

## Algunas paradojas de la crisis de confianza y liquidez financiera

GUILLERMO DE LA DEHESA

Uno se pregunta cómo es posible que un problema local y relativamente menor ocurrido en EE UU, como es el impago creciente (y esperado) de las hipotecas de elevado riesgo (*subprime*) concedidas por algunos de sus bancos directamente o con la ayuda de agentes, haya terminado contagiando la mayoría de los mercados financieros de los países de la OCDE. Es decir, tanto los de acciones como los de deuda y crédito, tanto los de largo plazo como los de corto plazo e incluso el interbancario. Esta aparente paradoja puede comprenderse a través de dos elementos nuevos:

De un lado, el crecimiento acelerado, durante la última década, de la titulación de créditos, especialmente de los hipotecarios, por parte de los bancos para poder seguir prestando y atender a su creciente demanda de crédito, evitando así el límite que les imponía su base de capital regulatorio. Por otro lado, la rápida proliferación de los vehículos especiales de inversión, (SIV o *conduits*) que muchos bancos han desarrollado fuera de balance y que les permiten invertir en activos a largo plazo sin consumir capital.

Ambos elementos forman parte del rápido proceso de innovación, diversificación e integración financiera global que, sin duda, ha aportado muchos más beneficios que costes a la economía mundial. Por ejemplo, la titulación permite a los bancos hacer líquida una cartera de créditos líquidos, aumentar sus créditos y diversificar el riesgo entre un grupo muy elevado de inversores, reduciendo así su exposición individual. Ahora bien, dicha integración e innovación financiera global ha dado una determinada crisis tenga mayores probabilidades de convertirse en sistémica.

El primer elemento es que algunos bancos americanos, en medio de la euforia desatada por la abundante demanda de crédito generada durante más de una década de tipos nominales de intereses bajos y tipos reales hasta incluso negativos, han llegado a dar créditos hipotecarios a familias de bajo nivel de renta sin apenas verificar su renta, empleo o activos disponibles. Eso sí, con tipos de interés y comisiones bajos al principio y muy elevados después.

Buena parte de esta creciente falta de control del riesgo en dichos créditos hipotecarios se ha debido a la certeza que tenían los bancos americanos de que dicho riesgo tan elevado iba a ser empaquetado o *estructurado* en CDOs y/o CLOs, junto a otros créditos con menor probabilidad de impago, y vendido a inversores que buscaban una mayor rentabilidad para compensar en parte la menor que le proporcionaban sus otros activos a largo plazo, como los bonos soberanos o de grandes empresas. Más aún, unos meses antes de la crisis empezaron incluso a empaquetar créditos a empresas en las que reducían o anulaban sus *covenants* (cláusulas del contrato

de crédito diseñadas para minimizar su riesgo de impago), ya que dificultaban su estructuración y venta en el mercado.

Es decir, se ha dado una situación de excesiva confianza y, por tanto, de excesos que han hecho que los incentivos de la actividad bancaria hayan empezado a devenir perversos:

De un lado, los bancos han entrado en una situación de *riesgo moral*. Por definición, los bancos necesitan tomar riesgos de plazo y de contrapartida para poder prestar y los riesgos más elevados son los que producen un mayor retorno. Sin embargo, el riesgo moral surge cuando el banco sabe que dichos créditos de mayor riesgo van a proporcionarle un elevado retorno si son pagados y sólo va a tener que pagar una pequeña parte de sus pérdidas si devienen fallidos, ya que ya los han empaquetado y vendido quedándose solamente con el riesgo del primer impago.

Por otro lado, ha surgido una situación de *selección adversa*. Una vez que las familias demandantes de créditos hipotecarios han intuido o constatado que no se les va a denegar el préstamo por pocos ingresos que tengan, aquellas que tengan una mayor probabilidad de no poder pagarlo serán las que tengan un mayor incentivo para solicitar dichos préstamos.

Asimismo, al tener los bancos americanos que habían concedido dichos créditos hipotecarios más información sobre su riesgo real de impago que la que tienen los inversores que los compran, una vez empaquetados, se ha dado una situación de *información asimétrica* a favor de los primeros frente a los segundos a la hora de calcular su valor real. Es decir, al no poder distinguir los inversores el crédito bueno del malo, para no equivocarse al comprarlos deberían haber ofrecido un precio medio más bajo por dichos productos crediticios o, alternativamente, dedicar más tiempo (y dinero) a hacer un análisis más

**"Se ha dado una situación de excesiva confianza y de excesos que han desincentivado la actividad bancaria"**

profundo de los mismos.

Sin embargo, estos últimos se han estado fiando de las clasificaciones que daban a dichos paquetes de créditos las agencias independientes de *rating* o clasificación crediticia, hasta que estas empezaron a degradar, a partir del mes de junio, sus niveles de clasificación o, lo que es lo mismo, a aumentar los niveles de riesgo de impago de dichos créditos empaquetados. A partir de ese momento los inversores desconfiaron del valor de todos los créditos estructurados que habían comprado y dejaron de comprar más a ningún precio, por bajo que este fuera.

El segundo elemento nove-



Clientes de Northern Rock hacen cola para retirar sus depósitos. EFE

do y desencadenante del contagio ha sido que algunos bancos americanos y de otros países de la OCDE, con la autorización de sus supervisores bancarios (el Banco de España, felizmente, nunca los autorizó), llevaban varios años creando nuevos SIV o *conduits* fuera de balance para que no consumiesen capital regulatorio. En ellos empaquetan activos financieros a largo plazo propios e invierten en activos a largo plazo (tramos de CDOs y CLOs entre otros) en el mercado, y los financian a corto plazo emitiendo papel comercial o pagarés, garantizados con dichos activos, en el mercado de EE UU que es el más líquido y profundo. Estos vehículos entran dentro de la actividad normal de un banco que consiste en tomar dinero a corto plazo (depósitos) y prestarlos a largo plazo (préstamos) corriendo el riesgo de plazo.

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

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

La primera es que estos han invertido, entre otros activos a largo plazo, en hipotecas *subprime* o de alto riesgo de EE UU, con lo que algunos bancos americanos que creían que se habían quitado el riesgo de dichas hipotecas empaquetándolas y vendiéndolas a otras instituciones o inversores, se han encon-

trado con que alguno de sus propios vehículos han vuelto a comprar otras, o incluso las mismas, en ocasiones a precio superior al de su venta previa.

La segunda es que algunos los bancos de otros países de la OCDE, especialmente los europeos, que habían colocado en los mercados buena parte de sus hipotecas sacándolas de balance para poder seguir dando más créditos, se encuentran con que sus vehículos han comprado otras hipotecas o activos a largo plazo que, en promedio, tienen un mayor riesgo que el de aquellas que titularizaron.

La tercera es que la titulación y venta de dichos activos se ha ido extendiendo a inversores individuales e institucionales de muchos otros países, con lo que hoy es casi imposible saber quiénes son sus poseedores últimos. Esto ha provocado que la

**"Los bancos con liquidez no están dispuestos a prestar a más de un día hasta que no se aclare la situación de otros bancos"**

desconfianza sea mayor, no sólo entre los inversores con elevados patrimonios que habían hecho aportaciones a los fondos de alto riesgo, sino incluso entre pequeños ahorradores, participantes de fondos de inversión o de pensiones, puesto que estos últimos también han invertido una pequeña parte de su patrimonio en titulaciones hipotecarias de distintos tipos, ya que su clasificación crediticia era inicialmente aceptable.

La cuarta es que los inversores últimos de estos productos empaquetados empezaron a desconfiar de todo lo que habían comprado hasta la fecha y a asegurarse al máximo de no perder. De ahí que hayan deja-

do de invertir en activos de largo plazo y a invertir en activos a corto plazo (mercado monetario) y sólo en los de mayor solvencia (letras del Tesoro de EE UU y de otros países triple A), abandonando la compra de pagarés o papel comercial, especialmente del garantizado con hipotecas, e incluso de depósitos bancarios a tres meses.

Al secarse la fuente de financiación de pagarés de dichos vehículos y *conduits* y no haber liquidez alternativa disponible, los bancos que los han creado sólo tenían dos opciones: refinanciarlos con su propia liquidez y liquidarlos lentamente o volverlos a incorporar a su balance. Al no disponer de recursos financieros o de capital suficiente para una u otra opción, han tenido que ser los bancos centrales los que se han visto obligados a financiarlos temporalmente inyectándoles masivamente liquidez a corto plazo a tipos por encima del de intervención y aceptando colaterales de un nivel de riesgo aceptable.

De ahí ha surgido otra quinta paradoja y es que, a pesar de que muchos bancos han recibido enormes cantidades de liquidez, estos no la han prestado, ni siquiera a otros bancos. Las razones que han añadido son que tenían que hacer frente a la refinanciación de sus vehículos de inversión, o que atender a sus compromisos de crédito adquiridos con sus principales clientes corporativos o financieros, o que querían atesorarla hasta ver qué pasaba con la crisis. De ahí que el mercado interbancario hasta tres meses haya seguido con una tensión tan elevada.

Sin embargo, la realidad más probable es que los bancos con exceso de liquidez no están dispuestos a prestar a más de un día hasta que no se aclare la situación de liquidez y solvencia de otros bancos y los bancos con defecto de liquidez no se atreven a pagar unos tipos tan altos en el interbancario o en sus titulaciones por temor a que los otros bancos, los analistas o los inversores piensen que se encuentran en una situación pero de la que tienen.

Finalmente, la creciente desconfianza y la huida de los inversores hacia productos financieros de menor plazo y mayor solvencia, unida a la falta de liquidez en casi todas las instituciones financieras, ha hecho que dicha huida, paradójicamente, haya tenido el efecto contrario. Los fondos de alto riesgo, de capital riesgo y capital privado, especialmente los más apalancados, han tenido o tendrán, a fines de septiembre o de diciembre, que contabilizar a precio de mercado sus activos.

En definitiva, es de esperar que la crisis de confianza, que todos esperamos que sea relativamente corta, tenga un resultado positivo para volver pronto a la realidad y superar estos últimos años de euforia y excesos, en los que tienden a olvidarse los mismos principios básicos de la actividad financiera.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research, (CEPR).