

Resumen del informe CAE n° 78 (04/09/2008)

*Informe de Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze,
Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard*

SINOPSIS

La crisis financiera de las hipotecas *subprime*, que estalló en agosto de 2007, está lejos de haberse terminado al cabo de un año. Suscita dudas sobre las ventajas y los inconvenientes de la «titulización», sobre el papel de las innovaciones financieras en la transferencia de riesgos y por consiguiente su rastreabilidad, sobre el control interno de los riesgos y la propia organización de los sistemas de control prudencial y de supervisión bancaria. El informe analiza las causas de la crisis hipotecaria y estudia su impacto sobre la gestión de riesgos, el comportamiento de los bancos y el crecimiento.

Asimismo, presenta una serie de recomendaciones. Algunas sólo tienen sentido a escala mundial, como la mejora del funcionamiento de las agencias de calificación o la aplicación de ciertas normas contables.

Otras propuestas se refieren directamente al funcionamiento de Europa, en lo que se refiere a reforzar en el mercado único la coordinación de los reguladores nacionales.

Christian de Boissieu

La crisis financiera que empezó en 2007 sorprendió a todos los observadores. Poco antes del verano, muchos preveían un aumento de la morosidad de los préstamos hipotecarios de alto riesgo, los famosos préstamos subprime. Pero nadie imaginaba que ello podría desembocar en una crisis financiera comparable para algunos a la de 1929. Como mucho se temía una ralentización de la economía estadounidense, pero esta ralentización no tenía por qué transmitirse al resto del mundo: era la teoría de la «desvinculación». La historia iba a demostrar lo contrario, ya que el giro de la economía fue más brutal y más general de lo previsto.

¿Cómo se llegó a este punto? ¿Por qué la crisis adquirió un tal alcance? ¿Cuál fue la respuesta de las autoridades? ¿Cuáles son las consecuencias a medio y largo plazo de esta crisis? ¿Cómo se puede regular mejor el sistema bancario financiero? Un año después de los primeros sobresaltos, el presente informe trata estas cuestiones. Este informe fue presentado y discutido en la sesión plenaria del Consejo de Análisis Económico (CAE) de 17 de abril de 2008.

Los factores que causaron la crisis

La crisis hipotecaria se debe a la conjunción de tres fenómenos: los desequilibrios macroeconómicos, las disfunciones microeconómicas y las prácticas financieras de alto riesgo.

Los desequilibrios macroeconómicos

La crisis financiera es proporcional a la situación de fragilidad que se había desarrollado en la economía mundial; una fragilidad camuflada por sus éxitos. Es lo que se llama, según Hyman Minsky, la «paradoja de la tranquilidad»: las crisis de sobreendeudamiento se incuban mientras todo va bien y los agentes económicos (empresas, hogares...) se benefician del crecimiento y de los bajos tipos de interés para endeudarse a veces más de lo que sería razonable. Pero cuando los tipos de interés empiezan a subir, en particular debido a la restricción monetaria, el endeudamiento que parecía sostenible en vista del nivel moderado de los tipos pasa a ser insostenible y se convierte en sobreendeudamiento. En el caso de la crisis financiera que empezó en 2007, la «paradoja de la tranquilidad» fue acompañada de una «paradoja de la credibilidad»: al haber tenido la lucha contra la inflación unos resultados muy favorables, la credibilidad de los bancos centrales y de las autoridades monetarias resultaba reforzada.

El modelo de base para comprender la sucesión de acontecimientos que condujo a la crisis es el de la teoría del sobreendeudamiento inspirado en la obra de Irving Fisher de 1933. Tradicionalmente, todo empieza con un choque de productividad que tiene una incidencia positiva sobre el crecimiento, que alimenta a su vez las expectativas de beneficios y se traduce en un aumento de las inversiones y por consiguiente, del crédito. No obstante, esta dinámica comporta varios mecanismos de estabilización. En efecto, la expansión del crédito se ve normalmente limitada por el alza de la inflación, que conduce a una restricción de la política monetaria y la subida de los tipos de interés. Además, los bancos se ven sujetos a unas limitaciones en su oferta de crédito debido a sus necesidades de fondos propios. Salvo que en los últimos tiempos, los estabilizadores automáticos no funcionaron como de costumbre. A continuación se explica el porqué.

En el caso de la crisis de las *subprime*, el punto de partida parece ser el exceso de liquidez a escala mundial^①, principalmente debido a los importantes superávits comerciales y a la elevada tasa de ahorro de los países emergentes, China en particular, y los países exportadores de materias primas. Esta gran liquidez mundial no se tradujo en inflación de los bienes y servicios, sino incluso al contrario^②: la inflación mundial no cesó de bajar y su volatilidad se desplomó. A esta estabilidad de

la inflación se añadió una menor fluctuación del PIB y sus componentes, un fenómeno calificado de «gran moderación» (*great moderation*). Ello fue igualmente acompañado de una mejora de la situación macroeconómica y una modernización de las estructuras financieras de los países emergentes. Por consiguiente, se daban todos los elementos necesarios para favorecer la confianza. Ello conllevó una disminución de la aversión al riesgo entre 2003 y 2006^③ y la abundante liquidez llevó a los agentes a buscar unos activos más arriesgados para sus inversiones, en búsqueda de rendimiento. Esto hizo bajar los rendimientos, o dicho de otro modo, las primas de riesgo. A medida que pasó el tiempo, se asumieron más riesgos sin estar correctamente remunerados. Se estaban empezando a dar las condiciones para un giro brutal, pero los actores financieros se resistían a tenerlo en cuenta, apegándose a la idea de que los bancos centrales continuaban velando por la estabilidad del sistema. La bajada de la inflación y de su volatilidad junto con la reducción de las primas de riesgo hizo bajar los tipos de interés a largo plazo^④, a pesar de la restricción (demasiado tardía en opinión de algunos) de la política monetaria estadounidense. La bajada de los tipos y de las primas de riesgo alentó un crédito abundante y barato^⑤. Ello favoreció también las operaciones con un gran efecto de apalancamiento. Si bien el exceso de liquidez no tuvo un impacto sobre el precio de los bienes y servicios, sí lo tuvo sobre el precio de algunos activos^⑥: las bolsas mundiales avanzaron, así como los precios inmobiliarios. Esta apreciación favoreció la expansión de los créditos hipotecarios, ya que los préstamos estaban garantizados con el valor de los activos inmobiliarios (principio de acelerador financiero^⑦). La revalorización de los activos tuvo igualmente una incidencia sobre el consumo y se tradujo en un repunte del optimismo propicio para el crecimiento (efecto de riqueza^⑧).

Las disfunciones microeconómicas

Tras el desplome de los valores bursátiles a partir del 2000, los intermediarios financieros tuvieron que encontrar otras inversiones para satisfacer a sus clientes que les ofrecieran una rentabilidad elevada^①. Cuando los mercados bursátiles están a media asta, los inversores se suelen dirigir hacia los mercados de renta fija (*flight to quality*). No obstante, debido a los desequilibrios macroeconómicos analizados más arriba, los tipos actuariales eran muy bajos^②. Para hacer frente a esta exigencia de rentabilidad —reforzada por la competencia de nuevos intermediarios financieros (*hedge funds* en particular)— los bancos adoptaron dos tipos de estrategia: aumentaron su volumen de actividad relajando las condiciones de concesión de préstamos^③, e innovaron^④.

El comportamiento de los bancos en lo que se refiere a la concesión de préstamos es tradicionalmente procíclico: los criterios se suavizan cuando la coyuntura es favorable y se endurecen en caso de desaceleración. En el caso de la crisis de los créditos *subprime*, este efecto se produjo totalmente. En efecto, varios estudios empíricos demuestran que las instituciones financieras de los Estados Unidos fueron laxas en la concesión de préstamos a los hogares.

Normalmente, el aumento del volumen de créditos debería haber ido acompañado de un incremento de las necesidades de fondos propios de los bancos. Pero en los últimos años, este mecanismo estabilizador no se produjo totalmente. Las instituciones financieras se adaptaron muy bien a esta limitación innovando, particularmente elaborando nuevos vehículos de titulización⁵ ⑥.

Las prácticas financieras de alto riesgo

Hay un gran consenso entre los economistas en reconocer las ventajas de la innovación financiera. En efecto, ésta permite una reducción de los costes de transacción y una mayor flexibilidad de las operaciones financieras. También se supone que contribuye a la eficiencia de los mercados, mejorando el proceso de formación de precios, y permite una mejor asignación de riesgos. Por otra parte, incluso actualmente, cuando todo el mundo reconoce el papel esencial que la titulización ha desempeñado en la crisis hipotecaria, esta práctica no está en cuestión por sí misma.

La titulización es una operación financiera que consiste en transformar préstamos bancarios tradicionalmente ilíquidos en títulos fácilmente negociables en los mercados, mediante una entidad jurídica *ad hoc*. Lo más habitual es que el banco que ha concedido los préstamos iniciales los ceda a un vehículo específico (*special purpose vehicle* o SPV) que financia esta adquisición emitiendo títulos en los mercados. Los inversores que compran los títulos reciben como contrapartida los ingresos (intereses y reembolso del principal) procedentes de los préstamos. La titulización permite a los bancos transferir el riesgo de crédito. El operador bancario o financiero que cede los créditos que otorgó inicialmente puede continuar sus operaciones sin modificar su base de fondos propios. La titulización forma así parte de un amplio proceso de desintermediación y negociación en los mercados.

En teoría, la negociación en el mercado de los créditos debería de mejorar la eficiencia del sistema financiero, permitiendo una mejor diseminación del riesgo. En la práctica, como la entidad inicial ya no conserva los riesgos, no es tan estricta en el análisis de los mismos (*screening*) y su seguimiento (*mo-*

nitoring). En consecuencia, la cantidad de créditos en el sistema asciende, su calidad media se degrada, los fondos propios bancarios que los garantizan son relativamente cada vez más bajos, y el riesgo asumido por el comprador del título aumenta. Para limitar los riesgos de comportamiento oportunista del cedente, la solución consiste, en teoría, en dividir la cartera de préstamos en varios tramos con más o menos riesgo y que el cedente conserve el de más riesgo, el llamado tramo *equity* (o *First Loss Position*). Al sólo ceder una fracción de los préstamos, además la de menos riesgo, la entidad inicial está motivada para ejercer plenamente su actividad de selección y control. Además, cuanto más elevado es el tramo *equity*, menos expuestos están los inversores. No obstante, en la práctica es difícil saber qué parte conserva efectivamente la entidad inicial: al multiplicarse las herramientas de transferencia de riesgos (CDS y otras), ya no se sabe realmente quién soporta qué. Por otro lado, parece que la titulización incita a los bancos a tomar más riesgos al permitirles transferir una parte de ellos.

Si el sistema financiero funciona correctamente, los riesgos se asignan ciertamente de manera óptima hacia quienes aceptan asumir sus consecuencias; pero ello no implica que tengan la capacidad de asumir efectivamente los riesgos. El seguimiento de los flujos financieros resulta finalmente imposible y la concentración de riesgos puede alimentar el riesgo del sistema.

El desarrollo de la crisis y sus efectos

Los efectos a corto plazo

Una consecuencia inicial bastante inesperada de la crisis financiera fue que la liquidez desapareció del mercado interbancario, mientras que la liquidez macroeconómica global continuó aumentando muy rápidamente.

El alza de la morosidad de los préstamos inmobiliarios (sobre todo en los Estados Unidos) junto con la crisis de liquidez afectaron fuertemente los resultados de los bancos. De hecho, la estimación de las pérdidas ha empeorado sin cesar desde el principio de la crisis. Desde marzo de 2008, un cierto consenso parece situarse en torno a los 400.000 millones de dólares. En abril de 2008, el FMI incluso estimó que la crisis financiera costaría 565.000 millones de dólares a los bancos y hacia un billón de dólares a todo el sector financiero. Si estas previsiones se confirman, la crisis *subprime* podría costar el equivalente de 7 puntos del PIB a los Estados Unidos, es decir el doble que la crisis de las cajas de ahorros (*saving & loans*) de finales de los años 80.

La crisis provocó igualmente una reducción enorme del apalancamiento. Ello se reflejó en primer lugar en una disminución de los productos estructurados (*deleveraging*). Los fondos de LBO (*leveraged buy out*) también resultaron fuertemente afectados por la crisis. En cuanto a los *hedge funds* o fondos de inversión libre, que habían resistido bastante bien a la crisis en los primeros meses, la situación se complicó hasta el punto que varios de ellos tuvieron que suspender las solicitudes de reembolso de sus clientes o liquidar sus carteras. En general, los fondos de inversión libre se vieron afectados, como los demás, por el agotamiento de las fuentes de financiación y el deterioro de la situación de los mercados financieros.

Evidentemente, la crisis también ha impactado negativamente el consumo y el empleo. Según las estimaciones del FMI a abril de 2008, el crecimiento estadounidense debería de situarse en el 0,5% en 2008 y el 0,6% en 2009. En Francia (así como en Alemania), el crecimiento previsto en 2008 es del 1,4%.

Los efectos a largo plazo

Un primer efecto duradero de la crisis financiera debería ser un alza de los costes de financiación de la economía, por dos motivos: el aumento del coste de financiación de los bancos y el incremento de las primas de riesgo soportadas por las empresas y los hogares que se endeudan.

También cabe esperar una disminución de las operaciones de titulización, cuya principal consecuencia será la necesidad de los bancos de tener más fondos propios, ya que deberán conservar una mayor fracción de créditos en sus balances. Por consiguiente, la necesidad de capital de las economías occidentales (Estados Unidos, Europa, Japón) va a aumentar de modo duradero. Por una parte, los fondos de inversión van a recurrir menos al apalancamiento porque el coste de la deuda será mayor y la oferta de crédito, limitada; por otra parte, los bancos necesitarán más capital reglamentario porque tendrán que mantener una mayor proporción de créditos en sus balances. El problema es que es poco probable que aumente la demanda de acciones en los países occidentales.

La única solución es ir a buscar el ahorro para invertir en acciones donde se encuentra potencialmente, es decir en los países emergentes y exportadores de materias primas. Los superávits de los países emergentes y exportadores de materias primas se habían reutilizado hasta ahora principalmente a través de la acumulación de reservas de divisas por parte de los bancos centrales de estos países, que invertían casi exclusivamente en activos sin riesgo. Por consiguiente, el potencial para que una mayor parte de estos

excedentes se destine a la inversión en acciones es considerable.

Esta evolución ha arrancado de manera espectacular con las tomas de participación o aportaciones de fondos propios de algunos fondos públicos de inversión o fondos soberanos (*sovereign wealth funds*) en el capital de grandes bancos. Aparte de una reacción a corto plazo ante la pérdida de fondos propios debida a las provisiones realizadas después de la crisis, cabe ver en este recurso para las ampliaciones de capital al ahorro de los países emergentes y exportadores de materias primas una tendencia a largo plazo, ya que la necesidad adicional de capital de los grandes países de la OCDE no puede satisfacerse con el ahorro local.

La crisis financiera también ha hecho aparecer una exigencia de liquidez que debería tener numerosas consecuencias. En primer lugar, hará más difícil la financiación de las pequeñas y medianas empresas, ya que por definición los títulos de deuda o de capital emitidos por éstas son poco líquidos, es decir difíciles de negociar. A continuación, cambiará el papel de las finanzas. Recientemente, la función del sector financiero ha sido sobre todo la transferencia de riesgos, principalmente a través de los mercados de derivados y la titulización. Si el volumen de titulización cae en el futuro, y si la necesidad que se refleja en los mercados financieros se convierte en una necesidad de liquidez, cabe prever que el sector financiero ya no se dedique a organizar la transferencia de riesgos, sino a facilitar el mantenimiento de la liquidez. Ello implicaría el desarrollo de los mercados caracterizados por mantenerse líquidos (mercados de gran tamaño para activos estandarizados) así como el desarrollo de una actividad (remunerada) de proveedor de liquidez.

¿Cuáles son las repercusiones previsibles para los bancos en este nuevo entorno? En vista de lo anterior, cabe pensar que el tamaño de los bancos aumentará: los grandes bancos pueden fácilmente emitir títulos de deuda líquida, obtener fondos propios de los inversores de los países emergentes y a la vez diversificar los riesgos de impago. Por consiguiente, puede esperarse que el movimiento de concentración bancaria continúe.

Finalmente, el entorno parece incansablemente generador de burbujas. Los inversores siguen teniendo acceso a una abundante liquidez. Además, no parecen haber renunciado, a pesar de las repetidas crisis, a buscar unos rendimientos elevados, lo que les empuja hacia el mimetismo. Ello concentra la liquidez en un pequeño número de activos haciendo aumentar exageradamente sus precios, lo que lleva a la aparición de burbujas.

Las intervenciones para encauzar la crisis

Las intervenciones públicas para encauzar la crisis que empezó en agosto de 2007 pueden clasificarse en tres categorías:

- acudir a la ayuda de los hogares para limitar el aumento de impagos;
- flexibilizar la política monetaria inyectando liquidez y, eventualmente, actuando sobre los tipos de interés;
- intervenir como prestamista de última instancia, incluso como comprador de última instancia.

Defender la solvencia de los prestatarios

Desde finales de agosto de 2007, el gobierno estadounidense ha anunciado varias medidas para evitar las situaciones de impago de los hogares. El plan llamado «*Hope Now Alliance*» fue presentado oficialmente a principios de diciembre de 2007, con un doble objetivo: primeramente proteger a los hogares más frágiles, pero también encauzar la crisis. La principal medida destinada a limitar los impagos hipotecarios es congelar, bajo ciertas condiciones, los tipos de interés de los préstamos de alto riesgo a tipo variable (*adjustable rate mortgage*).

La administración Bush también anunció a principios de 2008 un plan presupuestario de relanzamiento de unos 150.000 millones de dólares, o sea el equivalente del 1% del PIB. Este plan, junto con una reducción de los ingresos fiscales, tendrá evidentemente como consecuencia el agravamiento del déficit de los EE.UU.

La política monetaria

Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, los bancos centrales han demostrado una gran capacidad de reacción. Han actuado a la vez para evitar una crisis bancaria sistémica y para limitar las repercusiones sobre el crecimiento, separando, en la medida de lo posible, ambos objetivos. Asimismo, la Reserva Federal estadounidense ha aprovechado estos acontecimientos para innovar en cuanto a sus procedimientos de intervención.

Los bancos se financian tradicionalmente tomando dinero prestado a corto plazo en el mercado interbancario. Pero la crisis financiera que empezó en 2007 se ha caracterizado por una gran desconfianza mutua entre los bancos, lo que ha conllevado un alza de los tipos a tres meses. Normalmente, las tasas interbancarias a tres meses no superan en más de 20 puntos básicos el tipo oficial del banco central, considerado sin riesgo. Pero desde agosto de 2007, este *spread*

(diferencial de tipos) es entre dos y seis veces más alto.

Desde el principio de la crisis, los bancos centrales han, pues, intervenido masivamente para suministrar liquidez, esperando así reducir las tensiones del mercado monetario y restablecer la confianza. La política monetaria se ha caracterizado también por una extensión de la duración de los préstamos, una ampliación de las garantías y la posibilidad para nuevos actores financieros de obtener refinanciación de la Fed.

Además de proveer liquidez, para reducir el impacto de la crisis financiera sobre el crecimiento la Fed ha bajado considerablemente su tipo de referencia, que ha pasado del 5,25% a principios del verano de 2007 al 2,25% a finales de marzo de 2008. En cambio, el BCE no ha bajado su tipo oficial, pero ha renunciado a aumentarlo hasta junio de 2008.

La función de prestamista de última instancia (PUI)

En cualquier momento, los bancos pueden resultar afectados por una crisis de liquidez, ya que utilizan una parte de sus recursos líquidos para financiar unos empleos ilíquidos. Por consiguiente, no disponen de la liquidez suficiente para hacer frente a una retirada de una parte importante de su pasivo líquido (para hacer frente a un pánico bancario), aunque sean solventes. Así pues, para que los bancos puedan seguir financiando activos ilíquidos, hace falta un PUI que garantice que pueden hacer frente a las retiradas imprevistas, lo que hace desaparecer el riesgo de retirada (ya que los prestamistas a corto plazo de los bancos saben que no corren el riesgo de que no se les reembolse su dinero).

El papel de PUI lo desempeñan los bancos centrales, que pueden prestar fondos adicionales a los bancos tomando sus activos como garantía. Desde el principio de la crisis, el Banco de Inglaterra tuvo que nacionalizar (temporalmente) en febrero de 2008 al banco hipotecario Northern Rock, y en marzo de 2008 la Fed tuvo que acudir a la ayuda del quinto banco de inversión estadounidense Bear Stearns. Cabe resaltar que es la primera vez que las autoridades monetarias de los EE.UU. han rescatado un banco de inversión.

Mejorar la gestión financiera

De la crisis aún no concluida de las hipotecas *subprime* ya se pueden extraer varias lecciones que constituyen, en ciertos casos, recomendaciones para las políticas públicas.

Funcionamiento de las agencias de calificación y transparencia de la información

Exigir que las agencias de calificación sean transparentes en cuanto a sus modelos y metodologías.

Imponer a dichas agencias la integración en sus evaluaciones del riesgo de liquidez y los riesgos operacionales junto con los riesgos de crédito. Ello puede traducirse en la asignación de una calificación complementaria a las ya existentes o en la utilización de una escala de calificaciones distinta cuando se trata de productos estructurados.

Adoptar unos mecanismos destinados a reducir los conflictos de intereses entre los emisores y las agencias de calificación. Proponemos igualmente revisar el sistema de tarificación con, preferentemente, una fórmula de abono: cada cliente de una agencia de calificación pagaría una tarifa plana anual que cubriera una amplia gama de prestaciones. Más allá de esta gama se cargarían unos gastos adicionales (que podrían depender más del carácter de las operaciones en cuestión que de su importe).

Reforzar el código de conducta de la OICV para incitar a las agencias de calificación a separar más claramente sus actividades de calificación de las de asesoría.

Crear un sello europeo de agencias de calificación a imagen de la estadounidense NRSRO. Este sello podría ser asignado por el CESR (*Committee of European Securities Regulators*).

Revisar la clasificación de los productos financieros que se ofrecen a los inversores, incorporando el riesgo de liquidez como criterio. Exigir que las redes que los recomiendan (bancos, aseguradoras...) se refieran a la clasificación de las IIC del regulador financiero.

Adecuación entre el activo y el pasivo de los bancos

Definir unas normas internacionales de liquidez. Éstas deben ser sencillas y transparentes, a pesar de la complejidad de las finanzas de hoy en día. No obstante, antes de cualquier medida es indispensable refinar los conceptos y los modelos de gestión del riesgo de iliquidez. Este trabajo de análisis debería realizarse previamente a cualquier acuerdo internacional, y la tarea de organizar estos trabajos debería corresponder al Comité de Basilea (ampliado a los países emergentes).

Integrar las consideraciones de liquidez en la «limpieza» de Basilea II para cada uno de estos tres pilares: la definición del ratio de solvencia (primer

pilar), el ejercicio de la supervisión bancaria (segundo pilar) prestando cada vez más atención en este ejercicio a la liquidez, la «disciplina de mercado» (tercer pilar) ya que los bancos tendrán que ser más transparentes sobre su situación de liquidez.

Aumentar las ponderaciones de las «líneas de liquidez» («*contingency lines*») mediante las cuales los bancos se comprometen a recomprar los créditos que hayan titulado.

Poner en la agenda de la presidencia europea, a partir del 1 de julio de 2008, una «limpieza» de la directiva sobre la adecuación de los fondos propios (CRD).

Normas contables

Flexibilizar las normas de contabilización según el valor de mercado para los inversores institucionales, permitiéndoles nivelar sus plusvalías o minusvalías latentes a lo largo de varios años en caso de que mantengan sus títulos hasta el vencimiento.

Gestión internacional

A escala europea

A corto plazo, hacer avanzar y reforzar los comités de nivel del proceso Lamfalussy 3 (el CESR para los reguladores financieros, el CEBS para los bancos y el CEIOPS para los seguros), como recomienda Tommaso Padoa-Schioppa.

A medio plazo, crear un sistema europeo de supervisores bancarios a imagen del sistema europeo de bancos centrales, como sugiere Michel Peberneau.

A escala mundial

Incorporar los principales países emergentes y representantes de países en desarrollo a los trabajos sobre la liquidez.

Sustituir el G7/G8 por un G13 o un G15, que permita incorporar como miembros de pleno derecho a los grandes países emergentes (China, India, Brasil, Indonesia...)

Velar por que la reglamentación no beneficie, finalmente, a las plazas financieras *offshore*. De nuevo, ello requiere la mayor concertación posible.