para afrontar la crisis financiera. Se trata de un paquete muy agresivo y ambicioso, que abarca prácticamente todos los aspectos que parcialmente habían sido afrontados por otros gobiernos durante las últimas semanas: liquidez, solvencia y canalización de los flujos financieros a los agentes económicos. Las claves del plan serían las siguientes:

#### 2.1.1. Asegurar la liquidez del sistema financiero a corto plazo

El Banco de Inglaterra (en adelante *BoE*) ampliará sus actuales facilidades de liquidez hasta donde sea necesario para asegurar la estabilidad del sistema. Para ello, se tomarán las siguientes medidas:

- Ampliar el volumen del programa especial de liquidez (*Special Liquidity Scheme*) hasta 200.000 millones de libras, desde los actuales 100.000 millones, y posiblemente su extensión temporal.
- Mantenimiento de las subastas de liquidez en libras al plazo de 3 meses y de las subastas de dólares a una semana, ampliando el colateral elegible para incluir la deuda bancaria que el propio plan del gobierno a partir de ahora garantice, que será la de aquellas entidades que se comprometan a la recapitalización de sus balances.

Y de forma más estructural, el *BoE* adelantará la implementación de la reforma general de su sistema de proporción de liquidez al sistema financiero.

#### 2.1.2. Apoyar la recapitalización de los bancos o *Building Societies* como medida necesaria para recomponer los balances

Creación de una facilidad para proporcionar capital a las entidades financieras elegibles que lo soliciten, en prin-

cipio en la forma de acciones preferentes (en el caso de bancos) o su equivalente en las *Building Societies*, denominados PIBS (*Permanent Interest Bearing Shares*). El volumen de esta facilidad es inicialmente de 25.000 millones de libras, ampliable como mínimo en otras 25.000 millones (es decir, un mínimo de 50.000 millones).

Estas entidades se comprometen con el Gobierno a aumentar su capital básico (*tier 1*) por un total de 25.000 millones de libras a final de 2008 (por el momento se desconoce el volumen al que se ha comprometido cada entidad).

A este fin, el Gobierno pone a disposición de las entidades una cantidad de dinero equivalente para: 1) Adquirir acciones preferentes o PIBS emitidos por ellas, o 2) Ayudarlas en la obtención de capital mediante la emisión de acciones ordinarias, si prefieren esta vía.

En caso de que fuera el Gobierno el que finalmente inyectara capital en las entidades (la otra alternativa parece poco probable), el programa establece tres medidas de protección de los intereses del contribuyente:

- Una compensación apropiada por el apoyo estatal (por ejemplo, en forma de elevados intereses en los instrumentos adquiridos y de una prelación superior a la del resto de los accionistas).
- La reorientación de la política de reparto de dividendos (recorte o prohibición temporal total) y de compensación a directivos (eliminación de "paracaídas o retiros dorados") y,
- Lo más relevante, un compromiso por parte de las entidades financieras de mantener el flujo de financiación a PYME y familias (en concreto, hipotecas).

#### 2.1.3. Asegurar que el sistema financiero goza de la financiación necesaria para proveer financiación a la economía en el medio plazo

Finalmente, como parte del apoyo a las entidades que cumplan su compromiso de elevar el capital básico o *tier 1*, en la cantidad que el Gobierno determine —ya sea en los mercados o mediante la facilidad creada por este—, se beneficiarán de una garantía pública para facilitar el acceso a los mercados de financiación mayorista.

En concreto, el Gobierno concederá a las entidades que se adhieran al programa una garantía temporal para las emisiones de deuda bancaria a corto y medio plazo necesarias para refinanciar vencimientos de financiación mayorista, si bien exigirá una contraprestación por dicha garantía.

La garantía se aplicaría sobre emisiones de deuda *senior unsecured* con plazo máximo de 36 meses, denominadas en libras, euros o dólares. El volumen máximo previsto inicialmente para esta garantía sería de 250.000 millones de libras (aunque está sujeto a revisión posterior) y su instrumentación se realizaría mediante la creación de una empresa con personalidad jurídica propia y respaldo público.

Las ocho entidades antes mencionadas que se han acogido voluntariamente al plan de recapitalización gozan de forma inmediata de esta garantía.

## 2.2. El Eurogrupo crea un plan coordinado de acción

Con el precedente de la reunión del G7 que tuvo lugar el sábado 11 de octubre, el Eurogrupo anunció un plan de acción coordinado para los países del Área euro, en aras de establecer una hoja de ruta común en el proceso de gestión de la crisis financiera. Con este nuevo paquete de medidas, el Eurogrupo persigue:

### 2.2.1. Asegurar condiciones de liquidez apropiadas para las instituciones financieras.

Para ello será clave el papel del Banco Central Europeo (en adelante BCE), flexibilizando las condiciones de financiación en el mercado interbancario y ampliando los colaterales aceptados.

### 2.2.2. Facilitar la financiación bancaria a medio plazo

Además de las medidas concretas que cada país pueda adoptar en relación a la compra directa de activos bancarios de alta calidad o la creación de *swaps* por títulos del Tesoro, los gobiernos del Área Euro se comprometen, de forma coordinada, a asegurar nuevas emisiones de deuda bancaria *senior* con vencimiento hasta cinco años. Esta medida de garantía pública a emisiones bancarias presenta las siguientes particularidades:

- Es temporal, vigente hasta el 31 de diciembre de 2009, y por importe limitado.
- Se beneficiarán de ella todas aquellas instituciones financieras del país de referencia y las entidades subsidiarias de instituciones extranjeras que tengan base de negocio significativo en dicho país.
- El precio resultante de las nuevas emisiones reflejará al menos su valor real en condiciones normales de mercado.

- Los gobiernos podrán imponer condiciones específicas a las entidades beneficiarias para garantizar su traslado a la economía real.

### 2.2.3. Apoyar la recapitalización de entidades bancarias

Cada Estado miembro proporcionará capital básico (*tier 1*) a entidades que lo necesiten mediante la compra de acciones preferentes u otros instrumentos que no supongan dilución del capital inicial. En caso de entidades con problemas que impidan su viabilidad (*distressed banks*), el proceso de recapitalización vendrá acompañado de un plan apropiado de reestructuración de la entidad.

### 2.2.4. Garantizar la flexibilidad en la implementación de las reglas de valoración de activos

Dada la situación actual de iliquidez en los mercados, las entidades financieras (y no financieras) podrían valorar sus activos de acuerdo con criterios que reflejen el riesgo de quiebra, en lugar de utilizar el valor de mercado, dada la falta de liquidez existente en algunos de ellos.

## 2.3. El plan de rescate de Estados Unidos

El deterioro observado en los mercados financieros en los últimos meses, con dificultades en el acceso a la financiación y la desconfianza en el sistema, han llevado también a las autoridades estadounidenses a formular un plan de rescate.

El Gobierno lanzó un primer plan orientado a mitigar los efectos negativos de la crisis, mediante las siguientes premisas: promover la liquidez en los mercados mayoristas y facilitar la financiación bancaria a medio plazo, además de incrementar la confianza de los ahorradores e inversores.

### 2.3.1. El Plan de Saneamiento de los Activos Dañados (TARP)

La primera versión del plan lanzado bajo las siglas de TARP pretende desatascar el mercado devolviendo la confianza a los agentes y corrigiendo las disfunciones actuales en el mercado de financiación. Sus principales características son:

- Compra de activos dañados para los que no exista mercado.

- El apoyo al contribuyente con un incremento en el límite de seguro de depósitos bancarios hasta 250.000 dólares desde los 100.000 actuales, y medidas fiscales.
- La suspensión por parte de la SEC de la obligación para instituciones financieras de llevar a cabo la valoración a precios de mercado (*mark to market*).

### 2.3.2. Reformulación del plan de rescate

Siguiendo las premisas de los planes planteados por el Reino Unido y el Eurogrupo, Estados Unidos anunciaba una reformulación de su plan inicial con el anuncio de medidas más agresivas para contrarrestar los efectos negativos de la crisis. Sus principales rasgos distintivos son:

- La creación de una nueva facilidad denominada *Commercial Paper Funding Facility* que proporcionará liquidez a los emisores de pagarés de empresa mediante la constitución de un vehículo de propósito especial (SPV) que les comprará directamente pagarés garantizados (*asset back commercial paper*, ABCP) y sin garantía (*unsecured commercial paper*), al plazo de tres meses.
- Recapitalización de entidades financieras con problemas y rescate de entidades en riesgo de quiebra, si fuese necesario.
- Garantizar la emisión de deuda bancaria *senior* y extender la garantía a los depósitos bancarios (FDIC).
- Mejorar la capacidad de acceso a la financiación empresarial.
- Adicionalmente, se extiende la protección total de los depósitos en entidades financieras a las cuentas corrientes de pequeñas empresas hasta 31 de diciembre de 2009.

La medida persigue la apertura gradual del mercado primario privado como herramienta clave para la supervi-

vencia de las empresas. Indirectamente, debería conducir además a una recuperación gradual del mercado secundario. Esta decisión adoptada por la FED constituye una acción directa para evitar que las empresas con dificultades para financiar su actividad de corto plazo puedan encontrarse en una situación crítica.

## 3. Conclusión

La evaluación de las medidas acordadas para frenar la crisis es positiva ya que consideramos que la recapitalización de las entidades financieras es clave para garantizar la recuperación de la confianza en el sistema y, sin este elemento, no es posible pensar en la recuperación de los mercados. Es muy importante, el hecho de que la línea propuesta vaya orientada a devolver la confianza mediante el refuerzo de la solvencia de las entidades y a proporcionar liquidez en el sistema financiero mediante la apertura del mercado primario de emisiones con el otorgamiento de garantía pública. En cualquier caso, creemos que una vez las medidas sean implantadas y comiencen a funcionar, el proceso de recuperación será lento.

En materia de crecimiento, el daño ya está hecho. El deterioro del ciclo se pone de manifiesto en la evolución de los precios de las materias primas, que han continuado cediendo y apoyan una moderación contundente de los registros de inflación. Un escenario radicalmente distinto del cotizado hace apenas tres meses, y que, conjuntamente con la ralentización del ciclo, otorga margen a los bancos centrales para recortar tipos de forma significativa (especialmente en el Área Euro y Reino Unido).

## Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales. Notas para el análisis (octubre de 2008).