

Reflexiones sobre la crisis financiera internacional

Publicado por: Lorenzo Dávila

Tras la reciente reunión del G-20 en Londres con motivo de la crisis financiera internacional, un grupo de profesionales del sector financiero, profesores del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), se ha reunido para reflexionar acerca de las principales propuestas que en estos momentos están encima de la mesa de muchas administraciones, aportando nuestra visión sobre el tema.

Hace algo más de un año que la Reserva Federal de EEUU se vio obligada a intervenir en la financiación del rescate de Bear Stearns, fuertemente afectado por la crisis subprime, por parte de JP Morgan. Había cambiado el paradigma de demasiado grande para caer a demasiado interconectado para caer.

Tras el rescate de Bear Stearns se han efectuado inyecciones de liquidez, recapitalizaciones, nacionalizaciones parciales que obligan a transferir fuertes partidas de recursos públicos a mantener el maltrecho sistema financiero internacional, en lo que cada vez parece más un pozo sin fondo. En este contexto se alzan voces a favor de diferentes estrategias a seguir tomando como referencia las experiencias del pasado, tales como el rescate sueco de los años 90, o incluso el articulado por Roosevelt durante la Gran Depresión.

En el momento actual nos encontramos con que la burbuja creada en torno a los activos inmobiliarios, sostenida durante varios años, llevó al sistema a un sobreendeudamiento que, unido a expectativas deflacionistas latentes sobre dichos activos, ha tenido un efecto devastador una vez que el colateral del endeudamiento (los activos inmobiliarios) pincha. Nos encontramos ante una situación de sobreendeudamiento, sobreproducción y subconsumo, que implica una destrucción de capital, infrautilización de medios de producción y aumento de la productividad, es decir, del desempleo.

Desde el lado de los precios, la quiebra brusca de expectativas ha intensificado las fuerzas deflacionistas, y por mucho que 'hinchén' los balances los bancos centrales, no funciona el multiplicador monetario y no hay, ni lo más probable es que haya, inflación en los próximos 2 o 3 años. El riesgo en este sentido es que se pueda pasar de deflación a hiperinflación debido a los problemas de financiación y a las necesidades de monetización, como ya estamos viendo en EEUU y Reino Unido, quizás las dos economías más afectadas por la crisis financiera internacional.

Junto a este problema, habría que añadir otro como es la insolvencia que presenta el sistema financiero y bancario. Ya no es un problema de liquidez, después de las inyecciones masivas por parte de los bancos centrales y de la huida del equity, que acude en masa a las emisiones de renta fija avaladas por los Estados, sino de solvencia de muchas entidades.

Este problema de solvencia viene unido a la desaparición de los mercados de derivados de crédito, como los CDO's o los CLO's, que los inmoviliza en los balances de los bancos, obligándolos a destinar sus recursos a provisionarlos, en lugar de a prestarlos a empresas y particulares, que es su negocio.

Minimizar el coste

Los continuos rescates que estamos viendo casi a diario obligan a las autoridades públicas a recapitalizar a los bancos que están atados a estos activos 'tóxicos', con el consiguiente coste para las arcas públicas. La solución al problema pasa necesariamente por minimizar este coste para los Estados.

Una posible respuesta pasaría por dejar de arrojar arena al pozo sin fondo y tratar de taponarlo con alguna plancha que nos permita seguir sin caer nos mientras el tiempo termina por poner las cosas en su sitio. Al fin y al cabo, muchos CDO's terminarán siendo fallidos, pero otros muchos no, por lo que tener en cuenta esto nos permitiría articular soluciones menos costosas.

Una de las soluciones que se han venido barajando los últimos meses ha sido la referente a la creación de un 'banco malo' que compre esos activos 'tóxicos', saneando así los balances de los bancos. El principal problema que plantea esta solución es que la iliquidez del mercado de CDO's y la falta de mercado real se traduce en la falta de precios de referencia para los activos, independientemente de si se trata de CDO's con mejor o peor rating, por lo que cualquier estrategia basada en la compra de estos activos plantea varios problemas difíciles de solventar, como es, en primer lugar, que el precio fijado por parte de los Estados será siempre teórico, ficticio y no contrastable con las transacciones que se estén produciendo en este mercado, al ser estas últimas inexistentes.

Si el precio fijado es muy bajo, empeora los balances de los bancos, aumentando su necesidad de realizar provisiones, lo que al final exige la inyección de nuevos fondos públicos para recapitalizarlos. De hecho, el Plan de medidas de rescate del sector financiero (TARP) que propuso Paulson se desestimó, reconduciéndolo hacia la recapitalización, subrayando que ésta se utilice para mantener el dinamismo del crédito y evitar un mayor daño.

Por otro lado, y aunque el precio que finalmente se fijase quedara bien ajustado a la probabilidad de cobro en el futuro por parte del Estado, esto supondría un fuerte desembolso inicial en un momento en el que también tiene que destinar recursos a la recuperación de otros sectores de la economía.

La última versión de 'banco malo' viene de la mano del secretario del Tesoro norteamericano, Tim Geithner, en la línea de lo presentado hace más de seis meses por su predecesor en el cargo, Henry Paulson, sólo que incorporando inversores privados para abaratarlo, y en lugar de articular la compra directa por el Estado, como hacía el plan Paulson, en esta ocasión se presta a los inversores privados a través del fondo de garantía de depósitos (FDIC) y la Reserva Federal, para que sean ellos quién los compren, si bien el riesgo de default lo asume el Estado.

Otra alternativa a la creación del 'banco malo' pasa por una medida que ha comenzado a realizarse en el Reino Unido hace apenas unas semanas, avalando los activos tóxicos existentes. Esta medida no reactiva el mercado de estos activos, pero permite liberar recursos de las provisiones a los bancos que pueden destinar a la concesión de créditos.

No obstante, el objetivo no es la liquidez, sino garantizarlo y esperar al vencimiento. Aunque todavía es pronto para evaluar su efecto, puede ser una

solución en la que el coste para el Estado se difiere en el tiempo en función de cuando vayan apareciendo los default.

Otra opción que queremos poner sobre la mesa para el debate pasaría por intentar reactivar y dotar de liquidez al mercado de CDO's, en lugar de trasladar su titularidad, o simplemente garantizarlos para liberar recursos. En este sentido, la propuesta podría pasar por transformar los activos tóxicos en activos de deuda pública, a través del aval de cada uno de los Estados en los que sus bancos estén contaminados, al tiempo que tendrían que nombrarse varios market makers en cada uno de los bancos que tienen en sus carteras activos tóxicos, con el objetivo de dotar al nuevo mercado de un mínimo de liquidez desde su nacimiento.

Dichos activos renombrados operarían como una especie de CDO's gubernamentales cuyo rating sería el mismo que el del propio Estado, que asumiría el riesgo de impago. Se podría incluso estudiar la posibilidad de que sólo algunas tranches de los CDO's, los seniors, se convirtieran en el nuevo activo, quedando la idea del 'banco malo' para los más agresivos, aunque esto implicaría un alto coste para las arcas públicas, por lo que no sería recomendable.

El Estado debería cobrar una cantidad anual por la garantía ofrecida, por lo que una parte del cupón a cobrar por el tenedor sería transferida a una cuenta pública. Por ello, a mayor vencimiento de este nuevo activo, mayores serían los ingresos para el Estado por este concepto.

La creación de este nuevo mercado de CDO,s gubernamentales permitiría ganar tiempo a la espera de la recuperación del mercado inmobiliario internacional, que puede tardar algunos años. A medida que el mercado inmobiliario se recupere, los defaults de los CDO,s se irán reduciendo paulatinamente, y los CDO,s gubernamentales exigirían cada vez un menor compromiso financiero para los Estados. El resultado final para las arcas públicas estaría por ver.

Esta alternativa, para ser eficiente, debería implementarse de manera masiva y simultánea en todos los países cuyos bancos están afectados por la tenencia de activos 'tóxicos', y de ahí la dificultad de su implementación, pero supondría ir mucho más allá de lo realizado hasta ahora (avales concretos por parte de algunos Estados a las carteras de CDO's de ciertos Bancos que se encuentran con especiales dificultades) y culminaría en una transformación radical del actual mercado de CDO's. Bien es verdad que habría que evitar arbitrajes entre diferentes jurisdicciones, para lo que sería necesario un acuerdo global.

Otra de las consecuencias de esta crisis es que también ha llevado a la paralización del mercado de CDS que está cubriendo el riesgo de impago de las emisiones de CDO's. La idea de aparcarse los CDO's en un 'banco malo' no supone ninguna solución para el mercado de CDS, mientras que la creación de este nuevo activo lo reactivaría: caería el precio de los CDS a niveles similares a los de los CDS sobre deuda pública, al tiempo que subiría el precio de los CDO,s a los que cubre, convertidos ahora en el nuevo activo, con un efecto aproximadamente neutro en las carteras.

Teniendo en cuenta que el 70% del mercado de CDS sobre CDO es OTC, es decir, tiene riesgo de contrapartida, desaparecería gran parte del riesgo que ahora están asumiendo los compradores de CDS frente a los vendedores, que al día de hoy no pueden asumir sus compromisos.

Fuente: Expansión