

ARTÍCULO DE OPINIÓN

Pesadilla “Subprime”



Núria Mas, Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE Business School y Assistant Professor del Departamento de Economía del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 5 de octubre de 2008 en *La Vanguardia*

En el momento en que los bancos centrales pasan de ser el prestamista de última instancia a ser el único prestamista, el sistema económico y, por extensión, todos los ciudadanos tenemos un grave problema. Y esa es la situación en la que nos encontramos: los bancos tienen una reticencia extrema a prestarse dinero entre ellos. Como cabría esperar, los mercados ya han tomado nota y la aversión al riesgo ha llegado a unos niveles extremos: la remuneración de las letras del tesoro norteamericano (todavía el activo refugio por excelencia) pagaban un interés de 0,02% el 17 de septiembre, un nivel que no se alcanzaba desde enero de 1940.

La historia nos indica que las recesiones que van acompañadas de una escasez de crédito o de una bajada significativa de los precios de la vivienda son considerablemente más largas y dolorosas. Aún así, de momento la crisis ha tenido poca repercusión directa para la población, y muchos siguen mostrándose escépticos sobre su gravedad. Ven la situación como el merecido castigo para unos banqueros avariciosos.

¿Por qué entonces, siguen empeñados los economistas en enfatizar la gravedad del contexto actual y algunos de ellos hasta nos recuerdan que se puede desencadenar una situación similar a la Gran Depresión? Porque la realidad es que, en una economía moderna, si el sistema financiero deja de funcionar adecuadamente, todos salimos perjudicados. Cuando no hay crédito no lo hay para nadie. No lo hay para los bancos con problemas de solvencia; no lo hay para las empresas sólidas que necesitan renovar su línea de crédito; no lo hay tampoco para los emprendedores que necesitan financiar un nuevo y prometedor proyecto ni tampoco para las familias que solicitan un préstamo.

En una situación así actuar con rapidez es fundamental ya que a la primera señal de falta de liquidez de un banco, los depositarios reaccionan formando largas colas y sacando todo su dinero antes de que sea tarde. Esto empeora aún más la situación ya que hace que la desconfianza se vaya extendiendo rápidamente por todo el sistema.

Afortunadamente los gobiernos están actuando con gran celeridad. Además los bancos centrales cuentan ahora con una credibilidad que no tenían hace 80 años. Aunque los riesgos son grandes, las posibilidades de una actuación rápida y adecuada hacen que el final de la actual crisis financiera se augure mucho más feliz que en el caso de la crisis del 1929.

Eso sí, el camino será largo y difícil. La recesión en los países de la OCDE parece inevitable. El crédito pasará de no estar disponible (hoy) a estarlo, pero será escaso y caro hasta bien entrado el año 2010. Las empresas más apalancadas sufrirán y los beneficios empresariales disminuirán.

Historia de una burbuja

¿Cómo se ha llegado a esta situación? Señalaremos cuatro factores. Primero, una política monetaria expansiva, o sea, de tipos de interés muy bajos, que ha durado mucho tiempo y que ha generado una inflación de los precios de todos los activos del mundo, tanto financieros como inmobiliarios o materias primas.

Segundo, el proceso de globalización, que ha hecho posible que los tipos de interés siguieran bajos sin generar inflación. La participación de países como China, India y Rusia en la economía global ha supuesto una entrada de trabajadores y de productos baratos que han mantenido las tasas de inflación bajas. A su vez estos países han invertido gran parte del dinero obtenido por sus exportaciones en activos de los países de la OCDE, contribuyendo a su vez a la subida de sus precios.

Tercero, la innovación financiera. A la vez que el dinero barato llevaba a los inversores a buscar alternativas con activos de mayor rentabilidad, los bancos de inversión desarrollaban unas técnicas de ingeniería financiera que han tenido como consecuencia el aumento del apalancamiento. Nos referimos a la creación de nuevos activos financieros denominados derivados de crédito y titulización, que permiten empaquetar los préstamos de los bancos (entre ellos, las conocidas hipotecas) en instrumentos que pueden ser comprados y vendidos por distintos inversores y, por tanto, sacados del balance del banco que los había concedido. Con el tiempo estas técnicas se fueron sofisticando y los derivados de crédito empezaron a ser reempaquetados de nuevo y a ser utilizados como base de otros productos aún más complejos, apalancados y, como se ha demostrado a posteriori, ilíquidos en situaciones de mercado extremas.

Cuarto, la desregulación del sistema bancario. ¿Dónde estaba el regulador mientras los derivados de crédito se dispersaban por toda la economía y los bancos se implicaban cada vez en estructuras más complejas? En realidad la regulación de Basilea II daba grandes incentivos a los bancos para invertir en estos instrumentos basándose en la hipótesis de que les permitían diversificar el riesgo.

Cuando el coste del dinero empezó a subir y los precios de la vivienda a bajar, la morosidad de algunas hipotecas (sobre todo las ya tristemente famosas subprime) se disparó y con ella las dificultades de algunas instituciones financieras, muy apalancadas y que llegaron a una situación crítica cuando sus activos empezaron a perder valor.

La primera sorpresa desagradable se produjo cuando estas instituciones se dieron cuenta de que los derivados de crédito no sólo eran mucho más ilíquidos de lo que se esperaban y era difícil encontrarles un comprador, sino que además, tenían un precio difícil de determinar tanto por la complejidad de su estructura como por el hecho de que estaban basados en unos préstamos (entre ellos, las hipotecas) de morosidad dudosa.

Ante la pérdida de valor de sus activos, algunas instituciones financieras se convirtieron en vendedores forzados de activos estructurados. Y aquí vino la segunda sorpresa desagradable: el mercado para ellos estaba prácticamente cerrado. En una situación en la que nadie sabe exactamente dónde están los activos afectados ni cual es exactamente su precio, la confianza se erosiona. Las propias instituciones financieras empezaron a tener reparos para prestarse entre ellas exacerbando aún más la escasez de crédito y las dificultades de financiación. Esto, a la vez, contribuye a agravar la situación de las instituciones y retroalimenta otra vez todo el proceso. Ahora es mucho más difícil para un banco conseguir financiación, cosa que aumenta su riesgo, lo cual incrementa la desconfianza, que a la vez da lugar a una restricción mayor del crédito, etcétera.

La falta de transparencia sobre los activos tóxicos y la desconfianza hace que hoy en día aún la institución más sólida pueda llegar a tener problemas si necesita liquidez, puesto que cuando una institución financiera recurre al mercado para conseguir un crédito es difícil determinar si lo necesita por hacer frente a una exigencia temporal o a un problema de insolvencia. La desconfianza hace que el mercado esté cerrado para ambas.

Punto de inflexión

La quiebra de Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión del mundo, fue la más grande de la historia con un pasivo de 630.000 millones de dólares (455.000 millones de euros) y también fue el catalizador del colapso de la banca de inversión americana.

Ahora, el gran reto para los políticos y las autoridades monetarias consiste en encontrar una fórmula que les permita actuar con la rapidez que el mercado requiere antes de que los efectos de la escasez de crédito se propaguen al siguiente nivel.

El primer paso pasa por asumir la gravedad de la situación. Políticos y expertos deben ayudarnos a entender las consecuencias de la crisis actual y que de momento sólo se está cobrando víctimas en Wall Street. El sistema financiero reside en la base de las economías modernas y éstas difícilmente van a poder sobrevivir si el sistema financiero no lo hace.

La seguridad de nuestros depósitos depende no solamente de la solidez de la institución donde los tenemos sino muy probablemente también de la solvencia de muchas otras instituciones bancarias a la que la nuestra les ha prestado dinero. Por ejemplo, en el caso de los Estados Unidos, la deuda total de las instituciones financieras ha llegado ya al 116% del PIB. Gran parte de estas deudas corresponde a préstamos de unas a otras.

Una vez se ha hecho evidente para todos que el barco tiene un agujero por donde entra el agua, lo importante es actuar con la máxima rapidez y eficacia posible para taponar la vía de entrada. La magnitud del boquete no deja otra opción. Después ya nos encargaremos de averiguar y reprender como sea necesario a quien se dedicó a hacer el agujero y a evitar que se puedan originar nuevos boquetes en el futuro.

Durante estos últimos días, los ejemplos de intervenciones han sido numerosos, sobre todo en Estados Unidos e Inglaterra, pero también en Alemania y en Benelux. En este contexto, el Banco de Irlanda ha optado para defender a todo el sistema financiero y ha tomado la decisión de garantizar los depósitos y la deuda de todos los bancos del país durante dos años a cambio de una cantidad sin especificar, a imagen y semejanza de lo que ya hizo Suecia hace dieciséis años.

Aunque de momento la tempestividad de actuación sea fundamental para taponar el agujero que se ha producido en el sistema para evitar que su impacto se propague, es fundamental aceptar que aquí se han asumido demasiados riesgos y que, además, en muchos casos, estos riesgos se han gestionado mal. Sólo así podremos actuar para intentar evitar que tal situación se repita en el futuro.

El riesgo excesivo ha sido facilitado por un sistema de incentivos perversos que se han producido a todos los niveles de la pirámide crediticia. Éstos van desde las personas que se comprometieron a una hipoteca que al final no pudieron pagar hasta los banqueros de Wall Street, quienes recibían grandes compensaciones por la venta de productos estructurados de crédito y que estaban desvinculadas de la calidad del activo. El regulador y las instituciones financieras que adquirieron estos activos han jugado también un papel importante. ¿Dónde estaba la precaución cuando algunas de ellas invirtieron en un producto que teóricamente tenía la misma calidad crediticia que los bonos del Tesoro americano, pero que pagaba hasta tres veces más en intereses?

Finalmente, los incentivos de las agencias de rating parecen también cuestionables. Estas agencias se encargan de determinar la calidad crediticia de los productos estructurados y resulta que recibían la mayor parte de sus ingresos por cualificar las transacciones estructuradas de los bancos de inversión. Algunas de estas transacciones nunca se hubieran podido vender, y por tanto, producir, si su rating de crédito no hubiera sido bueno...

Y, por último, hablando de incentivos, deberíamos considerar muy seriamente el mensaje que se está mandando al sector financiero con algunos planes de rescate. Es fundamental actuar y actuar rápido, teniendo en cuenta que no todas las instituciones han actuado con la misma precaución. No es lo mismo una institución que tiene algunas dificultades para conseguir el capital que necesita porque el mercado está cerrado y el precio de los activos que posee ha sido penalizado excesivamente, que la de una institución que no ha tomado ninguna precaución y que ahora se encuentra llena de los activos más arriesgados.