Número 3

INSTITVTO JUAN Ð MARIANA INSTITVTE

Observatorio de Coyuntura Económica

Boletín Enero - Marzo

Primer Trimestre 2008

Observatorio de Coyuntura Económica IJM.
Director:
Juan Ramón Rallo

INSTITVTO JUAN Ð MARIANA
Calle del Angel, 4
Madrid, Madrid
España

IJM INSTITVTO JUAN Ð MARIANA

Contenido

1. Introducción 2

2. Antecedentes 3

3. La crisis durante el primer trimestre de 2008 20

4. Políticas públicas contra la crisis 45

Políticas de la Fed 45

5. El rescate de Bear Stearns 72

6. Perspectivas y soluciones 82

7. Conclusión 86

1. Introducción

La crisis financiera que estalló oficialmente en agosto de 2007 siguió dejando sentir sus consecuencias durante el primer trimestre de 2008. La contracción crediticia, que con tanto ahínco trataron de combatir los bancos centrales durante los trimestres precedentes, continuó recrudeciéndose durante los primeros tres meses de este año con el conocido colofón del rescate del banco de inversión estadounidense Bear Stearns.

Aunque el *credit crunch* todavía no ha desatado sus peores manifestaciones, el rescate de Bear Stearns y con anterioridad del Northern Rock pone de relieve uno de los mitos más extendidos acerca del sistema monetario actual: que los bancos centrales pueden evitar la quiebra de cualquier banco.

Una de las críticas más habituales en contra del patrón oro consistía en las quiebras masivas de bancos que supuestamente generaba. Los bancos centrales, sometidos a la rígida disciplina del oro, no podían reanimar a los bancos privados con su política monetaria, por lo que todo el sistema financiero se venía abajo durante varios años.

Los evidentes defectos inflacionistas del dinero fiduciario venían sobradamente compensados por este seguro antiquiebras.

La presente crisis, sin embargo, está demostrando que el dinero fiduciario tampoco es capaz de rescatar a los bancos privados cuando incurren en la mala práctica de endeudarse a corto plazo y prestar a largo. Las expansiones crediticias propiciadas por los bancos centrales sólo han logrado envilecer la moneda, pero no restablecer la solvencia y la liquidez de los bancos.

La adecuada comprensión de la crisis actual requiere rescatar los escritos de la Escuela Austriaca de Economía y, particularmente, su teoría del ciclo económico, tal y como ha sido expuesta por Ludwig von Mises, Friedrich Hayek o Jesús Huerta de Soto. En este tercer boletín, vamos a seguir aplicando las doctrinas de estos y otros autores para ofrecer una interpretación alternativa a la actual crisis económica que puede ayudar a una selección más adecuada de las políticas contra la misma.

2. Antecedentes

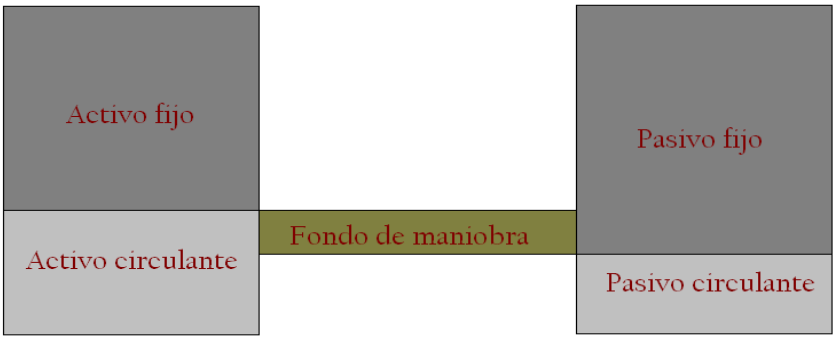
Las rebajas de tipos de interés que implementaron los bancos centrales después de los fatales atentados terroristas del 11 de septiembre con la finalidad de relanzar una estancada economía mundial indujeron a los bancos privados a captar pasivos a esos bajos tipos de interés y a prestarlos a otros proyectos de mayor rendimiento.

El sistema monetario tiende a la iliquidez…

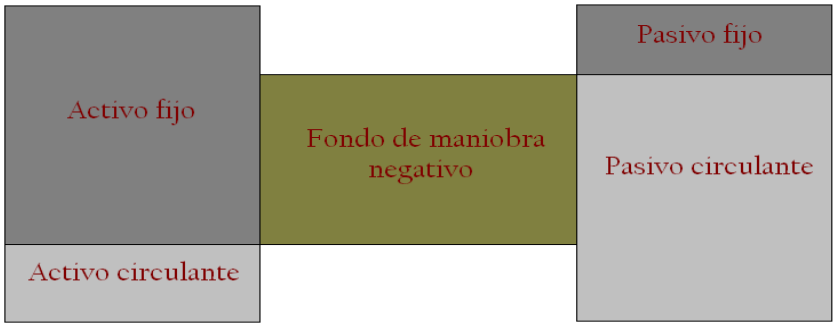
La organización del sistema monetario facilita que los bancos centrales tengan una decisiva influencia en los tipos de interés del mercado. Toda empresa debe ser solvente y líquida para proseguir sus operaciones; pero los bancos tienen concedido el privilegio de ser permanentemente ilíquidos y, con mucha probabilidad, también insolventessi la liquidación del activo fijo se produjera a una descuento lo suficientemente grande como para que no pudiera ser cubierto por los fondos propios.

Y es que si toda empresa debe contar con un fondo de maniobra positivo (parte de los pasivos a largo plazo que financian el activo a corto plazo), los bancos operan a la inversa, dado que su fondo de maniobra es estructuralmente negativo (financian casi todo el activo fijo a través de los pasivos a corto plazo):

Balance empresarial



Balance bancario



Este fondo de maniobra negativo genera una posición de iliquidez permanente en los bancos que podría dar lugar a su insolvencia si la enajenación del activo fijo se produjera a una descuento lo suficientemente grande como para que no pudiera ser cubierto por los fondos propios.

Los bancos, sin embargo, son capaces de evitar la suspensión de pagos recurriendo a los mercados interbancarios para cubrir sus necesidades diarias de caja. En estos mercados, las entidades de crédito con reservas excedentarias se las prestan a las entidades con reservas deficitarias.

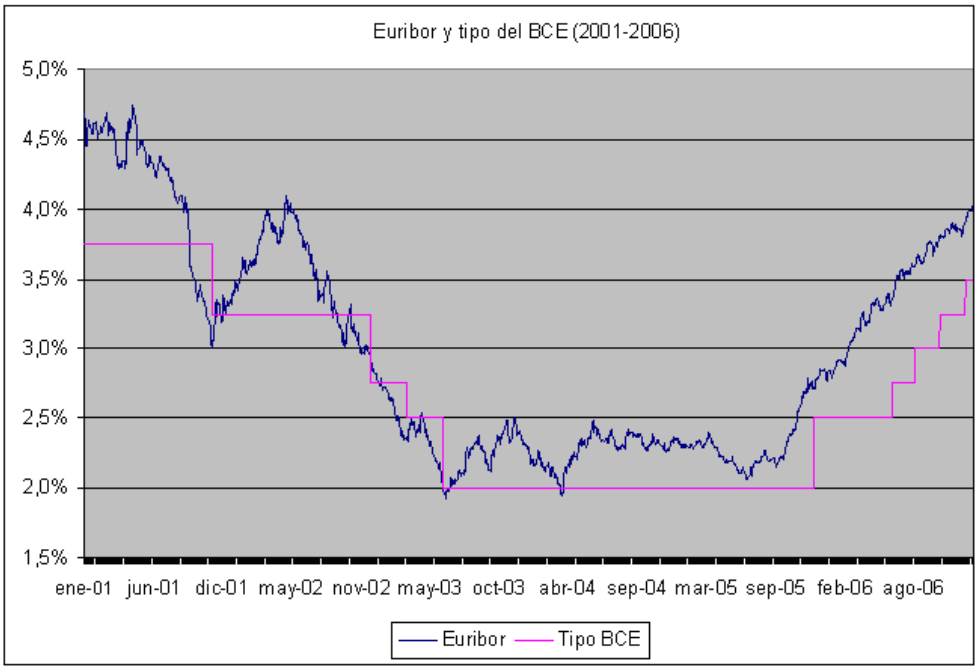
…pero el banco central la evita temporalmente…

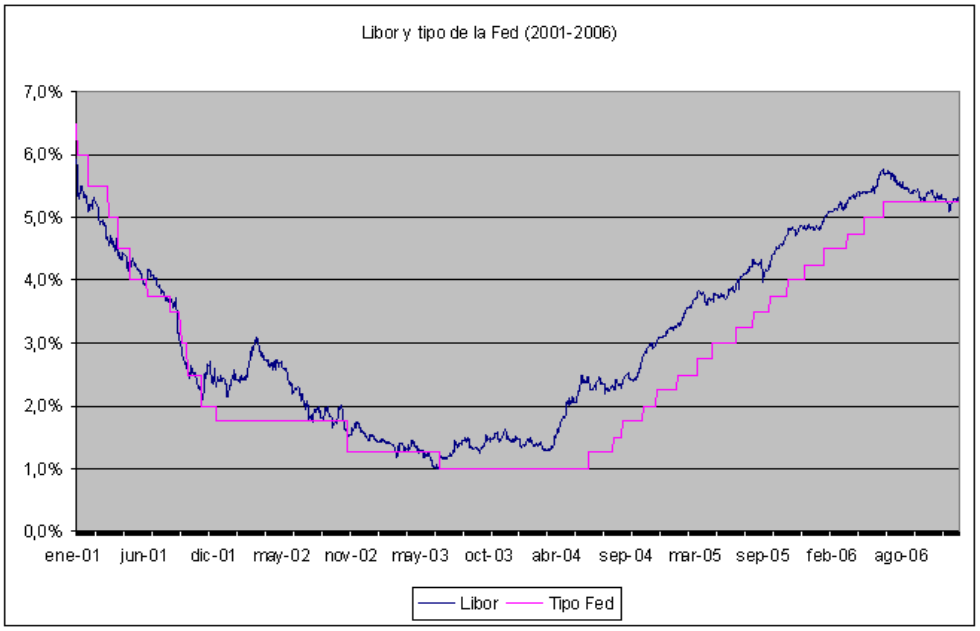
Ahora bien, conviene tener presente que la disponibilidad de esos excedentes no proviene de que los bancos hayan acumulado un volumen de reservas mayor de las que necesitan, sino de que los bancos centrales monetizan buena parte de sus activos a largo plazo. En la zona del euro, por ejemplo, las reservas bancarias sólo cubren el 2% de los depósitos, sin embargo, el BCE con su intervención en los mercados monetarios presta a los bancos "liquidez" adicional contra sus activos a largo plazo.

Esta intervención de los bancos centrales en los mercados monetarios genera un mercado secundario muy líquido para activos que, en principio, deberían ser muy ilíquidos (como las hipotecas titulizadas)[1]. En cierta medida, los bancos centrales intentan incrementar la cantidad de fondos prestables convirtiendo a los créditos bancarios a largo plazo en equivalentes al dinero.

Por eso las rebajas de tipos de los bancos centrales y las inyecciones extraordinarias de liquidez tienden a lograr el objetivo de presionar a la baja los tipos de interés en los mercados interbancarios.

[1] MELCHIOR Palyi (1961). *La Reserva Federal [descontando al deuda pública de los bancos] crea un mercado seguro para la deuda pública (…), motivo por el cual estos títulos se convierten en equivalentes a los saldos de caja. Su monetización por los bancos y remonetización por la Reserva Federal son los procesos clave por los que el valor de la moneda se diluye.* An Inflation Primer, págs. 16-17.





Esta mayor capacidad de los bancos para endeudarse y expandir el crédito a los particulares se vio reforzada por la organización del sistema financiero internacional, donde se desarrolló una exagerada euforia por las titulizaciones de activos y otras técnicas que pretendían reducir el riesgo de los activos bancarios.

Los dos resortes más novedosos de este sistema financiero eran los productos estructurados CDO y los derivados CDS. Los primeros pretendían reducir el riesgo de activos muy arriesgados (como hipotecas *subprime*) diversificando estos activos con otros de mayor calidad y los segundos afianzando los flujos de pagos futuros del activo por parte de una empresa con un mayor *rating* crediticio.

En todo este esquema tendente a reducir riesgos, las agencias de calificación jugaron un papel importante (si bien no imprescindible) en la medida en que sus insuficientes modelos económicos y la ausencia de competencia les impidieron asignar un riesgo más realista a los activos que evaluaban[2].

De este modo, las familias y las empresas de los países occidentales fueron capaces de captar un volumen inmenso del crédito fiduciario (no respaldado por ahorro real, sino generado mediante el descalce de vencimientos) para inversiones que contaban con un doble riesgo que no fue percibido en toda su intensidad.

…sin tener en cuenta los riesgos de este esquema.

Por un lado, el riesgo de crédito, esto es, la posibilidad de que los deudores impagaran sus deudas. En este caso, la infravalorización del riesgo provenía de no tener en cuenta la naturaleza del ciclo económico en una doble faceta: el incremento de los tipos de interés (riesgo de interés) y de ralentización económica.

En caso de haber conocido la teoría austriaca del ciclo económico, los inversores deberían haberse dado cuenta de dos elementos. Primero, los bajos tipos de interés eran sólo resultado de la intervención de los bancos centrales en el mercado monetario y no resultado de un incremento del ahorro real. Por consiguiente, estos tipos de interés no sólo no eran sostenibles a lo largo del tiempo, sino que después de generar un auge ficticio en la actividad económica, tenderían a elevarse a unos niveles incluso más altos que antes de la intervención en los mercados monetarios[3]. Segundo, el auge artificial de la actividad económica elevó el empleo y las rentas monetarias de los factores productivos (salarios) también de manera insostenible, por lo que tan pronto como comenzara la contracción crediticia, el desempleo volvería a aflorar[4].

Por consiguiente, los inversores (bancos o compradores de titulizaciones) deberían haber sido conscientes de que buena parte de los deudores sólo podía

[2] Para más detalles sobre todo este entramado financiero y, sobre todo, acerca de los motivos que las condenaban inexorablemente al fracaso, puede consultarse las sección de "Antecedentes" y de "La crisis durante el cuarto trimestre" del segundo boletín (octubre-diciembre de 2007) del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

[3] HUERTA DE SOTO, Jesús. *El último efecto que se verifica temporalmente [después del período de expansión crediticia] es el del aumento de los tipos de interés del mercado crediticio. Este crecimiento se produce, tarde o temprano, cuando el ritmo de la expansión crediticia, sin respaldo de ahorro real, deja de aumentar. En este caso, el tipo de interés tenderá a retomar los niveles más elevados que tenía antes del comienzo de la expansión crediticia (…) E incluso subirán por encima del nivel previo que tenían antes del comienzo de la expansión crediticia*. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, pág. 295.

[4] HUERTA DE SOTO, Jesús. *La expansión crediticia genera todo el proceso de descoordinación y mala inversión generalizada que ya hemos descrito, asignando de manera masiva los factores originarios de producción [trabajadores] a unos lugares de la estructura productiva donde no debían estar, pues los empresarios los atraen para alargar y ensanchar la estructura de bienes de capital, sin darse cuenta de que con ello están cometiendo, generalizadamente, un grave error empresarial. Cuando llega la crisis y se ponen de manifiesto los errores cometidos, es preciso que se produzcan de nuevo movimientos masivos de factores originarios de producción y de mano de obra [desempleo]*. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, pág. 330.

seguir pagando la deuda debido a los bajos tipos de interés[5] y a su puesto de trabajo, dos circunstancias que necesariamente tenían que revertirse durante el período en el que debía seguir pagándose la deuda. Cuando los tipos de interés comenzaron a repuntar a partir de 2005 y la desaceleración económica a agravarse, numerosos deudores entraron en *default* y hundieron el valor de los activos.

Por otro lado, los inversores tampoco tuvieron en cuenta el riesgo de liquidez, esto es, la contingencia de que se vieran forzados a enajenar precipitadamente sus activos a un precio inferior al que tenían contabilizado en el balance. Este descuido tuvo lugar por un error doble: la confusión entre liquidez y negociabilidad y la creencia errónea de que los bancos centrales pueden crear liquidez en cualquier momento.

En primer lugar, la liquidez es la facultad de enajenar cantidades crecientes de un activo sin que su precio unitario sufra variaciones. O dicho de otro modo, que la diferencia entre el precio pedido y el ofrecido (*bid-offer spread*) sea mínima y que no se amplíe al incrementar la oferta de ventas. La negociabilidad es la capacidad de un inversor aislado para desprenderse con facilidad de un activo al menos al precio que figura en su balance. La similitud entre liquidez y negociabilidad ocultan un hecho fundamental: los activos ilíquidos podrán ser individualmente negociables, pero no de manera agregada. Si quieren enajenarse cantidades muy grandes de un activo ilíquido tendrán que aceptarse descuentos en su precio en la medida en que se amplíe el *bid-offer spread*.

Los inversores creyeron que todo activo financiero era líquido porque durante el período de bajos tipos de interés podían desprenderse con facilidad de cantidades pequeñas de esos activos (negociabilidad) sin descuento en los precios. El problema es que en los períodos de crisis todos los que han invertido de manera apalancada necesitan captar caja con rapidez y en ese momento se suceden las ventas en masa de los activos ilíquidos.

Por eso, las estrategias de endeudarse a corto e invertir a largo para explotar los *spreads* entre los tipos de interés están condenadas al fracaso, si bien pueden resultar temporalmente sostenibles cuando sólo unos pocos participantes las realizan. El mercado en su conjunto se va apalancando sin que las inversiones acaben de madurar a tiempo para financiar la deuda[6].

El segundo error fue creer que el banco central podía proporcionar liquidez al mercado simplemente bajando sus tipos de intervención o incrementando la cuantía de sus operaciones de financiación. Sin embargo, el banco central sólo descuenta los activos de ciertos inversores (los bancos) de modo que si esos activos han perdido su valor (por ejemplo, por haber entrado en *default*) no será

[5] Buena parte de toda la deuda adicional que se creó durante este período era a tipo de interés variable para el deudor (por ejemplo, con las hipotecas referenciadas al interbancario o con los préstamos apalancados), de modo que era a él a quien le afectaba la subida de tipos de interés. Para saber más sobre este punto, puede consultarse el epígrafe "Antecedentes" del primer boletín (julio-septiembre de 2007) del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

[6] Como reconoce el propio FMI: *En principio, el riesgo de iliquidez podría reducirse emitiendo deuda a largo plazo que casaran con el plazo de maduración del activo financiado. Pág. 90 del Global Risk de abril.*

capaz de inyectar liquidez adicional. Y, en todo caso, las monetizaciones de activos ilíquidos sólo generan una depreciación de la moneda que termina trasladándose en incrementos de precios (que reducen la renta disponible de los deudores y por consiguiente incrementan su riesgo crediticio).

Esto causa el estallido de la crisis en 2007…

A partir de mediados de 2007 se empezaron a materializar con toda crudeza ambos riesgos, especialmente en EEUU. Los *defaults* de buena parte de las titulizaciones hipotecarias *subprime* y de otros activos financieros entraron en *default*, por lo que las agencias de *rating* (que tampoco habían sopesado convenientemente los riesgos anteriores) tuvieron que rebajar en masa sus calificaciones. En consecuencia, obviamente, el precio de estos activos cayó

Sources: JPMorgan Chase & Co.; and Lehman Brothers.
Note: ABX = an index of credit default swaps on mortgage-related asset-backed securities.

Y los inversores tuvieron que reducir su valor en balance (write-down). Además, debido al elevado grado de apalancamiento con el que operaban, muchos se vieron forzados a captar más capital (margin call) o a desapalancarse. Las consecuencias de un margin call en época de restricciones crediticias pueden ser destructivas ya que fuerzan a un inversor a captar capital a un coste probablemente prohibitivo o a vender sus activos a un gran descuento.

El primer camino para estos fondos resultaba inviable, ya que su constitución y existencia dependía críticamente de arbitrar tipos de interés con distinto plazo o riesgo. La captación del nuevo capital a los altos tipos de interés que resultaba posible habría instaurado de manera permanente las pérdidas para el inversor (la rentabilidad de los activos habría sido inferior al coste de financiarlos).

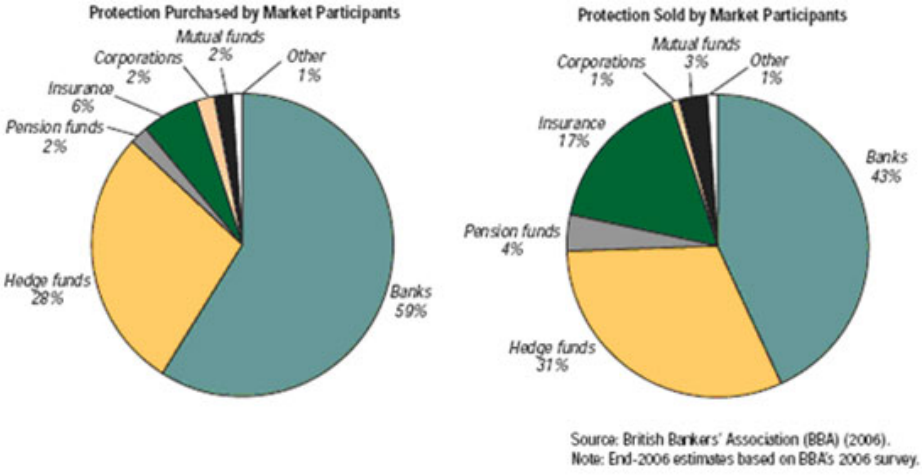
El segundo camino, sin embargo, consistía simplemente en liquidar el patrimonio del inversor. Supongamos que un fondo debe tener un 10% de fondos propios sobre su pasivo total (por ejemplo, 10 de fondos propios y 90 de fondos ajenos) y que debido a las pérdidas provocadas por los *write-down*, el ratio fondos propios/pasivo se reduce al 7,2% (7/97). En este caso, debería vender activos valorados en 27 unidades monetarias para reducir su apalancamiento, de modo que sus fondos ajenos se redujeran a 63 y se mantuviera el ratio fondos propios/pasivo en el 10%. Pero si por esos activos valorados en 27 unidades monetarias sólo obtiene 24, deberá registrar pérdidas contables adicionales por valor de 3, de modo que sus fondos propios se reducirán a 4 y, como consecuencia, su ratio fondos propios/pasivo caería hasta el 6% (4/66).

Este proceso puede no conocer fin si los activos van liquidándose de manera continua por debajo de su valor contable. Así sucedió en julio, por ejemplo, con dos CDO del banco estadounidense Bear Stearns (*High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* y *High-Grade Structured Credit Strategies Fund*), de modo que en menos de un mes, el valor del primer fondo quedó reducido a cero y el del segundo sólo permitía cubrir la deuda que tenía con Bear Stearns.

Los inversores apalancados que no se vieron arrasados por los *margin calls*, comenzaron a atesorar o captar fondos para hacer frente a sus compromisos ciertos o potenciales. Entre los primeros se encontraba toda la deuda a corto plazo que debía refinanciarse de inmediato, tanto por lo que respecta a los SIV, al papel comercial o a los depósitos a la vista de los bancos.

Entre los segundos estaban paradigmáticamente los *Credit Default Swaps* (CDS)[7] emitidos por bancos, *hedge funds* o agencias aseguradoras (*monoline*) y que prestaban protección a los inversores contra el posible *default* de los deudores.

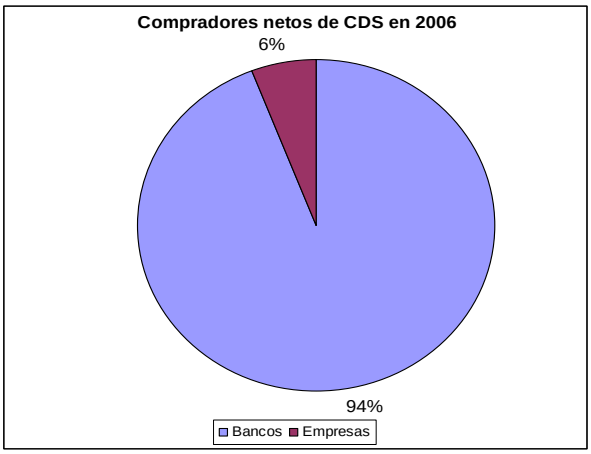
Participantes en el mercado de credit default swaps
(en porcentaje del total)

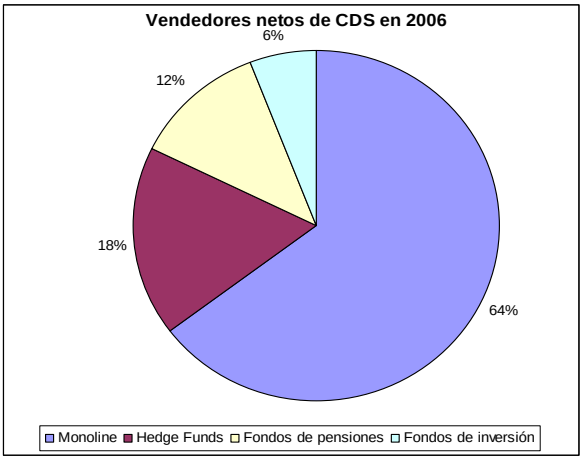


Source: British Bankers' Association (BBA) (2006).
Note: End-2006 estimates based on BBA's 2006 survey.

[7] Para más información sobre los Credit Default Swaps y sus problemas puede verse el epígrafe 2 de Antecedentes del boletín de octubre-diciembre del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana (2008)
http://www.juandemariana.org/estudio/1996/2/cuarto/trimestre/2007/

En términos netos (ventas de CDS menos compras de CDS) la mayor exposición a los CDS correspondía a las *monoline*. Los bancos tenían adquirida una protección neta frente a los *defaults* que básicamente procedía de las aseguradoras y los *hedge funds*.





En la medida en que el riesgo de *default* se disparaba, los posibles desembolsos también lo hacían, colocando a las agencias *monoline* y a muchos *hedge funds* al borde de la quiebra, pero también a los bancos en la medida en que los vendedores de CDS no cumplieran con el aseguramiento.

Así, por ejemplo, a finales de 2007, las dos principales agencias *monoline* (Ambac y MBIA) aseguraban bonos CDOs por importe de de 59.800 millones de dólares con apenas unos fondos propios de 12.610 millones. Pese a este enorme riesgo de impago, sin embargo, las agencias de *rating* no degradaron hasta diciembre la calificación de las principales agencias *monoline*.

Este extraño comportamiento puede explicarse por las negativas consecuencias que la degradación de las monoline acarrearía al conjunto de la economía.

Primero, la degradación de las *monoline* provocaría automáticamente la degradación de todos los productos que estaban asegurando. De modo que si, por ejemplo, una hipoteca *subprime* tenía un *rating* AAA gracias a las *monoline*, tras la degradación se rebajará al nuevo *rating* de la *monoline.*

Segundo, la degradación reduce, a su vez, el valor de los activos asegurados, de modo que sus tenedores verán reducir seriamente sus patrimonios. Entre sus tenedores destacan los bancos que tendrían que provisionar los nuevos *write downs*.

Tercero, muchas instituciones (también los bancos) tienen reguladas sus reservas y su capital mínimos en función del riesgo de sus activos (por los acuerdos de Basilea). Dicho de otra manera, cuanto más arriesgado se vuelva el activo, más capital o más reservas (margen de apalancamiento) deberán poseer. La degradación supondría que todas estas instituciones tendrían que captar más capital y más liquidez.

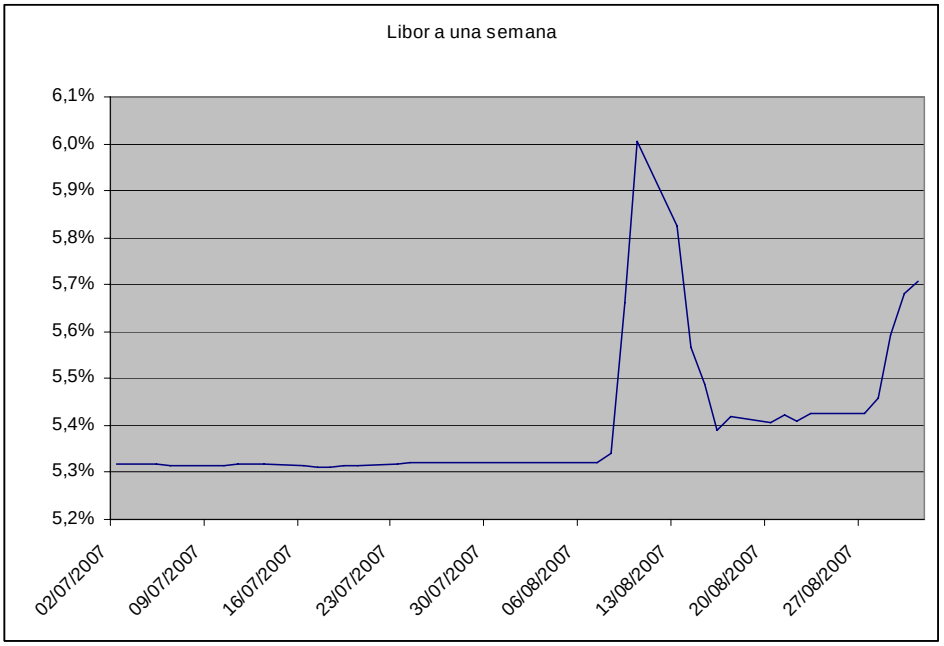
Cuarto, muchas instituciones (como los fondos de pensiones) tienen establecido en sus estatutos que sólo pueden poseer deuda calificada como AAA. Por tanto, tras la degradación tendrían que vender masivamente todos estos bonos (lo que reduciría aún más su precio y amplificaría los efectos anteriores).

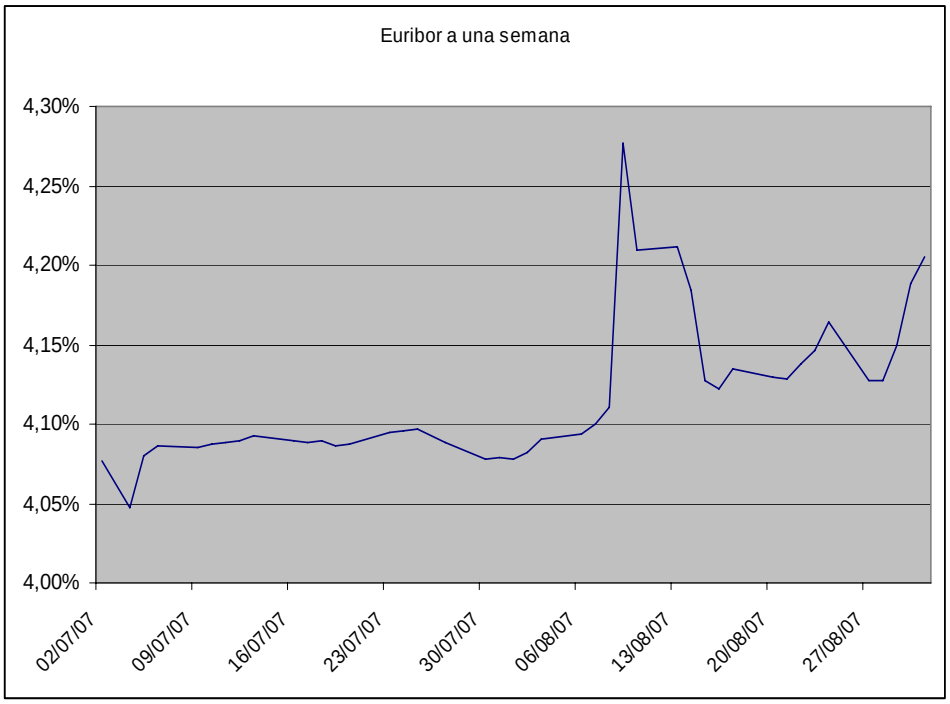
Y quinto, el sistema bancario está resistiendo temporalmente la crisis gracias a que la Fed sigue descontando sus activos de mala calidad y, por tanto, les proporciona liquidez, trasladando inflación al resto de la sociedad. Sin embargo, la Fed en buena medida sólo acepta colateral AAA para sus operaciones, por lo que una degradación reduciría aún más su capacidad de expansión del crédito.

Obviamente, los problemas anteriores no justifican el comportamiento de las agencias de *rating*, ya que tarde o temprano se verán forzadas a rebajar la calificación en cuanto lleguen los impagos de las agencias *monoline*. Y hasta entonces numerosos inversores pueden haber errado sus decisiones precisamente por las falsas señales que les enviaban las agencias de *rating*.

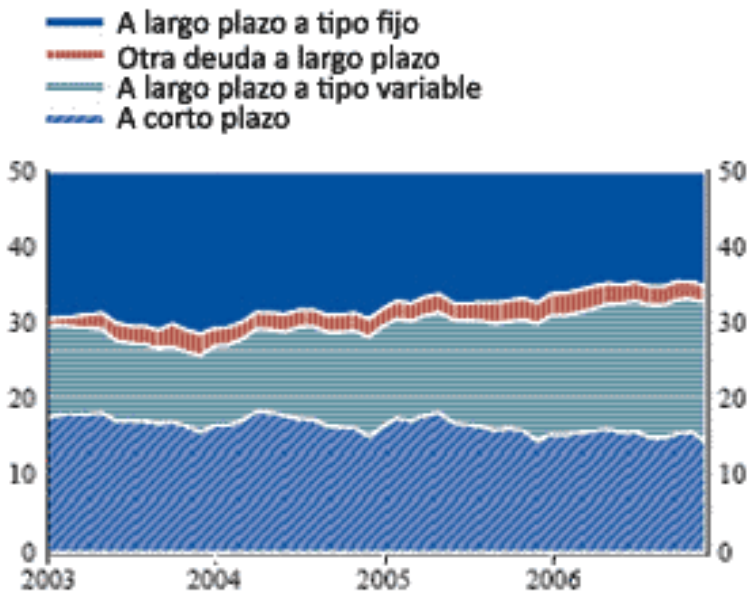
En definitiva, la demanda de liquidez comenzó a incrementarse al tiempo que su oferta se restringía. Los inversores más apalancados eran los que necesitaban captar pasivo para evitar quebrar, por lo que los potenciales prestamistas se negaron a proporcionar fondos a deudores tan arriesgados.

Por este motivo, los tipos de interés en los mercados interbancarios a corto plazo terminaron disparándose en agosto, momento en que se produce oficialmente el estallido de la denominada “crisis *subprime*”.



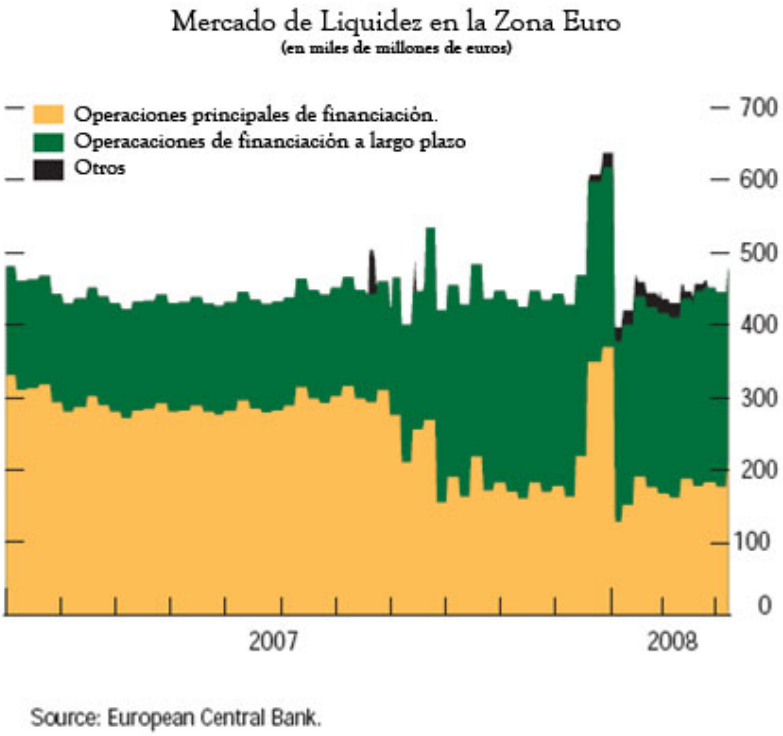


Las tensiones amenazaban con no retroceder y trasladarse a los tipos de interés a mayor plazo, lo que habría colocado en una complicada situación financiera a numerosos bancos, familias y empresas. Conviene tener presente que buena parte de la deuda de familias y empresas estaba contraída a tipo variable, de modo que eran los deudores quienes suportaban el riesgo de interés.



…agravada por la intervención pública.

Ante el riesgo de que los impagos se multiplicaran, los bancos centrales (especialmente la Fed y el BCE) decidieron llevar a cabo una acción concertada a partir del 9 de agosto de 2007 para inyectar liquidez adicional en el mercado, rebajar los tipos de interés y favorecer un nuevo ciclo de expansión crediticia.



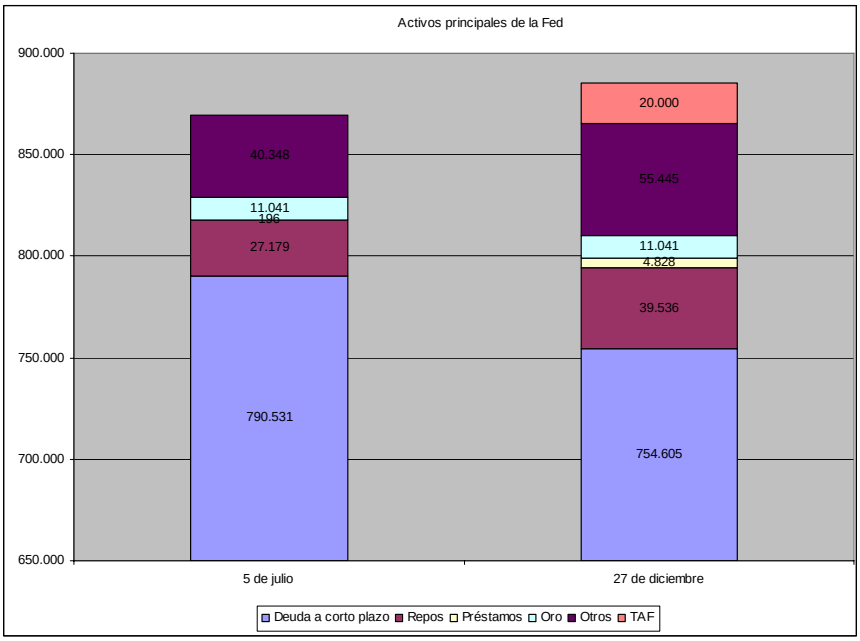
Source: European Central Bank.

[8]

[8] Pese a que la liquidez inyectada por el BCE se ha mantenido más o menos estable, salvo a finales de año, conviene tener presentes las consideraciones que ya efectuamos en el segundo boletín sobre que, tras la restricción de crédito vivida en Europa, la liquidez se habría reducido en un mercado no intervenido. Véase el epígrafe 4 (La hora de los grandes planes) del boletín de octubre-

Los mecanismos para incrementar la liquidez en el mercado consistieron, en un principio, en operaciones extraordinarias de financiación. Sin embargo, conforme las semanas fueron avanzando, la Fed decidió reducir los tipos de interés en tres ocasiones durante el cuarto trimestre desde el 5,25% al 4,25% y, sobre todo, instaurar un nuevo mecanismo de financiación: la Term Auction Facility (TAF). La TAF mezclaba características de las operaciones de mercado abierto y del tipo de descuento, esto es, prestaba fondos a 28 días contra una amplia variedad de activos hasta una cuantía de 20.000 millones de dólares[9].

La consecuencia de todos estos mecanismos adicionales para tratar de proporcionar liquidez fue un claro empeoramiento de los activos de la Reserva Federal durante el segundo semestre de 2007.



En el gráfico puede observarse claramente cómo el segundo activo de mejor calidad, la deuda a corto plazo (sólo superada por el oro) se reduce en 35.926 millones de dólares, al tiempo que se incrementan los repos y la TAF, ambos operaciones crediticias cuya contrapartida son bancos con un cierto riesgo de impago (aquellos que no podían financiarse en el mercado a tipos de interés más reducidos por el alto riesgo percibido).

El empeoramiento de la calidad de los activos de la Fed redujo, simultáneamente, la calidad de sus pasivos, esto es, de los dólares. Por este motivo, los tenedores de dólares redujeron su exposición al billete verde para cubrirse en otros activos que conservaran mejor el valor. Estos activos

diciembre del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana http://www.juandemariana.org/estudio/1996/4/cuarto/trimestre/2007/

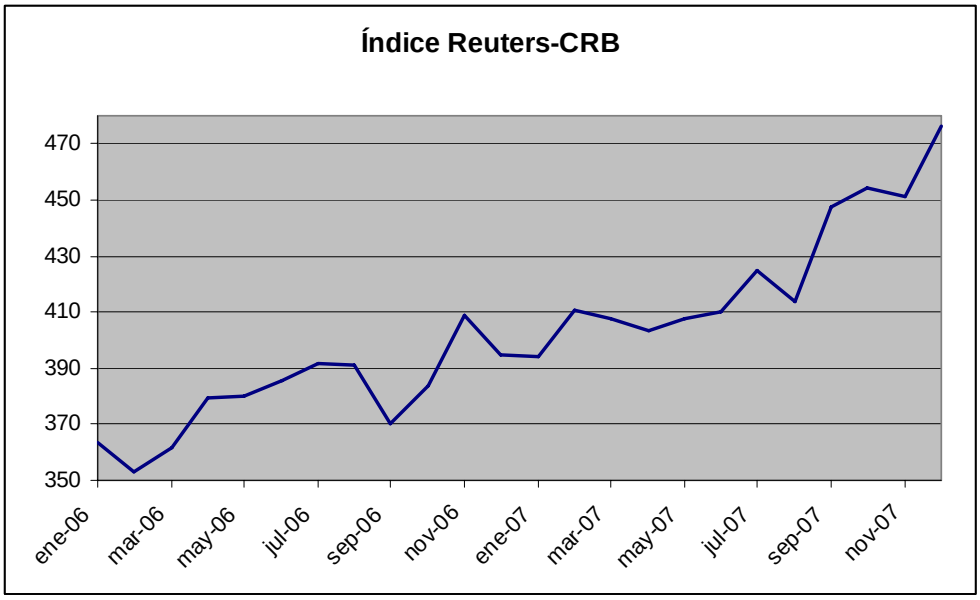
[9] Para más información sobre la TAF y sus consecuencia puede verse el epígrafe 4 (La hora de los grandes planes) del boletín de octubre-diciembre del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana (2008) http://www.juandemariana.org/estudio/1996/4/cuarto/trimestre/2007/

alternativos fueron el euro y, especialmente, las materias primas y la deuda del tesoro.

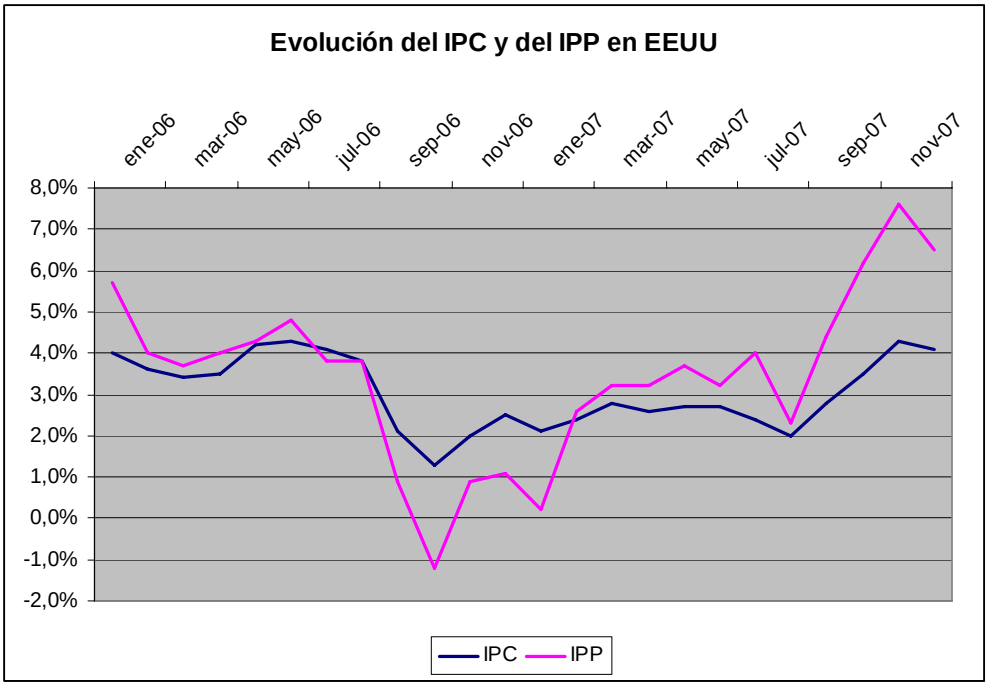
Este proceso de sustitución del dólar por otros activos puede observarse claramente atendiendo a sus cotizaciones en el mercado.

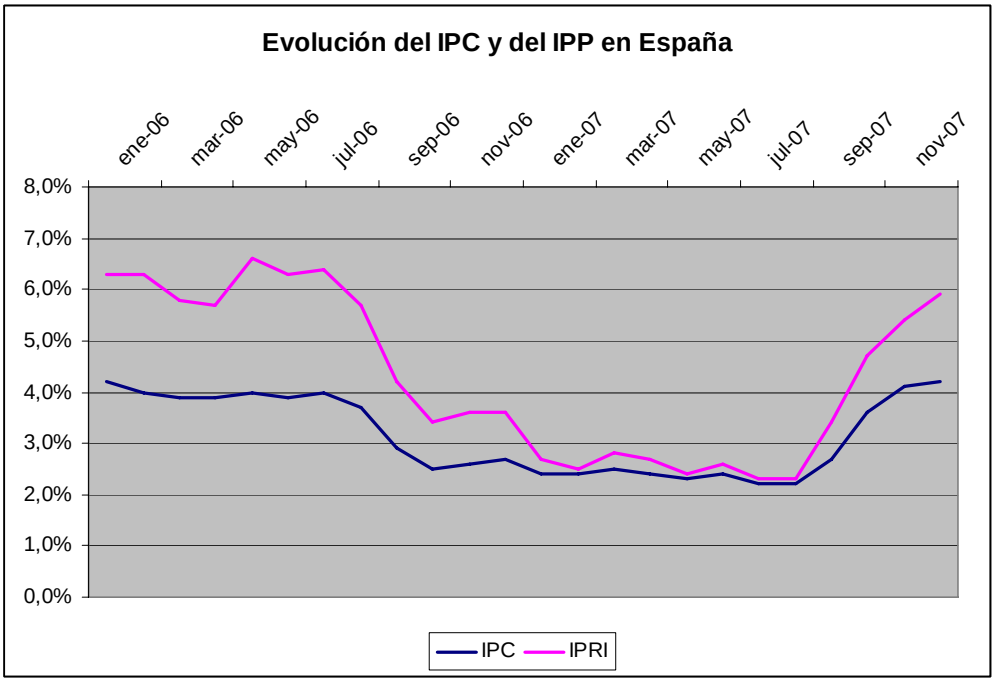
Entre agosto y diciembre el dólar se depreció un 8% adicional:

Las materias primas en general aumentaron notablemente sus precios, como pone de manifiesto el índice Reuters-CRB, que pondera equiproporcionalmente los precios de cada materia prima. A partir de agosto, este índice subió más de un 15%, más que entre enero de 2006 y agosto de 2007.



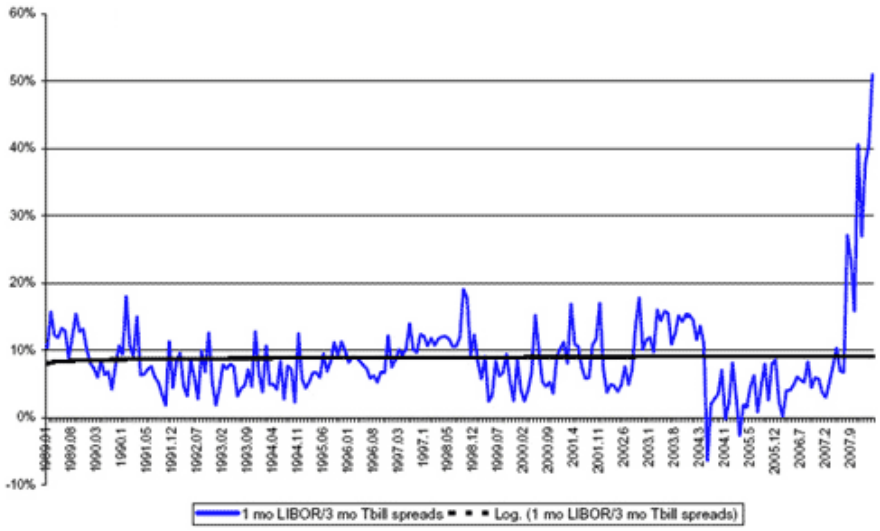
El incremento del precio de las materias primas incide directamente sobre los costes de las empresas, que tanto en España como en EEUU han venido aumentando por encima de los precios de los bienes de consumo, erosionando de esta manera los márgenes empresariales y extendiendo la crisis por el conjunto de la economía:



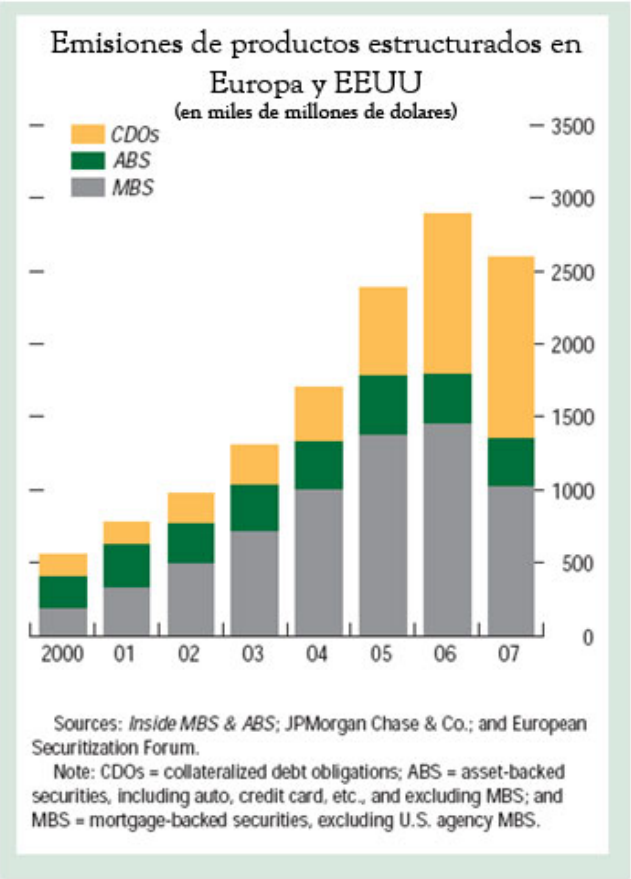


Por último, el precio de la deuda pública también se incrementó como ilustra la caída en sus rendimientos:

Es relevante que la caída de los rendimientos de la deuda pública fue superior a la del tipo de interés de los mercados interbancarios, lo que ilustra la desconfianza en los pasivos bancarios frente a los pasivos gubernamentales y la carrera por la liquidez que se produjo a finales de año:



Y mientras los nuevos fondos creados por la Fed afluían hacia el euro, las materias primas y la deuda pública, el resto de crédito de la economía continuó reduciéndose. El volumen de titulizaciones en 2007 fue inferior al de 2006 debido a la abrupta caída que se produjo a finales de año.



Mientras que el crédito bancario continuó restringiéndose según la mayoría de indicadores:

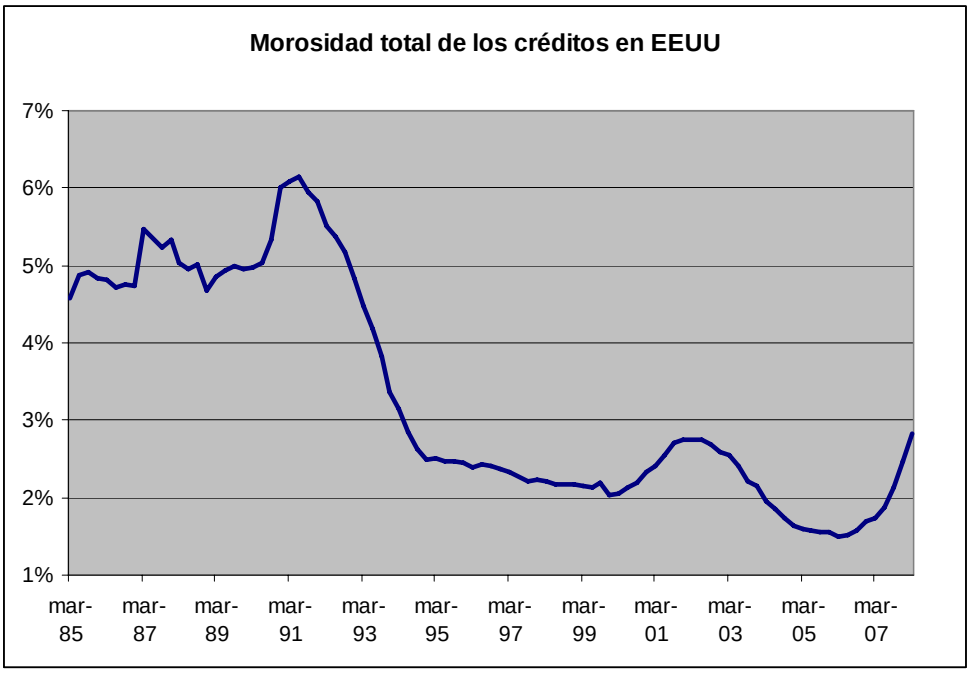
En la medida en que el crédito no afluya a la economía productiva, sino que se dirija a cubrir las posiciones de liquidez frente a previsibles desembolsos futuros, las empresas y las familias tendrán serias dificultades para incrementar o refinanciar su deuda y, por tanto, continuar expandiendo su ritmo de consumo e inversión.

Esto puede dar lugar a un creciente número de impagos que reduzca los patrimonios de todos los miembros de la sociedad y, a su vez, contraiga el crédito al reducir el valor de los colaterales contra los que seguir expandiéndolo y al favorecer la amortización de la deuda precedente.

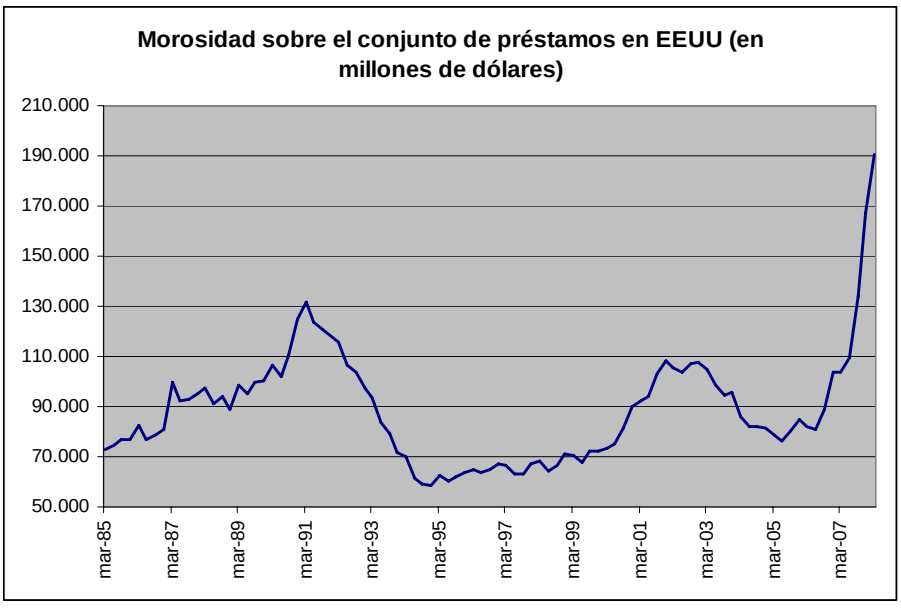
3. La crisis durante el primer trimestre de 2008

La morosidad no da tregua…

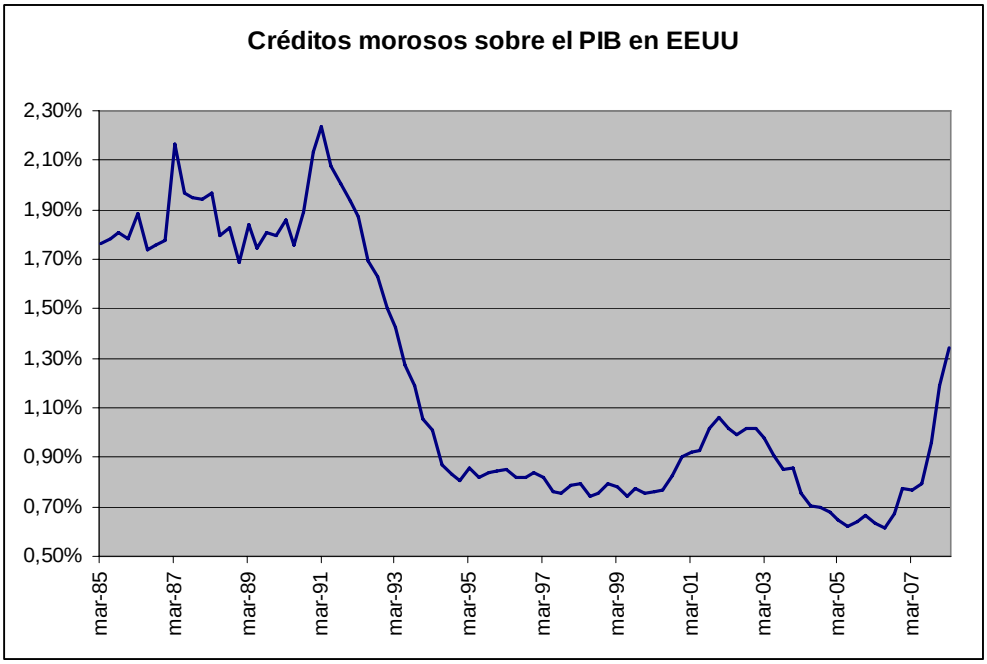
La morosidad continuó repuntando durante el primer trimestre de 2008 hasta el 2,87% del total de créditos, el nivel más elevado desde el primer trimestre de 1994.



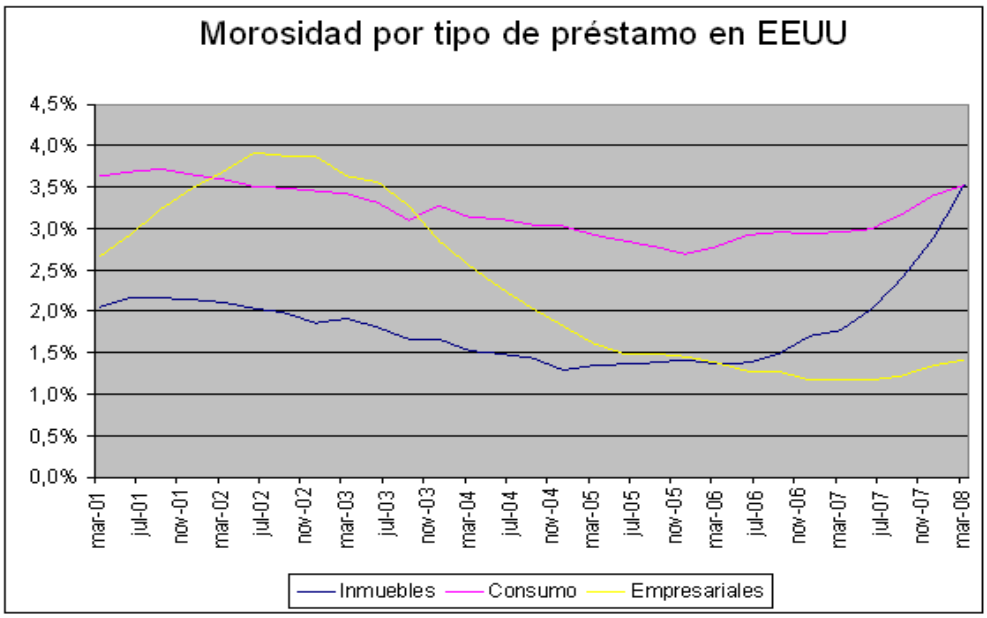
En términos absolutos, sin embargo, los créditos morosos ya son, con diferencia, la cantidad más elevada de su historia, un 50% superior a la crisis de principios de los 90.



Aun así resulta más pertinente medir la morosidad en relación con el PIB, en cuyo caso, la del primer trimestre de 2008 ya es la más elevada desde el segundo trimestre de 1993 y amenaza con seguir repuntando a un ritmo muy veloz durante los próximos trimestres.



Por tipos de préstamo, la morosidad en los préstamos hipotecarios para adquirir inmuebles sigue su imparable ascenso, tanto en los inmuebles residenciales como comerciales. Así, la morosidad de los primeros crece del 2,73% al 3,68% y la de los segundos del 2,73% al 3,46%, lo que muestra que la crisis inmobiliaria en EEUU no se concentra en la vivienda, sino también en los locales empresariales.



Sin embargo, tampoco conviene creer que la contracción crediticia estadounidense se concentra en el ámbito inmobiliario. Tanto la morosidad de los créditos a empresas como sobre el consumo están repuntando y se espera que en el futuro se conviertan en el siguiente escalón de la crisis.

Según Moody's, el impago de los bonos especulativos se multiplicará por más de cinco a finales de 2008 con respecto al mínimo histórico del 0,9% que alcanzó al cierre de 2007[10]. La euforia de las recompras apalancadas de acciones (provocadas por unos tipos de interés artificialmente bajos que permitían sufragar los costes financieros de la operación con bajos flujos de caja) ha provocado que prácticamente la mitad de toda la deuda empresarial consista en bonos especulativos y préstamos apalancados.

La subida de los tipos de interés, de los costes de las materias primas y de la ralentización del consumo está dificultando ahora el repago de esta deuda, pese a que los niveles de *default* aún sean reducidos. La razón es que muchas compañías siguen emitiendo nueva deuda para financiar el pago del antiguo principal e intereses[11]. Por este motivo, resulta más relevante fijarse en los niveles de deuda empresarial de mala calidad (*distressed bond*), definida como aquella que cotiza a 10 puntos porcentuales por encima de las letras del tesoro. En este caso, el volumen de deuda de mala calidad ha pasado desde 4.400 millones de dólares en marzo de 2007 a 206.000 millones a finales del primer trimestre[12].

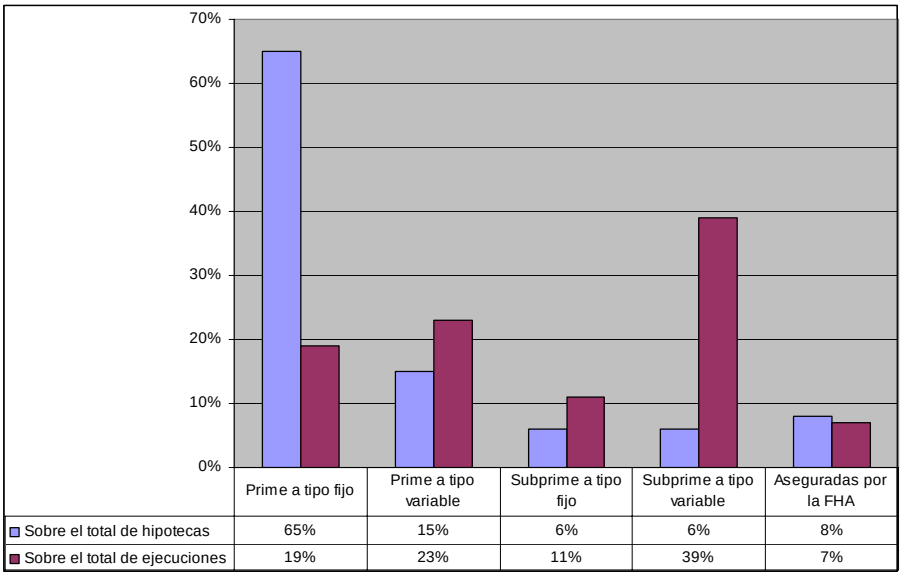
…especialmente entre las hipotecas a tipo variable.

Centrándonos en los préstamos hipotecarios y, en concreto, en su tramo residencial, obviamente, la morosidad es especialmente acusada entre los deudores *subprime*, que pasa del 17,31% en el cuarto trimestre al 18,79%, según la Mortgatge Bankers Association (MBA)[13].

Además, según la MBA el 2,83% de todas las hipotecas estaba en proceso de ejecución bancaria durante el primer trimestre de 2008, el porcentaje más elevado desde que empezaron a elaborar las estadísticas en 1979.

Las hipotecas con un mayor índice de ejecución son precisamente aquellas a tipo variable, ya fueran incluidas en la categoría de *prime* o *subprime*. De hecho, las hipotecas *subprime* a tipo variable representan casi el 40% del total de ejecuciones cuando sólo suponen el 6% del total de hipotecas concedidas.

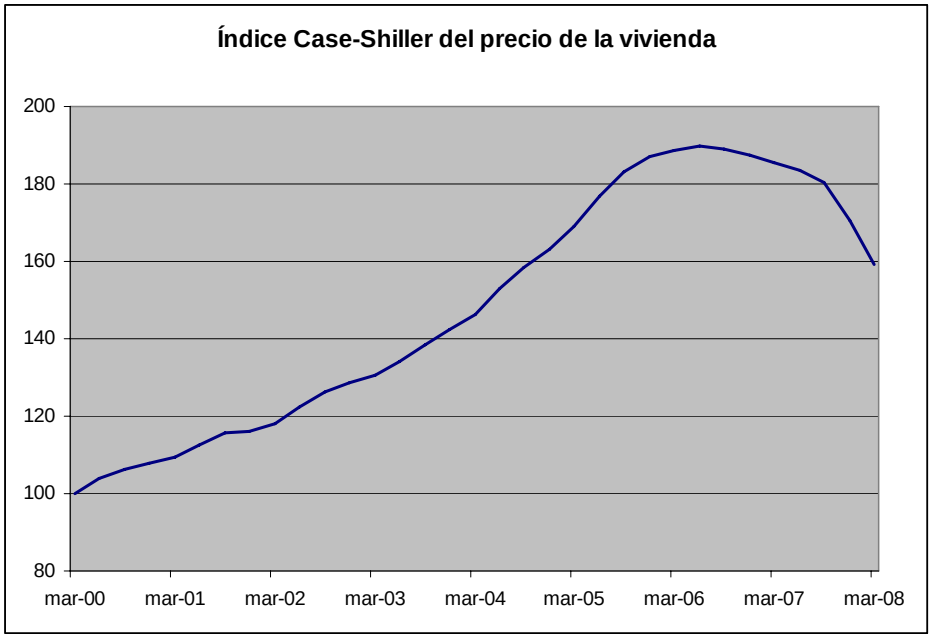
[10] KEOGH, Bryan. Junk Bond Defaults to Rise Fivefold, Moody's Says (2008)
[11] TOGGLE, Bonds. Yet Another High Wire Act (2007)
http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2007/06/toggle-bonds-yet-another-high-wire-act.html
[12] TIFFANY Kary, Bankruptcies Rise for Firms *`That Should Have Failed'*
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aaTdhmzxnz1k&refer=home



	Prime a tipo fijo	Prime a tipo variable	Subprime a tipo fijo	Subprime a tipo variable	Aseguradas por la FHA
Sobre el total de hipotecas	65%	15%	6%	6%	8%
Sobre el total de ejecuciones	19%	23%	11%	39%	7%

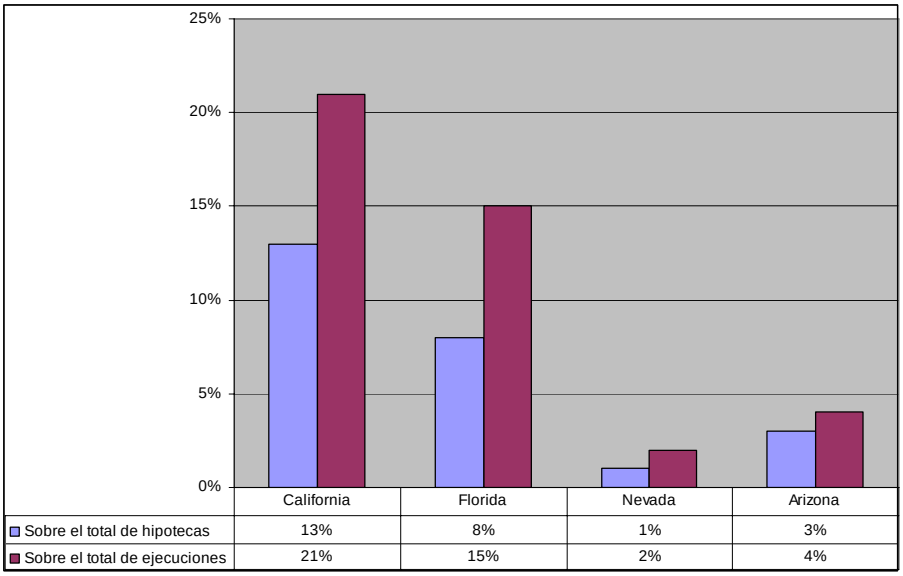
De hecho, a la hora de impagar la hipoteca, parece haber sido más relevante quién soportaba el riesgo de interés al test de solvencia que practicó el banco a la hora de clasificar el préstamo entre *prime* o *subprime.*

Parte de la explicación puede encontrarse en que, en los préstamos a tipo variable, el incremento de las cuotas hipotecarias debido a los mayores tipos de interés, eleva el valor presenta de la deuda, lo que reduce la riqueza neta del inmueble. Sobre todo si tenemos en cuenta que el incremento de los inventarios y la restricción del crédito han continuado ejerciendo una fuerte presión a la baja sobre los precios de la vivienda.



Esto genera poderosos incentivos entre los hipotecados a entregar las llaves al banco para liquidar su deuda, especialmente en aquellos estados donde la hipoteca no incorpora una garantía personal (*non-recourse States*).

No en vano, California (*non-recourse*) es el estado con más ejecuciones hipotecarias de EEUU y Nevada y Arizona (también *non-recourse*) tienen un peso mayor sobre el total de ejecuciones que el que les corresponde por sus hipotecas:



	California	Florida	Nevada	Arizona
Sobre el total de hipotecas	13%	8%	1%	3%
Sobre el total de ejecuciones	21%	15%	2%	4%

Sin embargo, esta explicación no es completa, ya que Florida es un *recourse* State (lo que no significa que todas las deudas tengan garantía personal, sino que la garantía personal es compatible con la real). Pese a la influencia que pueda tener la prohibición de las garantías personales en Nevada y Arizona, lo cierto es que la mayoría de impagos se está produciendo precisamente en los dos estados donde la burbuja inmobiliaria tuvo una mayor incidencia[14]. Por consiguiente, la causa fundamental de los impagos sigue estando esencialmente en la política monetaria expansiva de la Fed y en cómo el nuevo crédito va distribuyéndose de manera desigual por el conjunto de la economía.

[14] En su artículo "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions", los economistas Charles Himmelberg, Christopher Mayer y Todd Sinai calcularon a finales de 2004 los ratios PER (precio de la vivienda/alquiler anual) de diversas ciudades de EEUU. En su lista con los ratios PER más elevados, los estados que, con diferencia, tenían más ciudades eran California y Florida. En concreto, para el primero, Los Ángeles (41% de sobrevaloración), Oakland (51%), Orange County (49%), Sacramento (34%), San Bernadino-Riverside (37%), San Diego (52%), San Francisco (44%) y San José (62%) y para el segundo Jacksonville (25%), Miami (45%), Fort Lauderdale (43%), Orlando (18%) y Tampa (28%).
http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr218.pdf
Para un estudio similar en España, puede consultarse el informe "Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España (1985-2007)" del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana:
http://www.juandemariana.org/estudio/1898/precios/vivienda/burbuja/inmobiliaria/espana/

Las agencias de calificación siguen equivocándose…

Obviamente, este fuerte repunte de la morosidad y de los impagos ha forzado, por enésima vez, a que las agencias de calificación, ahondando en su descrédito, siguieran revisando las calificaciones que habían concedido a las titulizaciones de deuda.

Standard and Poor's anunció que tenía pensado recortar el *rating* de 534.000 millones de deuda hipotecaria y 263.900 millones en CDO. La deuda hipotecaria *subprime* supone el 47% de toda la deuda calificada en 2006 y 2007 y podría aumentar las pérdidas bancarias por *write-downs* hasta 265 mil millones.

Análogamente, Moody's y Fitch también anunciaron su intención de revisar el *rating* de 185.000 millones de CDO y de 220.000 millones de CDO, respectivamente.

Pese al intenso ritmo de revisión a la baja de las calificaciones, lo cierto es que las agencias de rating se han visto sometidas a nuevas críticas por estar realizando las degradaciones de una manera controlada.

De acuerdo con el Tratado de Basilea II, las entidades bancarias deben poseer un 8% de fondos propios respecto al valor del activo ponderado por su riesgo. Dicho de otra manera, si un banco adquiere un activo titulizado por 100 unidades y su ponderación por riesgo es del 100% deberá tener, al menos, 8 unidades de fondos propios.

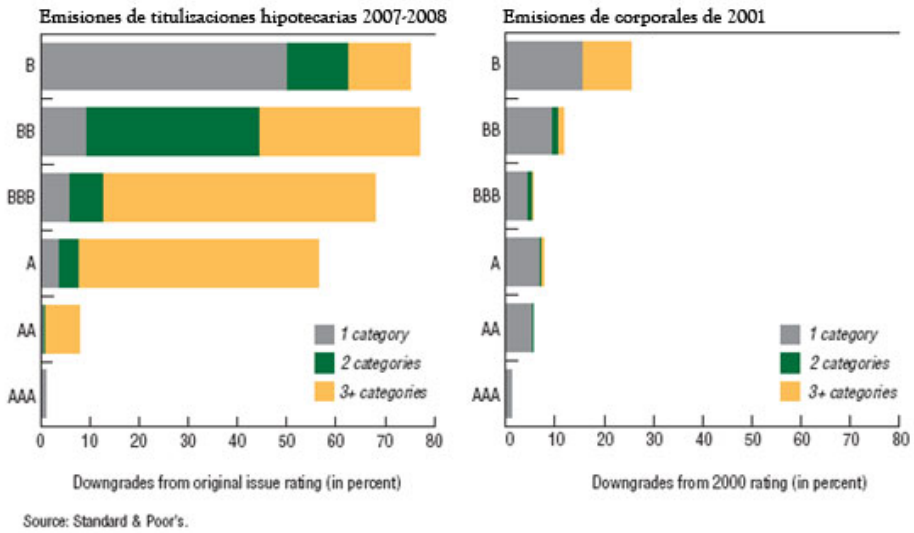
La ponderación por riesgo, una de las novedades de Basilea II frente a Basilea I, trata de recoger el mayor o menos riesgo de impago del activo y de permitir un mayor grado de apalancamiento en los activos más seguros.

Así, las ponderaciones que atribuye Basilea II dependiendo del *rating* del activo son las siguientes:

	Categoría de calificación a largo plazo			
Evaluación externa del crédito	AAA hasta AA-	A+ hasta A-	BBB+ hasta BBB-	BB+ hasta BB-
Ponderación por riesgo	20%	50%	100%	350%

Si ahora observamos la lista de degradaciones que han llevado a cabo las agencias de calificación, comprobaremos que, hasta el primer trimestre de 2008, no habían rebajado el *rating* de ningún activo AAA:

Degradaciones anuales del rating crediticio.



Source: Standard & Poor's.

Como vemos, los saltos más bruscos de requisitos del capital se producirían si se rebajara una titulización calificada como AAA a BB o inferior. Y precisamente, se estima que el 75% de los 650.000 millones de dólares en emisiones de titulizaciones de hipotecas *subprime* eran AAA.

En la actualidad, los bancos pueden tener en balance esos 650.000 millones tan sólo con un capital de 10.400 millones de dólares. Si se rebajaran las calificaciones a BB, tendrían que poseer al menos 182.000 millones, esto es, los bancos tendrían que captar un capital suplementario de 171.600 millones de dólares, lo que abocaría a muchos de ellos a la quiebra.

Las suspicacias han saltado ya que ninguna de las 80 titulizaciones *subprime* calificadas como AAA e incluidas en los índices ABX cumplen con los criterios establecidos por S&P para mantener esa calificación. Así, por ejemplo, existen titulizaciones *subprime* donde el 43% de las hipotecas subyacentes han incurrido en mora[15].

Además, existe otro motivo de peso para que las agencias de *rating* puedan retrasar la degradación de los activos AAA y es que, como ya comentaremos más adelante, prácticamente todos los instrumentos de financiación que pone la Fed a disposición de los bancos requieren que se aporte un colateral AAA. En ausencia de este colateral, los bancos verían seriamente limitada su capacidad para obtener fondos de la Fed, con las consecuentes dificultades para realizar incluso sus operaciones más ordinarias.

Por supuesto, las agencias de calificación pueden intentar controlar sus *ratings* para evitar el colapso del sistema financiero. Pero con ello no están sino retrasando lo inevitable: y es que cuando las pérdidas reales de esos activos se manifiesten, los bancos terminarán igualmente descapitalizados. Y mientras

[15] PITMMAN, Mark. Moody's, S&P Defer Cuts on AAA Subprime, Hiding Loss (Update3) http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aRLWzHsF16lY&refer=home

tanto, si alguien sigue confiando en la ya maltrecha credibilidad de las agencias de calificación, podría incurrir en inversiones adicionales equivocadas.

De hecho, las propias agencias de calificación han reconocido la necesidad de revisar sus métodos de evaluación de las compañías. Por un lado, S&P tratará de lograr una mayor independencia de sus analistas, rotándolos después de cinco años de estar evaluando a una determinada compañía.

Moody's, por su parte, se plantea añadir más información en sus *ratings*, como por ejemplo el porcentaje de credibilidad que conceden a su análisis si se trata de productos estructurados o cuál es su riesgo crediticio.

Pese a que son necesarias reformas importantes en las agencias de *rating*, su alcance resulta del todo insuficiente y mal orientado. En el caso de S&P, olvida que el problema esencial no ha sido de corrupción de los analistas (a menos que sugiera que todos sus analistas han sido corrompidos y lo han sido de un modo muy similar) sino de su insuficiente formación.

Como ya hemos recalcado en anteriores boletines[16], el error esencial de las agencias de *rating* ha sido desconocer la teoría austriaca del ciclo económico, de modo que no se dieron cuenta de a) la relación entre el exceso de liquidez previo con las restricciones de liquidez posteriores, b) las correlaciones de riesgo entre los activos valorados, c) la gran importancia del riesgo de liquidez cuando los deudores se están financiando con deudas a corto plazo al tiempo que invierten en activos a largo.

El problema no ha sido tanto la maldad de los analistas (que puede haber desempeñado su papel complementario) cuanto su ignorancia. Por consiguiente, la reforma propuesta por S&P surtirá poco efecto.

Moody's, por el contrario, parece centrarse más en señalar las limitaciones de su análisis. Para ello se plantea incluir un porcentaje de fiabilidad e información suplementaria que puede resultar de interés.

El problema de esta propuesta es qué fiabilidad concedemos al porcentaje de *fiabilidad* que pretende incluir Moody's. Y es que la agencia de calificación no puede conocer todos los límites de su conocimiento, especialmente si ese conocimiento ha sido adquirido mediante una teoría inadecuada. Por ese mismo motivo, tampoco resulta de gran utilidad incluir una información que puede haber sido procesada y expuesta por unos modelos que no describen correctamente la realidad.

La adaptación de las agencias de calificación debe pasar, como ya hemos apuntado en numerosas ocasiones, por una doble reforma: una teórica (incorporar los planteamientos de la teoría austriaca del ciclo económico) y otra institucional (eliminar el monopolio de la AEC para conceder licencias de

[16] Para más información sobre las agencias de calificación, sus errores y las alternativas puede consultarse el epígrafe 3 (La crisis durante el cuarto trimestre) del boletín de octubre-diciembre del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana http://www.juandemariana.org/estudio/1996/3/cuarto/trimestre/2007/

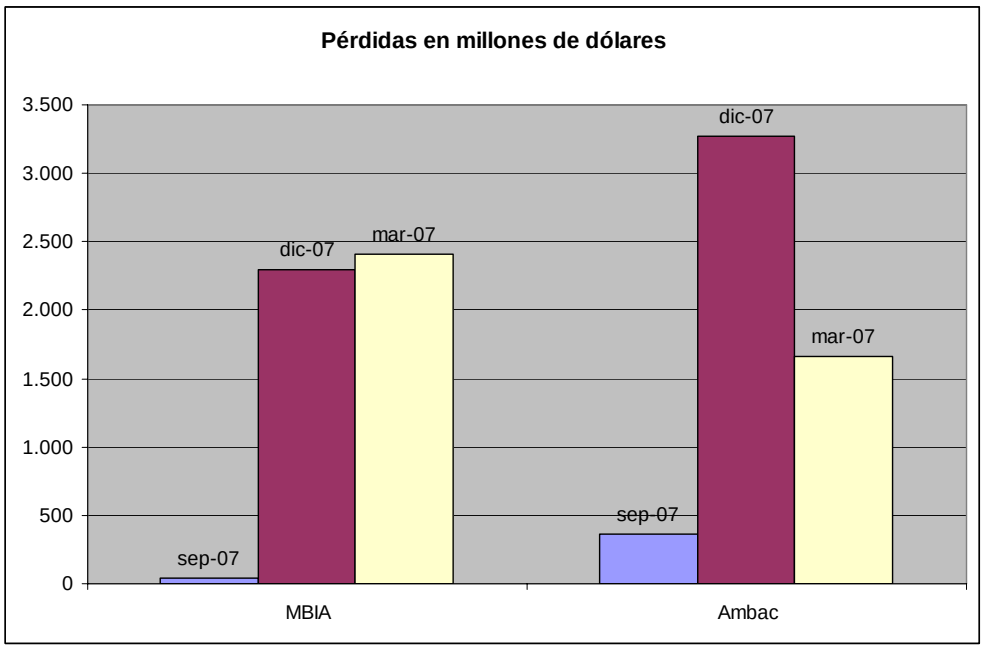
"Nationally Recognized Statistical Rating Organization" para así introducir mayor competencia).

…especialmente con las monoline…

Buena parte del cada vez mayor descrédito de las agencias de calificación y de su control político de los *ratings* también se ha plasmado en su rechazo a degradar a las dos principales agencias *monoline*, MBIA y Ambac.

Como ya explicamos en el anterior boletín, estas agencias de seguros apenas contaban con 12.6100 millones de dólares en fondos propios para hacer frente a unas pérdidas estimadas por CDO e hipotecas *subprime* de 29.000.

Su situación durante el primer trimestre del año no ha hecho más que agravarse. Como vemos, sus pérdidas han continuado avanzando a un elevado ritmo. MBIA perdió casi 2.500 millones en el primer trimestre (frente a unos fondos propios de 3.600) y Ambac 1.600 (frente a unos fondos propios de 2.300).



Dicho de otra manera, desde el tercer trimestre de 2007, MBIA ha perdido 4.740 millones de dólares, principalmente por su exposición a los CDO y Ambac, 5.280 por su exposición a las hipotecas *subprime*.

Frente a esta crítica situación, la respuesta de las dos agencias *monoline* ha sido prácticamente simétrica. Primero, han suspendido su dividendo trimestral; segundo, han despedido a sus consejeros delegados; tercero, han reestructurado sus negocios y cuarto, han intentado captar más capital.

MBIA suspendió su dividendo trimestral a finales de febrero con el objetivo de ahorrarse 174 millones de dólares. Ambac, si bien no eliminó *de iure* el dividendo, si lo hizo *de facto* a principios de marzo, al reducirlo de 21 céntimos por acción a sólo 1.

Por otro lado, MBIA sustituyó a su consejero delegado Gary Dunton por Jay Brown y Ambac hizo lo propio cambiando a Robert J. Genader por Michael A. Callen.

En tercer lugar, tanto MBIA como Ambac anunciaron que suspendían el aseguramiento de productos estructurados durante un período de seis meses, esto es, de la parte más arriesgada de sus negocios y que más pérdidas les estaba generando. Aparte, MBIA aprobó la división de la empresa en dos: una sección se ocuparía del aseguramiento de los bonos municipales (que fue el negocio originario de las *monoline* y, en principio, la parte menos arriesgada) y otra que se encargaría de los productos estructurados. Ambac, por el contrario, rechazó abiertamente esta posibilidad.

Pese a las apariencias, la propuesta de separar los dos negocios de MBIA para salvar al menos a la parte buena (el aseguramiento de bonos municipales) tiene el serio inconveniente de que colocar todos los activos malos en una misma empresa sólo exacerbará las pérdidas en el sector de los productos estructurados, con las muy negativas consecuencias para los inversores en esos productos. Por consiguiente, se trata de una medida que puede beneficiar a parte de los accionistas pero que en absoluto evita la crisis económica.

La última y más importante de las medidas y que resultaba prácticamente obligatoria para evitar una degradación en sus calificaciones crediticias fue, con todo, la captación de nuevo capital. Sin embargo, sorprende la desesperación con la que estas aseguradoras, que en principio siguen manteniendo su *rating* AAA, han acudido a los mercados de capitales.

MBIA, por ejemplo, ha logrado captar 2.150 millones de dólares durante este trimestre, 1.000 millones mediante bonos de excedentes y 1.150 millones a través de la emisión de acciones ordinarias.

La característica de los bonos de excedentes es que son la deuda subordinada que se paga en último lugar, de modo que las regulaciones contables permiten incluirla entre el capital de la compañía. En otras palabras, se trata de una emisión de deuda muy atractiva para MBIA ya que le permitía maquillar su balance. Sin embargo, para captar esos mil millones de dólares tuvo que ofrecer una rentabilidad del 14%, una cifra del todo desproporcionada para una compañía que se supone AAA, esto es, que va a repagar principal e intereses sin ningún género de duda.

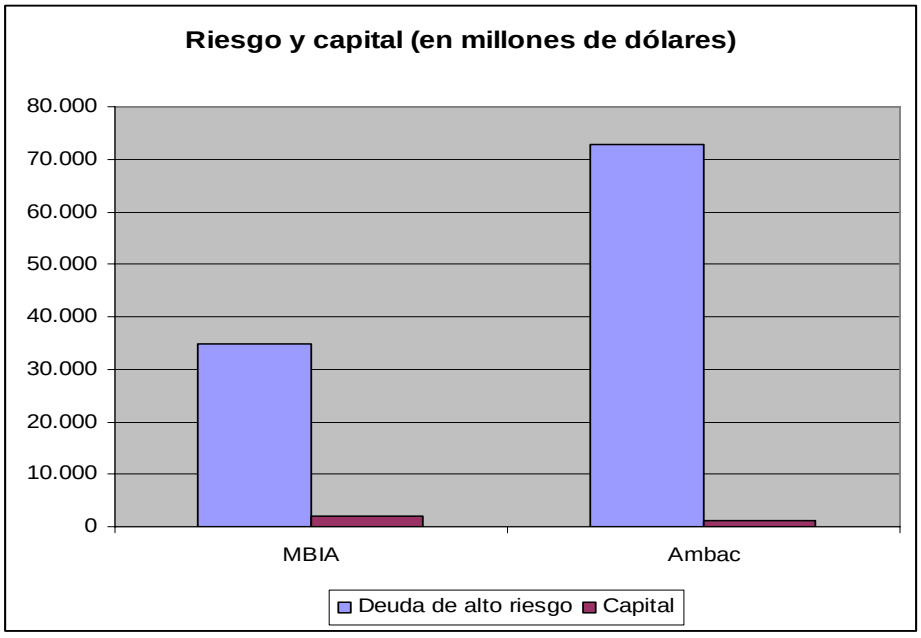
Pero si este 14% fuese insuficiente, a los tres días la insuficiente demanda de estos bonos excedentes redujo su precio hasta el punto de incrementar su rentabilidad hasta el 17%. Con todo, ni siquiera este 17% parecía un rendimiento suficiente para compensar el riesgo percibido por los inversores, de modo que tres días después esta deuda ya ofrecía un interés del 20%. El divorcio entre los operadores de mercado (que exigían una rentabilidad del 20% para adquirir la deuda de MBIA) y las agencias de calificación (que mantenían la máxima calificación para esta aseguradora) no pudo ser mayor.

Del mismo modo, para captar apenas 1.150 millones de dólares, MBIA se vio obligada a emitir un número de acciones ordinarias que doblaba el volumen anterior (de modo que pasaron de 125.370.000 a 236.860.000), lo que equivale a diluir aún más el valor de los accionistas anteriores.

Algo similar ocurrió con Ambac, quien a principios de enero se negó a captar capital emitiendo acciones ordinarias, debido a la brutal caída de las cotizaciones que habían experimentado sus acciones (en octubre su precio era prácticamente de 70 y a principios de enero apenas alcanzaba los 25). Sin embargo, pocas semanas después, y ante el creciente número de impagos que amenazaba por descapitalizar por completo a la empresa, tuvo que dar marcha atrás aun cuando sus cotizaciones habían vuelto a caer a niveles cercanos a 8 dólares por acción.

El problema es que Ambac anunció su intención de captar 3.000 millones de dólares adicionales, pero finalmente sólo pudo conseguir 1.500, de los cuales 1.000 se captaron mediante acciones ordinarias y 500 millones mediante derechos de suscripción de acciones en 2011. Y al igual que MBIA, tuvo que prácticamente triplicar el número de acciones ordinarias (desde 101.550.000 a 286.830.000) para simplemente lograr 1.000 millones de dólares.

En todo caso, a finales del primer trimestre, el capital de las dos *monoline* seguía siendo del todo insuficiente. MBIA contaba con un capital 2.060 millones de dólares para hacer frente a una exposición directa a las hipotecas *subprime* de 4.200 millones de dólares y 30.700 millones en CDO, según sus propias estimaciones[17]. Ambac tenía 1.285 millones para hacer frente a una exposición directa a hipotecas *subprime* de 8.100 millones y a 64.700 millones en CDO, también según sus propias estimaciones[18].



[17] BUSINESS WIRE. Reports First Quarter 2008 Financial Results y MBIA. Mbia's multi-sector cdo portfolio at 03/31/08
http://findarticles.com/p/articles/mi_m0EIN/is_2008_May_12/ai_n25405573/pg_3
[18] AMBAC. Collateralized Debt Obligations
http://www.ambac.com/pdfs/CDO.pdf

Sin embargo, ni siquiera con un capital adicional de 100.000 millones de dólares parece claro que las *monoline* pudiesen resistir la actual crisis. Su deuda potencial supera los 2,4 billones de dólares por lo que, según algunas casas de análisis, necesitarían captar 200.000 millones para mantener su *rating* de AAA[19].

Lo sorprendente es que, hasta el primer trimestre de 2008, ni Moody's ni S&P decidieran degradar a las agencias *monoline*. A mediados de enero pusieron sus calificaciones en revisión, pero en marzo las ratificaron aduciendo que habían logrado captar suficiente capital durante los meses precedentes.

En realidad, detrás de esta resistencia a la degradación se esconden consideraciones meramente políticas que tratan de retrasar la quiebra del sistema financiero y es que, como ya hemos comentado, una degradación de las agencias *monoline* supondría a) la degradación de todos sus productos asegurados, b) el incremento de los write-downs de estos activos, c) un incremento del capital requerido a los bancos por Basilea II y d) la venta masiva de los activos degradados por parte de los inversores que estatutariamente sólo puedan poseer activos de la más alta calificación crediticia.

Sólo Fitch se atrevió a degradar a Ambac y a MBIA durante este trimestre[20] y lo hizo de manera muy tímida: de AAA a AA. Los motivos que adujo son más que evidentes, el insuficiente capital (presente y futuro) para confrontar una crisis que, hasta el momento, ya les ha reportado enormes pérdidas.

En cualquier caso, se trata de una degradación totalmente insuficiente a la vista de la escuálida dotación de capital y de la enorme exposición a riesgos que tienen por delante ambas *monoline*.

MBIA, sin embargo, no encajó demasiado bien la rebaja de su *rating*. De hecho, semanas antes de que se hiciera público, MBIA pidió a Fitch que dejara de auditarla y que destruyera toda la información que le había proporcionado. Pese a ello, Fitch respondió que seguiría auditando a MBIA de manera gratuita para prestar un servicio a los potenciales inversores.

En general, las *monoline* han tratado de evadir cualquier responsabilidad en su desastrosa gestión y han tratado de culpar tanto a las agencias de *rating* cuanto a los vendedores al descubierto[21].

Ambac afirmó que resultaba crítico restaurar la confianza del mercado en sus *ratings* crediticios, debido a las dudas que hicieron surgir las revisiones propuestas por las agencias de calificación[22], mientras que MBIA fue más lejos y culpó a las agencias de *rating* de la inestabilidad del mercado al tiempo que

[19] Tom BAWDEN and Suzy JAGGER. Mortgage bond insurers 'need $200bn boost' (2008) http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article3248731.ece

[20] En realidad, a MBIA la degradó el 4 de abril, pero la incluimos en este apartado por sus conexiones temáticas con la de Ambac.

[21] MBIA. MBIA Written Testimony and Appendices (2008) http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/chaplin021408.pdf

[22] MBIA. Written testimony of michael callen (2008) http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/callen021408.pdf

propuso “modernizar el sistema de calificación”, mediante las sugerencias de los líderes del mercado como, a su juicio, es la propia MBIA.

Por otro lado, las *monoline* también inculparon a los vendedores del descubierto del hundimiento de sus cotizaciones.

Los vendedores al descubierto son aquellos inversores que venden acciones al precio actual con la obligación de entregarlas en el futuro, con la esperanza de que en ese transcurso de tiempo el precio de la acción caiga y pueda comprarla más barata de lo que la vendió.

MBIA acusó en febrero a los vendedores al descubierto de difundir noticias falsas sobre la compañía para tratar de que su cotización cayera. Por este motivo, la compañía llegó a reclamar, incluso, regulaciones que limitaran “la manipulación del mercado sin escrúpulos y peligrosa de los vendedores al descubierto”.

Sin embargo, a la luz de los datos anteriores, es evidente que la enorme caída de los precios de las acciones de las *monoline* responde más bien a una erosión en sus fundamentos y al más que probable riesgo de quiebra que a una estrategia propagandística de los especuladores bajistas.

De hecho, parece claro que el diagnóstico del mercado es que a estas empresas les queda poca vida:

…pese a la tentativa de adquirlas Warren Buffett…

Pese a la aparente rotundidad de este diagnóstico, el mejor inversor de la historia, Warren Buffett, mostró su interés por adquirir estas empresas a mediados de febrero. Buffett, además, es el máximo exponente del análisis fundamental del *value investment*(inversión en valor), esto es, no invierte para especular sobre el corto plazo, sino para apostar por las bases sólidas de negocio de las empresas.

Sin embargo, conviene tener en cuenta que Bufett sólo se interesó por adquirir una porción del negocio de las *monoline*: los bonos municipales. Conviene tener presente que a finales de diciembre Buffett creó una compañía para asegurar los bonos municipales, de modo que pretendía arrebatar definitivamente este mercado a las *monoline*.

Ahora bien, el oráculo de Omaha rechazó explícitamente comprar la sección de productos estructurados, que más bien veía abocada a la quiebra. Y por si fuera poco, las condiciones que planteó para reasegurar los bonos municipales no podían ser más ventajosas: a cambio de dedicar 5.000 millones de dólares para reasegurar un volumen de bonos municipales de 800.000 millones, Buffett pidió el 150% de la prima que las *monoline* obtenían por asegurar los bonos municipales (cuando lo normal en este tipo de casos es ceder sólo una parte de la prima). Esto equivale a que cada *monoline* le entregara 4.500 millones de dólares, lo que en un momento de ausencia de capital y de liquidez resultaba suicida. Por este motivo, las aseguradoras rechazaron rápidamente la oferta de Buffett.

Por tanto, Buffett lejos de apostar por la viabilidad futura de las *monoline* parecía tener la intención de quedarse con la parte más rentable del negocio en unas condiciones muy ventajosas que además le permitieran obtener una gran cantidad de caja para invertir (a sus comienzos Buffett adquirió varias empresas de seguros para utilizar su enorme caja en sus inversiones).

…trasladando sus problemas a la deuda municipal.

De momento, el problema de las *monoline* no venía causado por los bonos municipales, sino por los productos estructurados. Sin embargo, tampoco está claro que los bonos municipales (tradicionalmente inversiones con un muy bajo riesgo de impago) vayan a resistir la crisis actual. Y ello esencialmente por un motivo: el arbitraje de plazos (endeudarse a corto para invertir a largo) que han practicado los gobiernos municipales.

La deuda pública, en caso de contraerse, sólo debería utilizarse para financiar proyectos productivos que permitan incrementar la riqueza de la sociedad y amortizar la deuda anterior. Obviamente, existen serios problemas económicos para que este objetivo teórico sea siquiera posible[23], pero aun así los entes públicos ni siquiera se lo plantean como guía de actuación.

Por lo general, las distintas administraciones emprenden proyectos con dudosa rentabilidad y que, en todo caso, maduran muy a largo plazo. Para financiar estos proyectos suelen emitir grandes cantidades de deuda a corto o medio plazo, cuya amortización sólo puede lograrse refinanciando esa deuda a su vencimiento. Por consiguiente, ya tenemos aquí un primer arbitraje entre los tipos de interés a corto y las rentabilidades a largo.

[23] Ludwig von Mises descubrió a principios del s. XX las limitaciones del intervencionismo público que es incapaz de utilizar los precios de mercado para efectuar cálculos de rentabilidad económica. Es lo que se conoció como "*teorema de la imposibilidad del socialismo*". Puede ampliarse este punto consultando la propia obra de Mises (su libro "Socialismo") y en España la del profesor Jesús Huerta de Soto (en su libro "*Socialismo, Cálculo Económico y Función Empresarial*").

Pero por si ello fuera poco, en EEUU gran parte de la deuda municipal se ha emitido con un tipo de interés variable que se fija mediante una subasta holandesa. Este tipo de subastas (que se conocen como *auction rate*), se realizan con una periodicidad de 7, 28 o 35 días y tienen como cometido fijar el tipo de interés para el siguiente período (de 7, 28 o 35 días).

Para ello, los tenedores de deuda municipal tienen tres opciones: conservar la deuda al tipo de interés que se fije en esta subasta (*hold at market*), exigir una rentabilidad mínima para quedarse con la deuda municipal (*hold at rate*) o vender la deuda sea cual sea el tipo que se fije. Por su parte, los potenciales compradores pujan por la deuda ofertando diferentes rentabilidades mínimas.

Una vez sumada la oferta de bonos (*hold at rate* + ventas) se la liquida con la demanda de bonos, fijándose el tipo de interés más bajo que sea necesario para vaciar el mercado (ya que el tipo de interés que paga el bono equivale al coste de la deuda para el Ayuntamiento). Los compradores y los tenedores *at rate* que exigieron una rentabilidad superior a la mínima son expulsados de la subasta y los que exigieron una rentabilidad menor se quedan con la deuda municipal. Aquí tenemos el segundo mecanismo de arbitraje de tipos de interés, ya que se pretende refinanciar continuamente el coste de la deuda (y al ser un refinanciamiento por muy breve plazo se efectúa con los tipos de interés del mercado monetario) para invertir a largo.

Este mecanismo, con todo, tiene numerosas ventajas aparentes para los inversores. Debido a la escasa probabilidad de impago de los Ayuntamientos (que además se ve reforzada por el aseguramiento de las *monoline*), los bancos suelen estar dispuestos a proporcionar liquidez cuando la demanda de bonos sea inferior a la oferta. Así, las empresas tienen un mecanismo que se considera casi equivalente a la caja, ya que prácticamente cada semana tienen la opción de deshacerse de sus bonos si necesitan una mayor liquidez.

Además, debido a la seguridad de estas inversiones, la FINRA (The Financial Industry Regulatory Authority) permite adquirirlas tan sólo con un 10% de efectivo, por lo que la rentabilidad puede multiplicarse[24]. No en vano, el mercado de esta deuda a largo plazo con tipo de interés variable fijado por subasta alcanza el valor de 330.000 millones de dólares.

El problema es cuando comienzan a surgir las dudas sobre la solvencia de los Ayuntamientos. En la actual crisis, los ingresos de los Ayuntamientos van a sufrir, previsiblemente, un serio descenso. En EEUU estos ingresos dependen fundamentalmente de las tasas pagadas por los promotores inmobiliarios, por el impuesto de patrimonio y por el impuesto sobre las ventas[25] y los tres van a tener que caer: la promoción está paralizada (sólo en el primer trimestre las promociones ya habían caído un 45%), el valor de los inmuebles está cayendo

[24] Por ejemplo, si una empresa tiene 100 um de caja y un bono municipal vale 100 y ofrece una rentabilidad del 5% anual, la empresa puede apalancarse con esas 100 um hasta 10 veces y adquirir 10 bonos. Por consiguiente, la rentabilidad anual sobre la caja disponible pasa del 5% sobre 100 (5 um) al 5% sobre 1000 (50).

[25] ROUBINI ,Nouriel . The Coming Muni Bonds Default Crisis…and the Monoline Downgrade Saga… (2008)
http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/244405/

(como hemos visto el índice Case-Shiller ya reflejaba caídas del 15%) y el consumo va a reducirse.

Además, la amenaza de quiebra de las *monoline* dejó desprotegida la deuda municipal del riesgo de impago, lo que provocó que el pasado mes de febrero las subastas para fijar el tipo de interés empezaran a fallar. Los fallos de estas subastas suceden cuando la oferta de bonos es superior a la demanda (esto es, cuando no hay un tipo de interés que vacíe el mercado). Como hemos dicho, este fenómeno no suele materializarse, ya que los bancos están dispuestos a adquirir los bonos municipales cuando no hay suficiente demanda.

Sin embargo, el 7 de febrero los mayores *market makers* de este mercado (Citigroup, UBS AG, Morgan Stanley y Merrill Lynch) se negaron a adquirir deuda municipal ante la falta de liquidez y el creciente riesgo de impago. Lo mismo sucedió el 13 de febrero, donde el 80% de las subastas no se vaciaron y el 20 del mismo mes (con el 62% de fallos).

Dado que cuando la oferta supera a la demanda no existe un tipo de interés que vacíe el mercado, los Ayuntamientos se ven obligados a pagar un tipo de interés prefijado en los documentos de emisión de la deuda municipal. Estos tipos de interés suelen ser bastante elevados, de modo que, por ejemplo, en las subastas fallidas de febrero se elevó al 20%.

Por poner un ejemplo, antes de que empezaran a fallar las subastas, el tipo de interés que pagaba la Port Authority of New York and New Jersey era del 4,3%, con los fallos, se elevó al 20%, de modo que el coste semanal de su deuda subió desde 83.611 dólares a 388.889.

Obviamente, el hecho de que estos bonos se conviertan en bastante ilíquidos y de que su coste se dispare para los emisores (elevando aún más su riesgo de impago) todavía los convierte en menos atractivo para los inversores, por lo que su valor cae. Siendo así, las empresas que necesiten caja y los inversores apalancados se ven forzados a tratar de venderlos a cualquier precio.

En este último caso, vuelven a operar los *margin calls* que ya habíamos visto en el caso de los CDO. Hasta marzo, como hemos dicho, bastaba mantener un valor neto del préstamo equivalente al 10% del bono. Esto significaba que si un inversor utilizaba 10 unidades de caja podía pedir prestado 90 um para adquirir bonos por valor de 100 (el valor de los bonos menos lo prestado equivalía al 10% del valor de los bonos). Sin embargo, si el precio de los bonos caía por ejemplo a 80, el valor neto del préstamos pasaba a suponer -12,5% (80 um - 90 um), por lo que era necesario captar capital para amortizar parte del préstamo (en concreto, si los bonos tenían un valor de 80, habría que rebajar el préstamo hasta 72, captando 18 um).

Las dificultades para captar capital, amortizar parte del préstamo y desapalancarse se tradujeron en ventas masivas de bonos municipales por parte de los *hedge funds* el 1 de marzo[26]. Por este motivo, sólo una semana después, la

[26] Michael ANEIR, O and Tom LAURICELLA y Liz RAPPAPORT. Hedge Funds' Fire Sales Send Muni-Bond Yields, To Historic High Levels
http://online.wsj.com/article/SB120429486695502997.html

FINRA se propuso limitar las posibilidades de apalancamiento de los inversores, elevando el requisito mínimo de capital hasta el 25%.

El problema, sin embargo, no tiene tanto que ver con el grado de apalancamiento, sino con el arbitraje de plazos. Para que el apalancamiento no genere distorsiones en el resto de la economía, deben cumplirse dos requisitos.

Primero, el prestamista no debe obtener los fondos prestados mediante una renovación continua de deudas a un plazo inferior. Segundo, el prestatario no debe invertir los fondos en proyectos cuya solvencia dependa de seguir renovando periódicamente la deuda. Dicho de otra manera, en última instancia los plazos del ahorro y de la inversión deben estar casados.

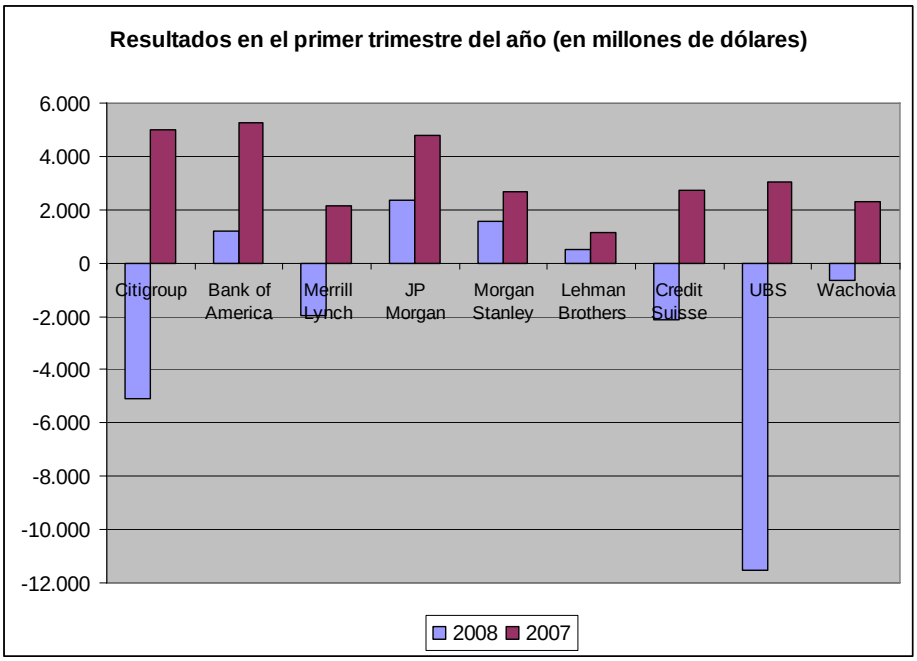
Un margen del 10% implica simplemente que alguien está prestando al inversor de deuda pública el 90% restante de los fondos. El problema, por consiguiente, no es si se presta demasiado, sino si los *brokers* prestan gracias al apalancamiento bancario (que se basa en utilizar los fondos del mercado monetario para realizar préstamos a un plazo superior) y si los Ayuntamientos acometen proyectos desvinculados de una rentabilidad efectiva mediante la renegociación periódica del interés (despreciando el riesgo de interés y tratando de beneficiarse de los bajos tipos de interés del mercado monetario en lugar de acudir al de capitales). La limitación de la FINRA tiene, por tanto, escaso sentido.

Pero el mercado de deuda municipal sólo va a ser una de las víctimas de la caída de las *monoline* y de la creciente restricción crediticia. Los acreedores de la deuda impagada van a ser los más perjudicados debido a que, por lo general, se convirtieron en grandes acreedores con motivo de los elevadísimos niveles de apalancamiento que ahora, con el repunte de los impagos, les pueden llevar a su vez a un impago en cadena.

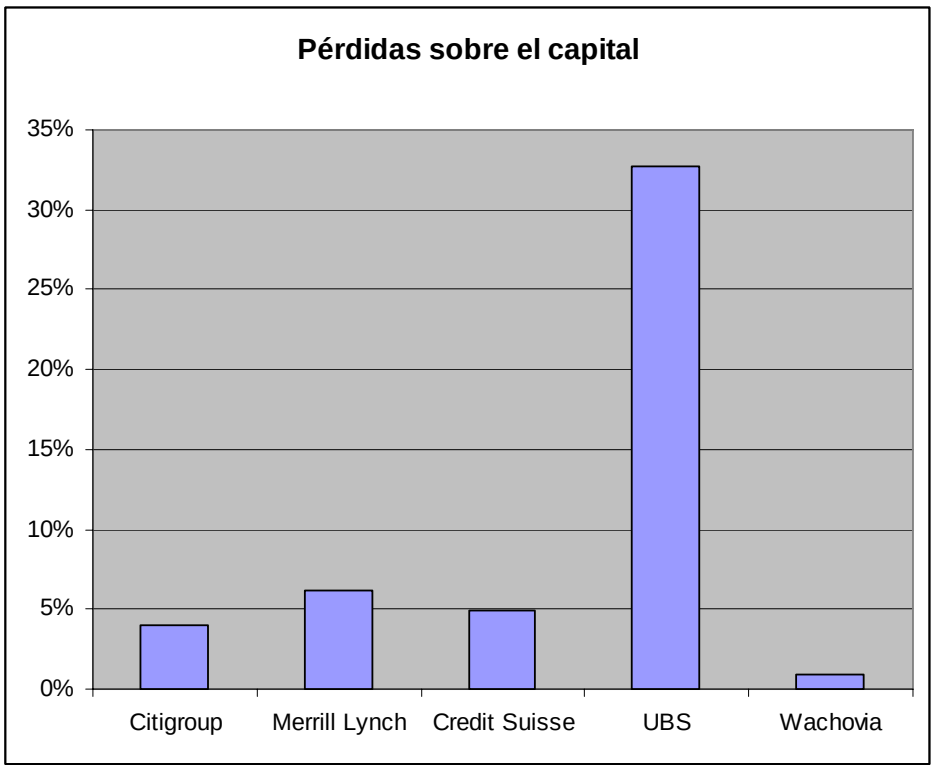
Los mayores acreedores de EEUU son, obviamente, los bancos, seguidos por las agencias hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae. El error de ambos negocios ya lo hemos comentado: endeudarse a corto plazo para invertir a largo plazo, lo que genera una tendencia a malinvertir a largo plazo y por tanto a impagar las deudas a corto.

Los bancos siguieron resintiéndose…

Los bancos han seguido sufriendo en el primer trimestre importantes pérdidas debido a los impagos y a la pérdida de valor de sus activos.



Para entender la magnitud de estas pérdidas, conviene ponerlas en relación con el capital que tenían estas entidades a cierre de 2007:

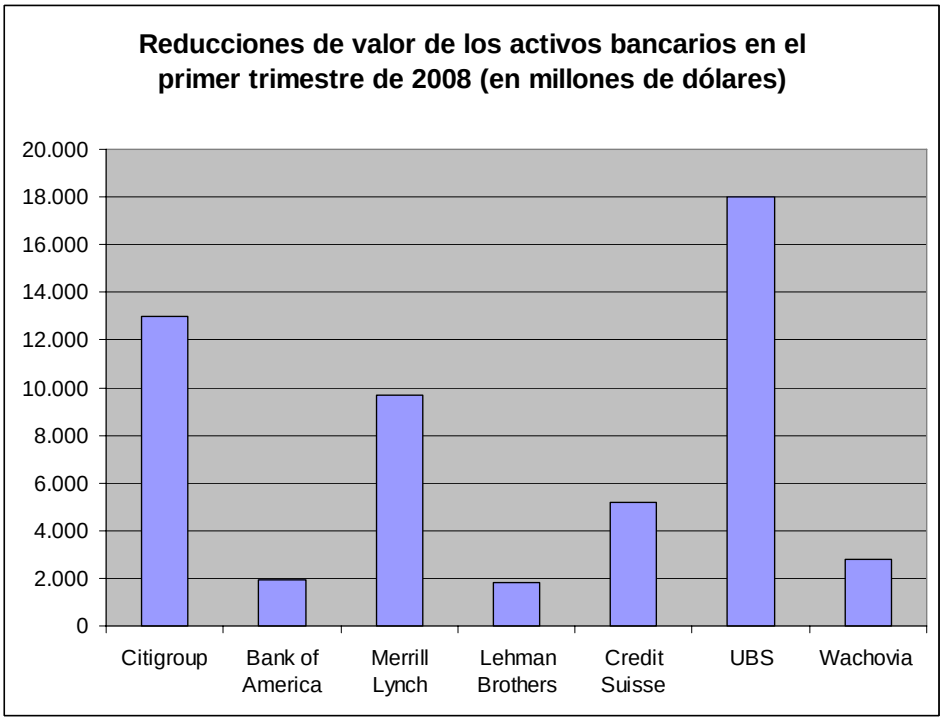


Vemos que las pérdidas trimestrales de los bancos, a excepción de UBS y Wachovia, representan aproximadamente el 5% de su capital, lo que anualizado supondría el 20% de descapitalización.

Estas pérdidas se debieron en su mayor medida, a las reducciones de valor de los activos en balance que tuvieron que llevar a cabo los bancos, especialmente de préstamos *subprime* y de productos estructurados como los CDO.

En el siguiente cuadro tenemos un resumen de las reducciones de valor (*write-downs*) que tuvieron que practicar los bancos hasta el cuarto trimestre de 2007:

En el primer trimestre de 2008, por supuesto, las devaluaciones prosiguieron:



Citigroup registró 6.000 millones de devaluación de activos por hipotecas *subprime*, 3.100 por préstamos apalancados a empresas, 1.600 por hipotecas *alt-A* e hipotecas comerciales y 1.500 por su exposición a la deuda municipal y a los CDS de las monoline. Merrill Lynch estuvo especialmente afectada por las hipotecas residenciales y comerciales, los CDO y los préstamos a empresas. Credit Suisse experimentó reducciones de valor de activos de 2.630 millones en CDO, 1.660 en préstamos empresariales y 930 millones en hipotecas. Lehman Brothers perdió 700 millones en hipotecas comerciales y 800 en hipotecas

residenciales. El grueso de las pérdidas de valor de activos de UBS se debieron a las hipotecas (residenciales y comerciales y a los préstamos apalancados a empresas). Y, por último, Wachovia perdió 916.000 en CDO y 339.000 en *suprime*.

Una lectura minuciosa de los activos que perdieron valor nos aproxima exactamente a los impagos que ya veníamos advirtiendo desde anteriores boletines, a saber, hipotecas no sólo residenciales, sino también comerciales (y dentro de las hipotecas residenciales, no sólo el tramo de las *subprime*, sino también las *alt*-A y las *option ARM*); los productos estructurales, los préstamos a empresas y los préstamos al consumo.

A finales de marzo, algunas estimaciones hablan de que las pérdidas bancarias, como mínimo, serán de un billón de dólares. El FMI, concretamente, las cifró en 945.000 millones de dólares[27], de los cuales 565.000 serían por el sector subprime (240.000 en hipotecas comerciales, 120.000 en deuda empresarial y 20.000 en deuda a los consumidores).

Pérdidas por clases de activos a Marzo de 2008
(en billones de dolares)

Base Case Estimates of Losses on Unsecuritized U.S. Loans

	Outstanding	Estimated loss March 2008
Subprime	300	45
Alt-A	600	30
Prime	3,800	40
Commercial real estate	2,400	30
Consumer loans	1,400	20
Corporate loans	3,700	50
Leveraged loans	170	10
Total for loans	12,370	225

Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities

	Outstanding	Estimated mark-to-market loss March 2008
ABS	1,100	210
ABS CDOs	400	240
Prime MBS	3,800	0
CMBS	940	210
Consumer ABS	650	0
High-grade corporate debt	3,000	0
High-yield corporate debt	600	30
CLOs	350	30
Total for securities	10,840	720
Total for loans and securities	23,210	945

[27] World Economic and Financial Surveys. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness.

Hasta marzo, se habían reconocido pérdidas de 232.000 millones, de modo que desde la perspectiva del FMI todavía quedarían pérdidas potenciales de 713.000.

Para ponerlo en perspectiva, las pérdidas que, según el FMI los bancos todavía tienen que reconocer serían suficientes para consumir todo el capital que a finales del primer trimestre tenían conjuntamente Citigroup, Bank of America, Merrill Lynch, JP Morgan, Lehman Brothers, Credit Suisse, UBS, Wachovia y el HSBC (764.986).

Otras estimaciones, como la de Nouriel Roubini, colocan las pérdidas en los 1,7 billones de dólares[28], más del doble de todo el capital que tienen hoy los bancos anteriores. La aproximación de Roubini puede tener más sentido, habida cuenta de que existen 23,2 billones de dólares en préstamos, que los *defaults* no han hecho más que empezar y que el FMI ya ha revisado con anterioridad sus estimaciones.

Los bancos, obviamente, se han visto forzados a captar capital de manera masiva. De momento, este capital lo han obtenido mediante la repatriación de dólares de fondos soberanos de Asia y de Oriente Medio, es decir, aquellos países de los que EEUU importaba masivamente petróleo y productos manufacturados y a los que pagaba no con exportaciones, sino con la creación de nuevos dólares que ahora se están utilizando para adquirir activos.

Inversiones Recientes por fondos soberanos en la industria de servicios financieros

(Jan. 2007 – Apr. 2008; USD billions)

Investor	Acquired company	Transaction value
Government Investment Company of Singapore	UBS	9.8
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7.6
Government Investment Company of Singapore	Citigroup	6.9
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5.0
Temasek Holdings	Merrill Lynch	5.0
Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	3.4
China Investment Corporation	Blackstone	3.0
Korea Investment Corporation	Merrill Lynch	2.0
Temasek	Barclays	2.0
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2.0
Temasek Holdings	Standard Chartered	2.0
Undisclosed Middle East investor	UBS	1.8
Mubadala Development Company	Carlyle Group	1.4

Source: Press reports.

[28] ROUBINI, Nouriel. Estimates of $1 trillion are now a floor, not a ceiling, for the losses in this financial crisis... http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/252471/

Aun así, muchos de ellos se verán abocados a la quiebra conforme los impagos vayan aumentando. En el primer trimestre, este fue el caso de Bear Stearns, del que en un próximo epígrafe nos ocuparemos con más detalle.

Pese a las dificultades financieras, algunos bancos, sin embargo, no han dejado de adquirir compañías financieras, aun cuando las transacciones resulten más que discutibles.

A principios de enero, Bank of America compró el banco hipotecario Countrywide (compañía matriz de la que en 1997 se desgajó otro de los mayores prestamistas de hipotecas de EEUU, Indymac), convirtiéndose de este modo en el mayor prestamista de hipotecas de EEUU. Countrywide se encontraba al borde de la quiebra (su deuda que vencía en 2016 estaba cotizando a 46 céntimos por dólar), debido a su incapacidad para obtener liquidez a partir de sus activos a largo plazo en los mercados secundarios. De nuevo, pueden observarse los nefastos efectos del arbitraje de tipos de interés y de la minusvaloración del riesgo de liquidez.

Extrañamente, no obstante, Bank of America prefirió comprarlo antes de la quiebra por un mayor precio (4.000 millones de dólares) al que habría tenido que pagar después de declarar la quiebra. Todo parece indicar que la intención de Bank of America era evitar el pánico que podría cundir si Countrywide quebraba, por lo que lo rescató con el visto bueno del Gobierno y de la Fed.

…y también Freddie Mac y Fannie Mae…

Como ya hemos comentado, aparte de los bancos, las entidades con una mayor exposición al sector hipotecario son las empresas de patrocinio gubernamental (Government Sponsored Enterprise o GSE) Freddie Mac y Fannie Mae.

Estas empresas fueron creadas en 1938, durante el esplendor del entramado intervencionista del *New Deal*, para tratar de canalizar los ahorros de los estadounidenses hacia el sector productivo y, más en concreto, a la construcción. Durante los 70 fueron sometidas a un proceso parcial de privatización, ya que si bien su capital pasó a manos privadas, seguían contando con el aval implícito del Gobierno de EEUU, subsidios diversos y una línea de crédito de 2.250 millones de dólares por empresa[29]

A partir de la fecha de su privatización, su finalidad ha consistido en asegurar hipotecas o, especialmente, en comprarlas directamente a los originadores (bancos) o en los mercados secundarios, agruparlas en un *pool* de activos y venderlas de nuevo en los mercados secundarios. Su rentabilidad procedía de arbitrar plazos entre los tipos de interés, ya que, por ejemplo, Freddie Mac emite deuda con un plazo de venciminto máximo de 10 años y, en cambio, adquiere hipotecas que vencen a 15 o 30 años. El modelo de negocio era insostenible en tanto todos los agentes del mercado siguieran arbitrando plazos.

[29] Sólo el Congresista Ron Paul (posteriormente candidato en las primarias para representar al Partido Republicano en las elecciones generales de 2008) se atrevió en 2003 a cuestionar abiertamente estas medidas.
http://www.lewrockwell.com/paul/paul128.html

Pero hasta la crisis de 2007, estas agencias consiguieron incrementar los fondos de los bancos privados y expandir notablemente el volumen de hipotecas concedidas. Además, esta deuda hipotecaria, al contar con el aval implícito del Gobierno, permitía a ambas empresas pagar unos bajos tipos de interés por sus titulizaciones (lo que a su vez permitía rebajar el tipo de interés que cobraban directamente los bancos).

La magnitud de su negocio y el hecho de contar con un aval del Tesoro, han hecho que, además, estas compañías estuvieran fuertemente reguladas. En primer lugar, no pueden adquirir hipotecas que unitariamente superen un valor límite, el cual se situaba a finales de 2007 en 417.000 dólares (las hipotecas por debajo de este umbral se conocen como *conforming mortgages* y por encima *non-conforming mortgages*). Y, en segundo lugar, debido a ciertas irregularidades contables en los últimos años, se impusieron dos limitaciones adicionales: estas empresas debían contar con un excedente del 30% sobre el mínimo de capital requerido[30] y además no podían tener directamente en cartera hipotecas que superaran los 735 millones de dólares por empresa[31].

Durante el primer trimestre de 2008, estas dos agencias aseguraban o eran responsables de la mitad de los 12 billones de dólares de todas las hipotecas pendientes de amortizar en EEUU. Sus resultados a finales de 2007 habían sido bastante decepcionantes:Sólo en la segunda mitad de 2007, Freddie Mac había perdido 3.667 millones de dólares (sobre 26.724) y Fannie Mae, 4.958 (sobre un capital de 44.011).

Aun así, ambas compañías fueron capaces de emitir acciones para recapitalizarse, en concreto Freddie Mac consiguió 6.000 millones y Fannie Mae, 7.000 millones en noviembre.

Los resultados del primer trimestre siguieron en la estela de los anteriores. Freddie Mac perdió 151 millones y Fannie Mae 2.185. Conviene tener presente que la reducida pérdida de Freddie Mac se debió a ciertos cambios contables, ya que sin ellos las pérdidas habrían sido de 1.700[32].

El capital después de estas pérdidas fue de 16.024 millones para Freddie Mac y de 38.836 para Fannie Mae. No obstante, las propias compañías reconocen que si contabilizan sus activos según el valor razonable, el valor de estos sería actualmente de -5.200 millones para Freddie Mac y de 12.200 millones para Fannie Mae[33].

[30] El capital mínimo requerido venía determinado por el 2,5% de los activos más el 0,45% de las obligaciones fuera de balance.
[31] Este límite ya fue ampliado el pasado 19 de septiembre de 2007 en un 2% anual para combatir la crisis crediticia:
http://www.ofheo.gov/NewsRoom.aspx?Q1=0&Q2=0&FormMode=Detail&ID=388
[32] KOPECKI, Dawn. Freddie Mac Accounting Cuts Losses By $2.6 Billion (2008)
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a75bxyERfFRw
[33] BLOOMBERG. Regulators Spin Public to Boost Fannie, Freddie (2008)
http://www.businesstandard.com/common/news_article.php?leftnm=10&bKeyFlag=BO&autono=328919

Más destacable, con todo, es la enorme discrepancia que existe entre los requerimientos mínimos de capital exigidos por el Gobierno y el capital que reconocen ambas compañías. Según el Gobierno, Freddie Mac terminó el primer trimestre con un capital de 38.600 millones de dólares, seis mil más que el mínimo requerido, cuando el capital reconocido por Freddie Mac en su balance trimestral es, como hemos dicho, de 16.024. Del mismo modo, Fannie Mae tenía, según el Gobierno, 42.700 millones (5.100 más de lo necesario) pero 38.836 según la propia compañía.

…pese a su maquillaje contable.

La razón para esta enorme diferencia se encuentra en un maquillaje contable que, no obstante, no modifica la auténtica situación de las compañías.

El primer truco consistió en no contabilizar las pérdidas por lo que se conoce como *available-for-sale securities*, esto es, valores para venta inmediata. Se supone que estos valores van a venderse en el corto plazo de tiempo en que los gestores lo consideren más provechoso. Por este motivo, las pérdidas de valor no se contabilizan en la cuenta de pérdidas y ganancias hasta que se realizan y sólo aparecen como pérdidas temporales en el balance que, además, no disminuye definitivamente el capital según lo contabiliza el Gobierno. Freddie Mac tenía unas pérdidas por *available-for-sale securities* de 32.400 millones, esto es, prácticamente todo el capital que reconocía el Gobierno. La temporalidad de estos valores es más que discutible, ya que 13.200 millones registran minusvaloraciones desde hace más de un año.

Fannie Mae estaba en una situación un poco mejor y "sólo" registraba pérdidas por este concepto de 9.300 millones.

El segundo truco pasaba por tampoco contabilizar como pérdidas los instrumentos de cobertura de flujos de caja. Las empresas utilizan estos derivados para compensar reducir parte de los riesgos asociados a flujos de caja futuros (por ejemplo, riesgo de interés o riesgo de cambio).

En este sentido, las pérdidas (o ganancias) de los instrumentos de cobertura deben compensarse con las ganancias (o pérdidas) de los subyacentes cubiertos. Por este motivo, las pérdidas en estos derivados no deberían contabilizarse siempre que estén compensadas por las ganancias actuales o inmediatas de los subyacentes.

El problema es que Freddie Mac registró pérdidas por instrumentos de cobertura de flujos de caja por importe de 3.900 millones sin que ni siquiera existieran la mayoría de los subyacentes cubiertos, que consistían en más de un 70% en emisiones futuras de deuda a lo largo de 26 años. Obviamente, si estas emisiones no llegan a realizarse nunca (y predecir el futuro a un plazo de 26 años es muy complicado), las pérdidas de los derivados serán reales y definitivas.

Por último, estas empresas contabilizaron como un activo los créditos fiscales de Hacienda, a pesar de que no van a poder ser utilizados previsiblemente en el futuro. Las empresas con beneficios pueden utilizarlos para dejar de pagar impuestos futuros, pero obviamente si no hay beneficios futuros, tampoco hay

impuestos que compensar y el crédito fiscal deja de ser un activo valioso. Freddie Mac tenía un crédito fiscal de 19.000 millones y Fannie Mae de 17.800.

Pese a la más que evidente situación crítica en que ambas compañías se encontraban, el Gobierno no ha dejado de utilizarlas como mecanismo para relanzar el mercado hipotecario, aun exponiéndolas a niveles de riesgo mucho mayores de los que soportaba. Pero esto lo analizaremos con mayor detalle en el apartado de políticas contra la crisis.

4. Políticas públicas contra la crisis

Los políticos no han abandonado sus intervenciones.

Como en todos los trimestres, las iniciativas del poder político destinadas a tratar de solucionar y evitar la crisis se han multiplicado. Ya en anteriores boletines hemos explicado que la crisis no es un evento que pueda evitarse, puesto que es necesario purgar todos los errores previos de malas inversiones. Lo único que cabe hacer es tratar de aliviarla no dificultando el ajuste necesario, esto es, reduciendo los impuestos y el gasto público y liberalizando al máximo los mercados de factores productivos.

Sin embargo, los políticos y burócratas intentan simular que sí poseen esa capacidad de resolver la crisis, para de este modo seguir contando con el apoyo de sus votantes y de la sociedad en general. Dado que todas las iniciativas adoptadas no pasan por ninguna de las dos directrices anteriores, la acción política sólo ha contribuido a agravar y prolongar la crisis, como en breve comprobaremos.

Para mayor simplicidad vamos a dividir este apartado entre las iniciativas adoptadas por la Fed y las seguidas por el Gobierno norteamericano.

Políticas de la Fed

La principal obsesión de la Fed durante el primer trimestre de este año ha sido tratar de expandir masivamente el crédito al sector financiero. Bajo la idea errónea de que estamos únicamente ante una crisis de liquidez, la Reserva Federal ha llevado a cabo una política monetaria ampliamente expansiva no sólo mediante los instrumentos tradicionales (reducción de los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto y de los tipos de descuento), sino especialmente con la creación y amplificación de nuevos instrumentos de financiación, a saber, la Term Auction Facility (TAF), la Term Securities Lending Facility (TSLF) y Primary Dealers Credit Facility (PDCF).

En el primer trimestre de 2008, la Reserva Federal bajó en tres ocasiones los tipos de interés, desde el 4,25% al 2,25%. En dos ocasiones lo hizo durante sus reuniones ordinarias (el 30 de enero y el 18 de marzo), pero en una lo hizo de manera extraordinaria (el 22 de enero).

Sorprende ya de entrada el efecto propagandístico que buscaba la rebaja de 75 puntos básicos el 22 de enero. El carácter extraordinario de la misma no podía responder a ninguna urgencia de mercado que, en su caso, no pudiera acometerse apenas una semana más tarde en la reunión ordinaria.

De hecho, la decisión de Bernanke parece que estaba más motivada por los movimientos del mercado de valores que por sus funciones como banquero central. Conviene recordar que el 21 de enero se produjo una de las mayores caídas de las bolsas europeas de los últimos 20 años, en lo que no dudó en

calificarse como “lunes negro”. Wall Street estaba cerrado el día 21, así que reabrió sus puertas el 22, una jornada que se anticipaba complicada, de no haber sido por el sorpresivo anuncio de rebaja de tipos de Bernanke. A partir de ahí, y con la reducción posterior del día 30, el mercado de valores inició una escalada que duró hasta principios de febrero.

Obviamente, la función de un banquero central no debería ser la de estabilizar el mercado de valores rebajando los tipos de interés (esto es, envileciendo el valor de la moneda). La bolsa podría ser un indicador de que se está produciendo una burbuja en los mercados financieros (si, por ejemplo, el PER medio de las acciones se dispara) como consecuencia de una política monetaria excesivamente expansiva, pero sus movimientos no son un referente que deba ser contrarrestado por la política monetaria.

Esencialmente porque las caídas a largo plazo de la bolsa indican una situación económica subyacente en depresión que, a su vez, habrá sido causada por las expansiones crediticias auspiciadas por la banca central, de modo que tratar de contrarrestarlo sólo agravará la intensidad de la crisis.

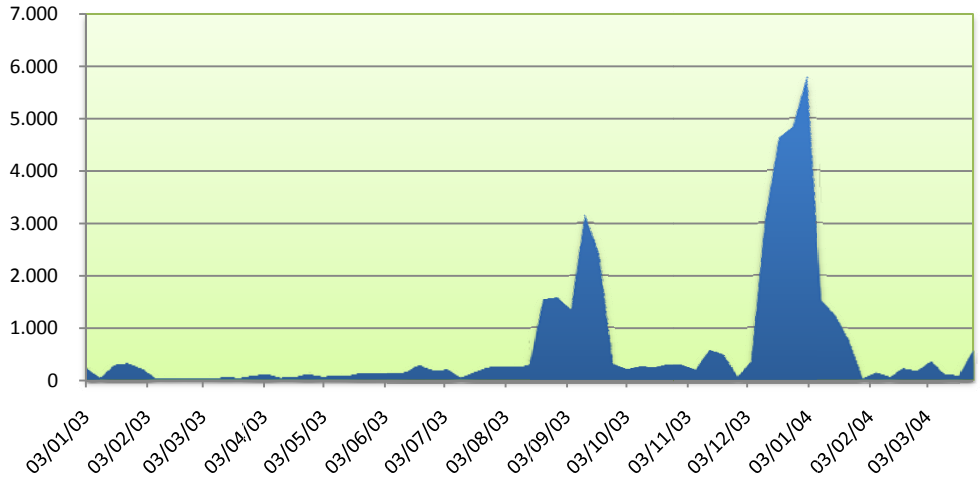
Al mismo tiempo, la Fed también rebajó el tipo de descuento del 4,75% al 2,5%, reduciendo a finales de marzo el *spread* entre el tipo de interés y el tipo de descuento desde 50 puntos básicos a sólo 25.

Recordemos que la ventanilla de descuento es un mecanismo extraordinario de financiación de los bancos, donde se admite una variedad de colateral mucho más amplia que en las operaciones de mercado abierto y donde acuden los bancos directamente a pedir prestado tanto dinero como necesitan (si es que pueden aportar el colateral necesario). Por este motivo, se intenta penalizar el recurso a la ventanilla con tipos de descuento más elevados que los de interés. Pero tras las reducciones del primer trimestre, puede observarse que la diferencia es ya prácticamente nula.

Además, la Fed también amplió el plazo de duración de los préstamos vía ventanilla de descuento. Desde sus inicios hasta el mes de agosto de 2007, los préstamos eran por un día: en agosto, el plazo se amplió a 30 días y en febrero se volvió a ampliar hasta 90 días.

Aun así, la ventanilla de descuento sigue siendo un mecanismo marginal de financiación que incluso en sus períodos de mayor uso (durante las crisis de liquidez de agosto y diciembre) nunca ha tenido mucha importancia.

Crédito por la ventanilla de descuento (en millones de dólares)



La Fed creó nuevos mecanismos de financiación…

Esto es así porque los nombres de quienes acuden a la ventanilla de descuento son públicos por lo que les acarrea un cierto estigma ante el mercado. Para evitar este problema la Fed creó en diciembre la TAF[34], que funciona como la ventanilla de descuento, salvo por el hecho de que se instrumenta mediante subastas periódicas y por tanto sus participantes son anónimos.

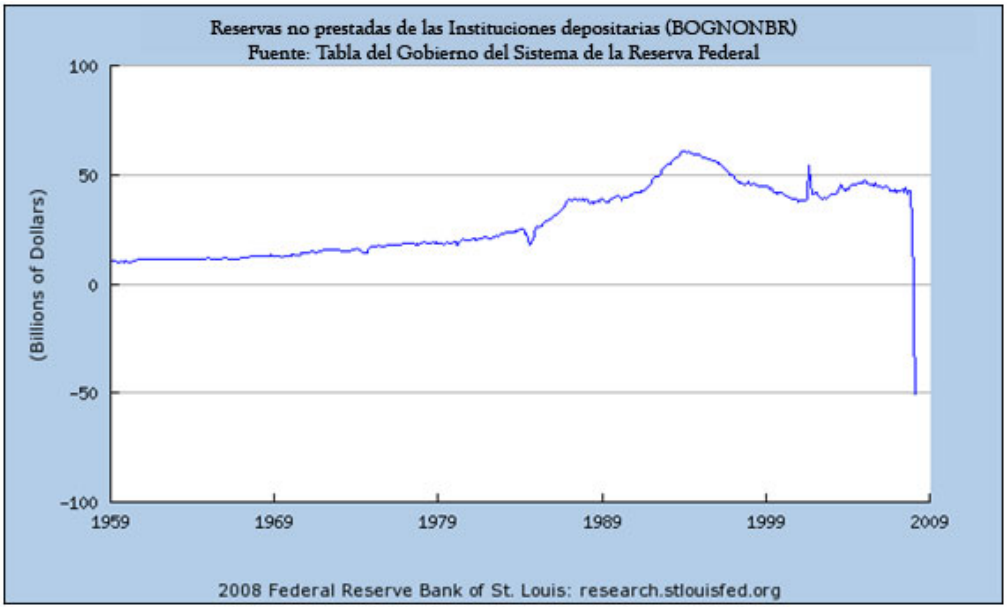
Durante este trimestre, la Fed también amplió los fondos que estaba inyectando mediante la TAF.

En diciembre, los medios de comunicación sostuvieron que la TAF se creó para ayudar a maquillar las cuentas financieras de los bancos a final de año. En un principio consistía en dos subastas de 20.000 millones de dólares cada una que, posteriormente, irían seguidas en enero por dos más de cantidad aún indeterminada. Pues bien, en enero se subió el importe hasta los 30.000 millones de dólares por subasta y ya en marzo volvió a ampliarse hasta los 50.000 por subasta.

La TAF, sin embargo, sólo ha logrado que los bancos se vuelvan más dependientes de sus activos de peor valor y que se generen continuamente nuevos flujos de dinero contra esos activos. De hecho, el enorme impacto en los mecanismos de financiación de la TAF dio lugar en el primer trimestre a un malentendido en numerosos ambientes económicos.

[34] John B. TAYLOR y John C. WILLIAMS. Como la propia Fed reconoce en un reciente documento: Que la TAF trata de reducir los spreads entre el tipo de intervención y los interbancarios no significa que con su creación la Fed no tuviera en mente otros objetivos, como reducir el estigma asociado a los préstamos bancarios a través de la ventanilla de descuento. A Black Swan In The Money Market, Federal Reserve of San Francisco,(2008:29)
http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-04bk.pdf

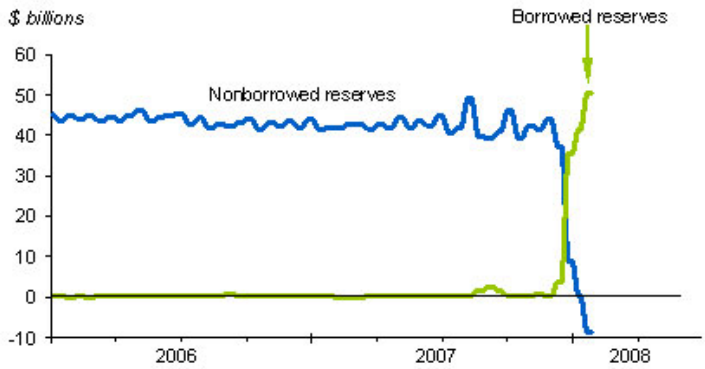
Tras la creación de la TAF, las reservas libres de los bancos (las que supuestamente no han pedido prestadas a la Reserva Federal) se volvieron tremendamente negativas:



Sin embargo, se trataba sólo de un efecto estadístico. La Fed clasifica las reservas totales de dos bancos en dos grupos: las que han pedido prestadas (*borrowed reserves*) y las que no (*non borrowed reserves*). En realidad, ambas son prestadas ya que las *non borrowed* son las obtenidas en los mercados interbancarios y a través de sus operaciones de mercado abierto. Las *borrowed*, en cambio, son las obtenidas por la ventanilla de descuento que, como hemos visto, tiene un peso marginal.

Pero la Fed decidió clasificar todos los préstamos de la TAF como *borrowed reserves* y dado que las *Non Borrowed Reserves* = Reservas totales – *BorrowedReseves*, el efecto fue que las *non borrowed* se volvieron negativas. Por ejemplo, a finales de marzo, las reservas totales eran 44.262 millones y las *borrowed* 75.484, con lo que las *non-borrowed* cayeron a -50.261.

Reservas "Borrowed" y "nonborrowed"



La anécdota, no obstante, sí ilustra la creciente dependencia que el sistema bancario norteamericano va teniendo hacia los préstamos respaldados por activos de mala calidad.

Durante este período, además, la Fed también creó dos nuevos mecanismos para financiar a los operadores de los mercados financieros, en concreto, para los *dealers* primarios (la Fed no prestaba dinero a agentes distintos de los bancos de depósito desde mediados de los 30).

Tradicionalmente, la Fed ha prestado dinero a los bancos mediante las operaciones de mercado abierto. Las operaciones de mercado abierto son subastas de fondos colateralizados por ciertos activos bancarios de calidad (como deuda pública). Cuando la Fed quiere inyectar liquidez compra esos activos y cuando quiere retirarla los vende. Estas operaciones a las que pueden acceder los distintos bancos del país se implementan, no obstante, mediante los *dealers*primarios, que son quienes compran o venden esos activos y luego reparten los fondos entre los bancos. Con estos dos nuevos mecanismos de financiación se restringen los préstamos a estos *dealers* primarios, cuyo número es inferior a 20.

El primero de estos mecanismos es la TSLF, mediante la cual la Fed realiza *repos*a 28 días por importe de 200.000 millones de dólares trocando sus letras del tesoro por una amplia variedad del activo de los *dealers*, incluyendo deuda hipotecaria.

Como vemos, la TSLF no supone una creación directa de fondos, sino que trata de inyectar liquidez sustituyendo los activos de mala calidad de los bancos (como la deuda hipotecaria) por los activos de buena calidad de la Fed (deuda pública), de modo que el riesgo crediticio se traspasa temporalmente a la Fed (aun cuando la Fed tiene la opción de efectuar *margincalls*, la opacidad del proceso no permite saber si las realiza y, sobre todo, si el *dealer* primario quiebra, la Fed no podrá recuperar los activos prestados).

La razón para crear este nuevo mecanismo de financiación responde a la complicada situación de los *dealers* primarios en marzo, ya que habían invertido masivamente en deuda hipotecaria financiándose mediante la venta al descubierto de deuda pública. Como en breve veremos, la deuda pública se revalorizó notablemente durante este trimestre, al tiempo que la deuda hipotecaria siguió hundiéndose de valor, de modo que los *dealers* tenían problemas para entregar a vencimiento la deuda pública a sus adquirientes.

De hecho, incluso la cifra de 200.000 millones de dólares tiene su explicación: los *dealers* poseían 139.700 millones de deuda de Freddie Mac y Fannie Mae y 60.200 millones de titulizaciones hipotecarias[35].

Claramente los *dealers* primarios incurrieron en otro ejemplo de arbitraje de tipos de interés, obteniendo financiación de la deuda pública (bajos tipos de interés) para invertir en hipotecas (alta rentabilidad) tratando de aprovecharse del *spread* entre ambos derivado de las diferencias de plazo y de riesgo. Pero con este programa es la Fed la que se subroga en ese papel: los *dealers* están renovando permanentemente sus deudas en la Fed.

De hecho, los *dealers* ya han comenzado a convertir sus activos no trocables (como los bonos especulativos) por otros trocables (como los CLO), esto es, han comenzado a agrupar sus activos en *pools* y emitir deuda que se quedan ellos mismos simplemente para intercambiarla en la Fed[36]. Se trata de una operación que no tiene ninguna lógica de mercado (ya que los mercados secundarios para los activos que está agrupando no tienen demanda a los precios que necesitan) y sólo ha visto la luz por los incentivos perversos que ha generado la TSLF.

Pero además la creación de la TSLF podría haber resultado contraproducente incluso desde el punto de vista de la Fed. Si bien se creó con el objetivo de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros a través de los *dealers* primarios, la TSLF podría haber acelerado la quiebra de ciertas compañías.

En concreto, el 6 de marzo el *hedgefund* Carlyle Capital se vio forzado a liquidar parte de su stock de titulizaciones hipotecarias al no ser capaz de atender los *margincalls* de los *dealers* primarios que le prestaban continuamente financiación a corto plazo. Estos *margincalls* se produjeron por el elevado apalancamiento de Carlyle Capital (un activo de 32 veces su capital).

Carlyle funcionaba con un esquema de arbitraje de tipos: invertía en hipotecas y se refinanciaba permanentemente a corto plazo a través de los *dealers* primarios. Cuando estos le reclamaron un mayor margen fue incapaz de atenderlo, dada su nula liquidez.

Cinco días más tarde, la Fed creó la TSLF para calmar el funcionamiento del mercado hipotecario, pero los *dealers* lo vieron como una ocasión para acceder a deuda pública a cambio de las titulizaciones hipotecarias que se encontraban en el activo de Carlyle Capital, de modo que se mostraron inflexibles ante su

[35] MISH'S . The Fed's Swap Meet (2008)
http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2008/03/feds-swap-meet.html
[36] Jody SHENN y Pierre PAULDEN. Buyout CLOs May Be Used for Fed Loans, Analysts Say (2008)
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aIBrRvnzgSaM

incapacidad para atender los *margincalls*. La idea era la de apoderarse de la titulizaciones de Carlyle para utilizarlas en la TSLF.

La segunda nueva herramienta con la que cuenta la Fed, creada el 16 de marzo para contrarrestar el pánico de BearStearns, es la PDCF, también dirigida a prestar fondos a los *dealers* primarios y cuya duración inicial está estimada en seis meses. En este caso, a diferencia de la TSLF, las operaciones *repo* no consisten en trueques entre deuda pública de la Fed y activos de los *dealers*, sino entre fondos de la Fed y activos de los *dealers* y además son sólo a un día (aunque puede prolongarse hasta cuatro meses, si bien a partir del primer mes la Fed carga una comisión por penalización).

El colateral es igualmente amplio (incluidas titulizaciones hipotecarias) y los *dealers* pueden pedir sin límite. Es, por consiguiente, una especie de ventanilla de descuento habilitada especialmente para los *dealers* (a la ventanilla de descuento sólo tenían acceso los bancos integrados en la Fed).

La finalidad de este nuevo mecanismo de financiación es incrementar la liquidez de los *dealers* para que a su vez estos aumenten la liquidez de los mercados secundarios de titulizaciones. No obstante, dada la delicada situación de los *dealers* (que ya estaban muy largos en activos titulizados, por lo que se crea la TSLF) es dudoso que quieran comprometer aun más capital para seguir financiando activos inflados de valor y con alto riesgo de *default.*

Los objetivos últimos de la Fed con toda estas maniobras de expansión crediticia pueden resumirse en dos: el primero, reanudar el ciclo de expansión crediticia de la economía; el segundo, reducir los tipos de interés para que los endeudados a un tipo de interés variable o los endeudados a un tipo fijo que refinancien la deuda, vean reducida su carga financiera.

…pero no logra sus objetivos.

En cuanto al primer objetivo, puede señalarse que la política de la Fed ha sido un rotundo fracaso. Como ya sucediera en los trimestres anteriores, el nuevo crédito, o bien ha sido atesorado por los bancos, o bien se ha dirigido a adquirir deuda pública o materias primas.

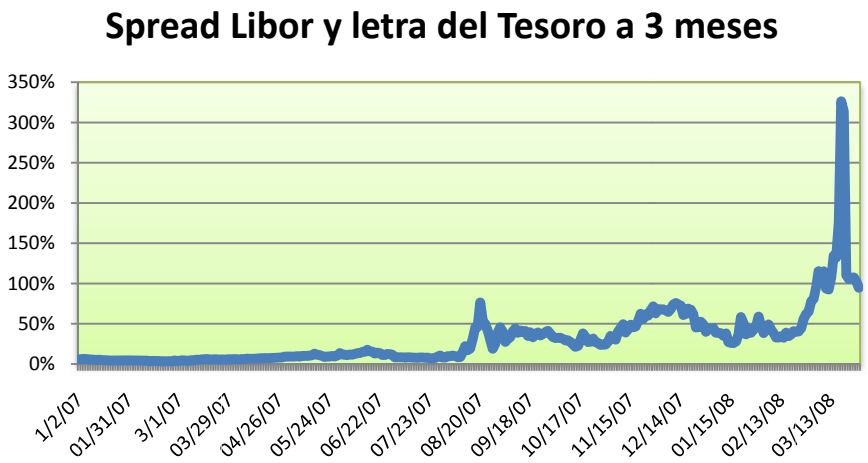
La propia Fed admite, por ejemplo, en su informe sobre prácticas bancarias de abril que:

> *Los bancos nacionales y extranjeros han reconocido haber endurecido aun más sus condiciones de crédito a una amplia variedad de préstamos con respecto a los tres meses anteriores. La cantidad neta de bancos que han endurecido el crédito se encuentra cerca o por encima de máximos históricos para casi todas las categorías de préstamos. Comparado con enero, se han endurecido significativamente los créditos al consumo y los empresariales. La demanda de crédito por parte de las empresas y los hogares también ha seguido cayendo*[37].

[37] FEDERAL RESERVE SYSTEM. Heads of research at all federal reserve banks http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200805/fullreport.pdf

La Fed sigue ignorando que no estamos únicamente ante una crisis de liquidez, sino de solvencia. Las pérdidas mil millonarias que están sufriendo los bancos les impiden seguir expandiendo el crédito, por mucho que lo intente abaratar la Fed. Ni siquiera los propios bancos confían entre sí, por lo que todas las puntas de liquidez del sistema monetario comienzan a dirigirse hacia los activos refugio que logran conservar el valor.

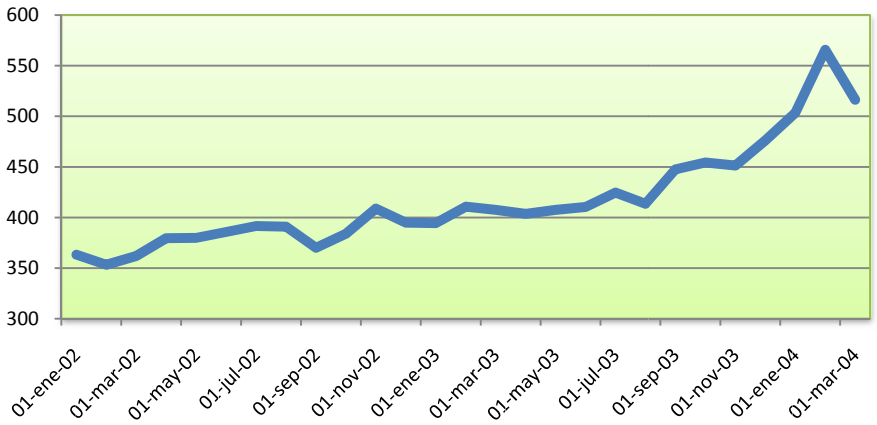
Como ya sucediera durante los tres meses anteriores, el diferencial relativo entre los pasivos bancarios (Libor) y los pasivos estatales (deuda pública) se encuentra en máximos históricos, precisamente por el riesgo de impago que acarrean los primeros:



A finales de marzo los pasivos bancarios llegaban a ofrecer más de un 300% de rentabilidad sobre la deuda pública, de modo que los bancos podrían haber vendido masivamente letras del tesoro al descubierto y prestar las resultas a otros bancos, obteniendo un retorno sobre la inversión de más del 300%. Sin embargo, durante unos días pocos estaban dispuesto a hacerlo. La razón es que en esa fecha se produjo el rescate de Bear Stearns que luego estudiaremos.

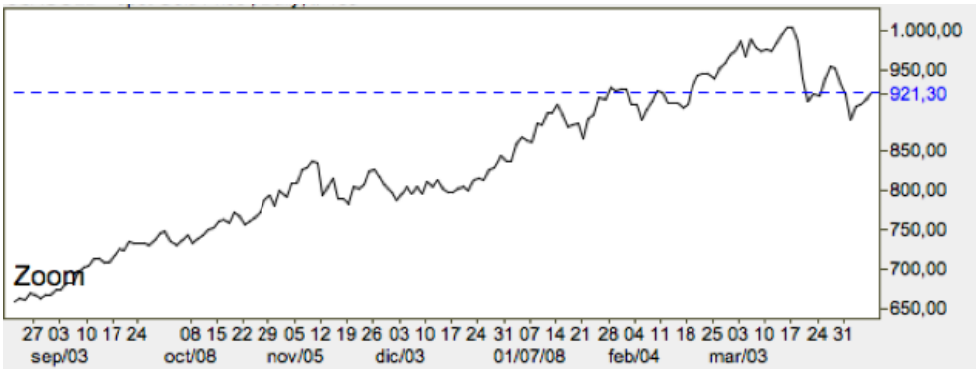
En cuanto a las materias primas, su precio siguió escalando durante el primer trimestre de 2008.

Índice Reuters-CRB



La ligera reducción que se observa a finales de marzo es como consecuencia del rápido aumento que los precios de las materias primas experimentaron cuando quebró Bear Stearns (lo que demuestra nuevamente su monetización para buena parte de los inversores).

Dentro de las materias primas, el oro, el patrón monetario por excelencia del mundo, alcanzó por primera vez en su historia los 1000 dólares por onza, justo durante el rescate de BearStearns:

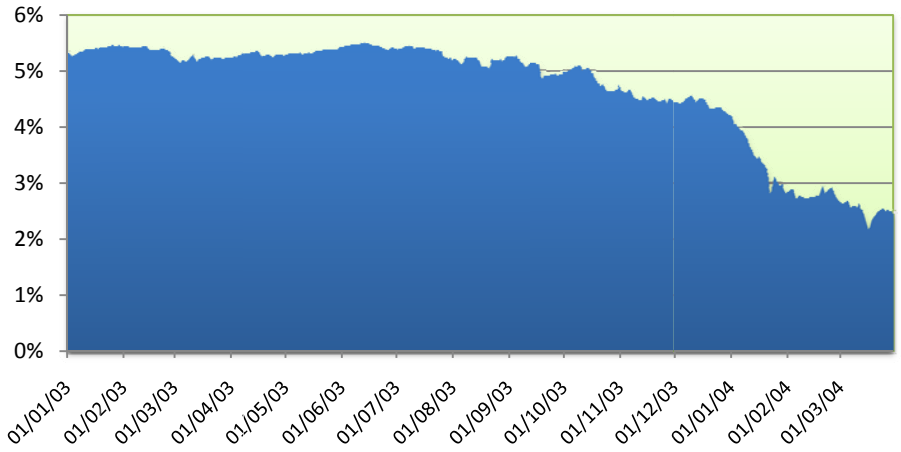


También el petróleo por primera vez en su historia superó los 100 dólares por barril y superándolos durante el rescate de BearStearns.

En cuanto al segundo objetivo de la Fed (aliviar las cargas financieras) puede señalarse que en apariencia lo ha conseguido, pero sólo en parte, ya que conviene matizar cuatro puntos.

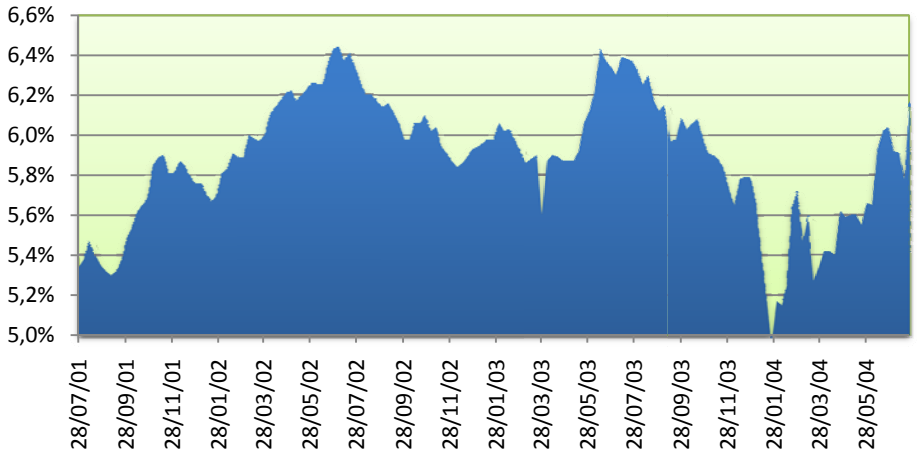
Primero, la deuda que esté ligada al libor sí ha experimentado una importante reducción durante el primer trimestre del año.

Libor a 12 meses



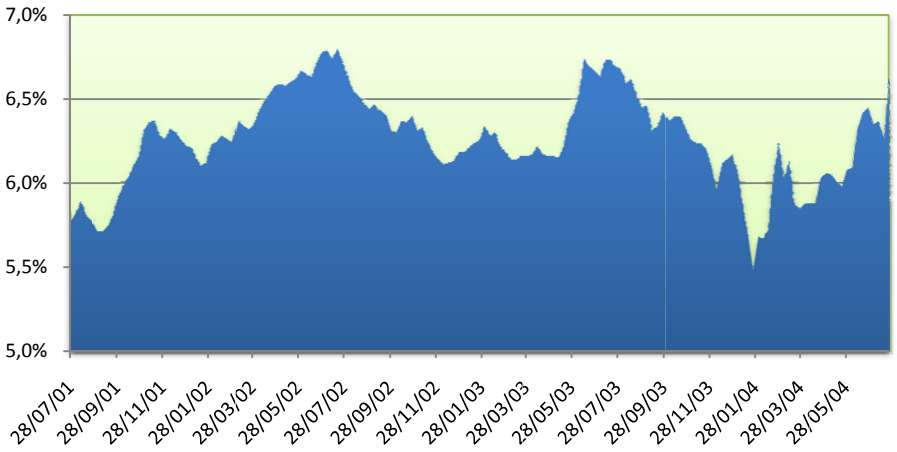
Sin embargo, no cabe señalar lo mismo con respecto a las hipotecas a plazo fijo, que si bien vieron reducir sus tipos de interés a finales de marzo, rápidamente recuperaron sus tasas iniciales en mayo.

Tipo 15 años

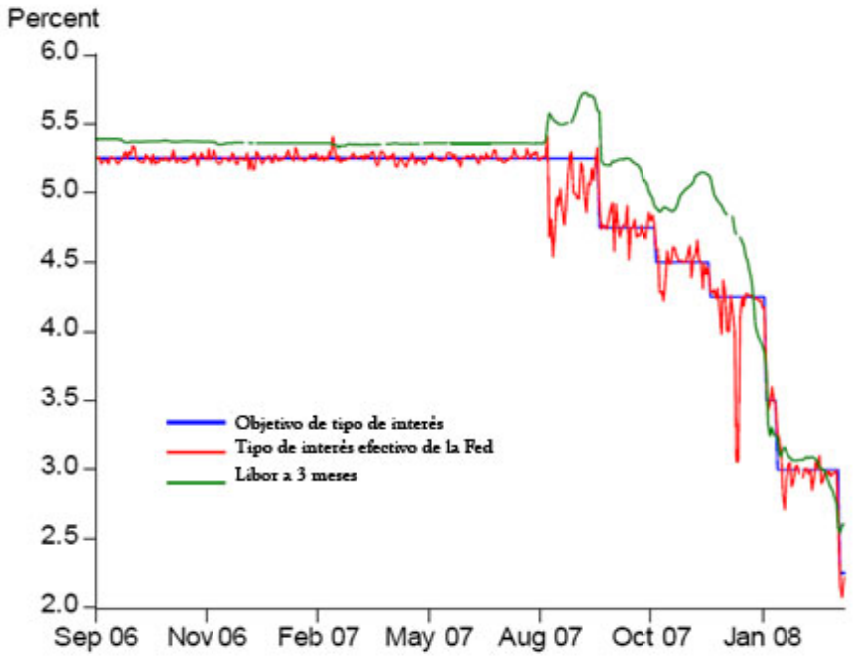


INSTITVTO JUAN D MARIANA

Fijo 30 años



Segundo, hay que tener en cuenta que las diferencias entre el tipo oficial de intervención de la Fed y los préstamos interbancarios no han dejado de ampliarse, como consecuencia del riesgo de impago de los bancos:

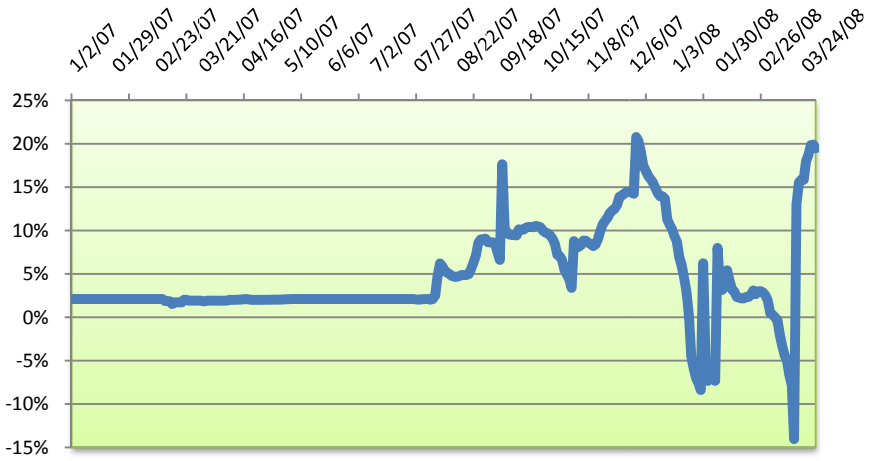


[38]

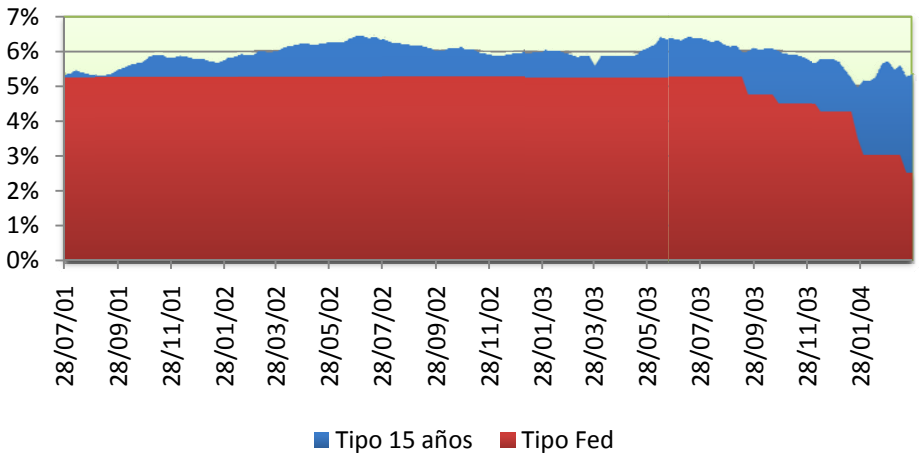
Aunque con fuertes oscilaciones (debido a las expectativas de rebaja), el *spread* relativo entre el libor y el tipo de intervención no ha dejado de aumentar y se ha situado por encima del 20%:

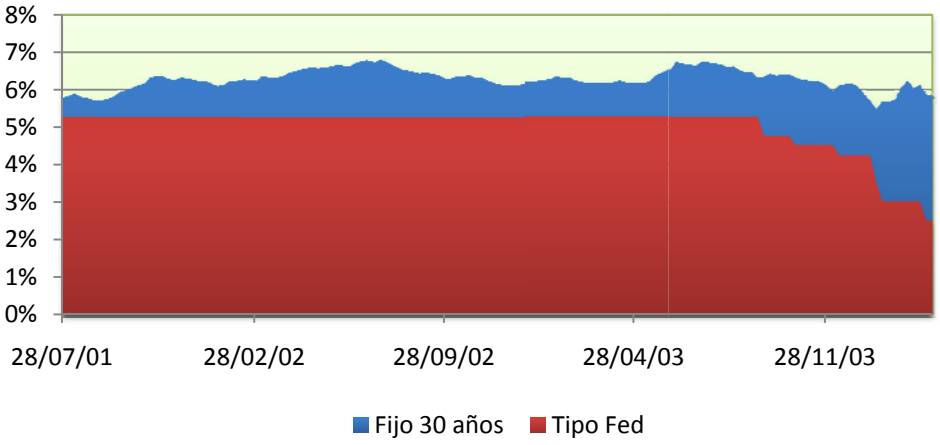
[38] FEDERAL RESERVE SYSTEM. Heads of research at all federal reserve Banks (2008) http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200805/fullreport.pdf

Spread relativo entre Libor a 3 meses y tipo de intervención



También esta desconexión entre los préstamos bancarios y los tipos de intervención se aprecia en las hipotecas a tipo de interés fijo:

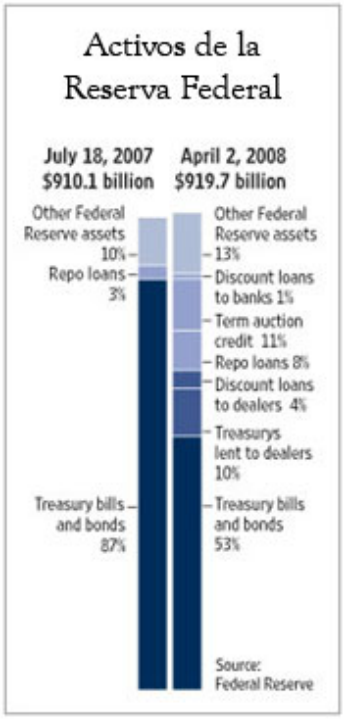




Tercero, si la Fed pretendía evitar que los impagos de hipotecas prosiguieran, conviene tener presente que buena parte de esos *defaults* están motivados porque los precios de la vivienda están cayendo y, por consiguiente, resulta provechoso impagar en los estados *non-recourse*. Y los precios de la vivienda no van a remontar por mucho que la Fed baje los tipos, debido a que la burbuja ya ha pinchado.

…y envilece aun más el dólar.

Y cuarto, con toda su política de expansión crediticia, la Fed no ha dejado de empeorar la calidad de sus activos de reserva con los que en última instancia puede defender el valor del dólar:



[39]

La Fed ha renunciado a buena parte de sus activos de calidad (la deuda pública) a cambio de créditos con los bancos colateralizados por activos de baja calidad y cuyo valor se está hundiendo. La Fed, por consiguiente, está soportando un riesgo de crédito de una parte del sistema bancario estadounidense.

Lo cierto es que esta renovación prácticamente permanente e irrestricta de sus créditos a los bancos equivale a adquirir una parte del capital de esos bancos. Las diferencias entre la deuda y los fondos propios se vuelven casi inexistentes cuando el prestamista acepta seguir extendiendo el crédito con independencia de las condiciones. Aun cuando sea verdad que la Fed pretenda suspender estos nuevos mecanismos de financiación cuando, como ella misma señala, los mercados vuelvan a la normalidad, esto tampoco sería diferente a una recompra de los bancos de sus propias acciones.

[39] Greg IP.What Could the Fed Do? (2008)
http://blogs.wsj.com/economics/2008/04/09/what-could-the-fed-do/?mod=WSJBlog

Por consiguiente, la Fed pretende inyectar capital en los bancos para tratar de remediar esta crisis internacional de solvencia. Hasta el primer trimestre la Fed ya había comprometido de manera directa alrededor de 400.000 millones de sus activos para salvar a los bancos. Por este motivo, parece que el resto de sus activos van ser insuficientes para compensar las pérdidas estimadas de esta crisis, de modo que ya se comienza a especular qué sucederá cuando sus reservas de deuda pública (que ya han pasado del 87% al 53%) se agoten[40].

La primera opción es que la Fed se comprometa a crear todos los fondos necesarios para adquirir los activos bancarios y, de este modo, reducir los tipos de interés a cero. Se trataría de la política que siguieron en Japón desde el año 2000 al 2004 y que consiste en adquirir activos bancarios sobrevalorados para redistribuir las pérdidas mediante inflación (que no tiene por qué plasmarse en subidas de los precios de bienes de consumo, sino en otros precios como los tipos de cambio: entre el 2000 y el 2004 el yen se depreció un 36% con el euro).

La segunda es que el Tesoro de EEUU emita más deuda de la que necesita y que el Gobierno conserve los fondos en su depósito en la Fed. Para evitar que el incremento de las reservas de la Fed fuerce un alza en los tipos de interés, el banco central utilizaría estos nuevos fondos para adquirir deuda pública u otros activos de los bancos. Este caso equivale a una nacionalización encubierta de los bancos: los contribuyentes estadounidenses compran obligatoriamente los activos de mala calidad de los bancos.

La tercera que la Fed emita su propia deuda y utilice los fondos para adquirir activos bancarios de mala calidad. Esto equivale a convertir los activos de la Fed en una especie de CDO, por el cual sus buenos activos le permitan pagar un tipo de interés más bajo sobre una deuda destinada a adquirir los malos activos de los bancos.

La cuarta es que la Fed pague un interés sobre las reservas de los bancos y utilice estos nuevos fondos para adquirir los activos de otros bancos. Esto a su vez equivale a una redistribución masiva de las pérdidas entre todo el sistema bancario.

Y la quinta, revertir la TSLF, esto es, utilizar la deuda hipotecaria que le han entregado los *dealers* primarios para obtener deuda pública para volvérsela a intercambiar a otros *dealers* por deuda pública. La hipótesis es que los otros *dealers* aceptarán el trueque porque es difícil que la Fed impague. En este caso, la estrategia pasa por redistribuir las pérdidas entre los *dealers* primarios contando con la Fed como asegurador de los activos que se intercambian. Además, esto supondría crear más obligaciones fuera de balance con la finalidad de evitar que las cuentas financieras de la Fed se degraden aún más.

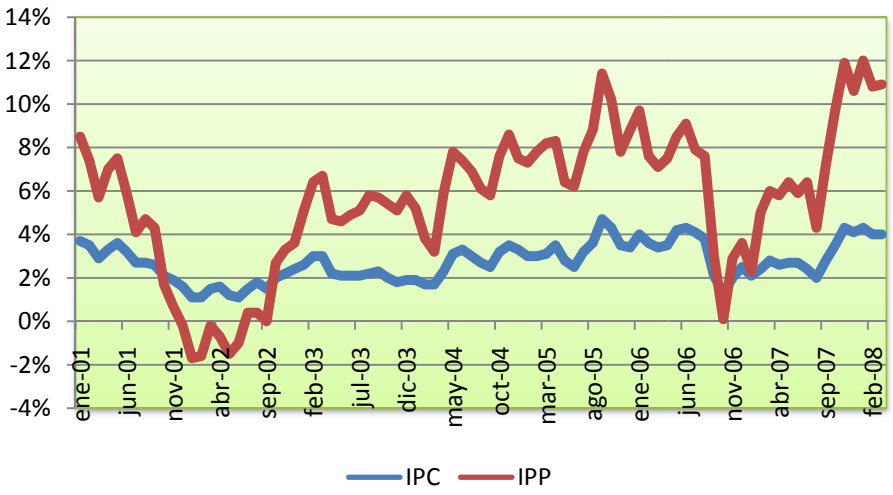
Esta degradación, de hecho, es en buena medida la causa del encarecimiento de las materias primas desde agosto de 2007 y de la depreciación del dólar frente a otras divisas como el euro:

[40] Greg IP.What Could the Fed Do? (2008)
http://blogs.wsj.com/economics/2008/04/09/what-could-the-fed-do/?mod=WSJBlog

Sólo hace falta observar la notoria caída que experimenta el tipo de cambio dólar-euro desde que se rebajan los tipos de interés y se implementa la TSLF.

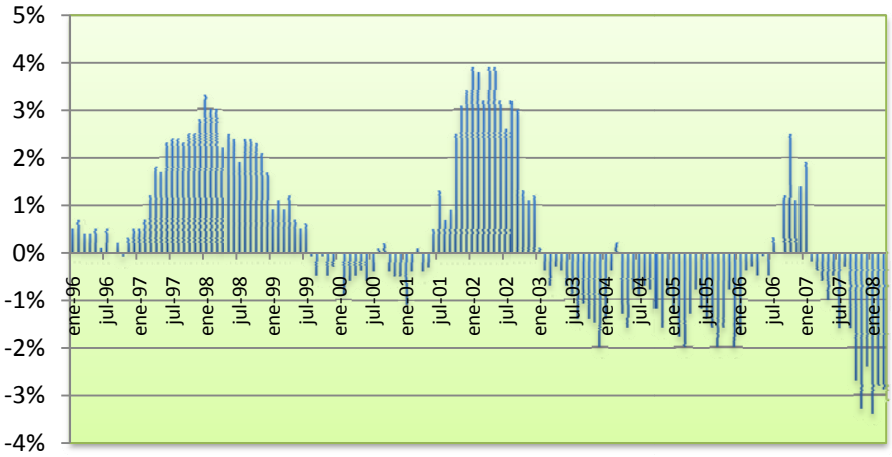
Dicho de otra manera, la pérdida de calidad de los activos de la Fed ha generado un importante envilecimiento de la moneda que, sobre todo, se ha traducido en el incremento de precios de ciertos factores productivos que permiten conservar el valor (como las materias primas).

Como consecuencia, los precios de los bienes de consumo se han incrementado notablemente, pero por debajo de lo que se han incrementado los costes de las empresas:



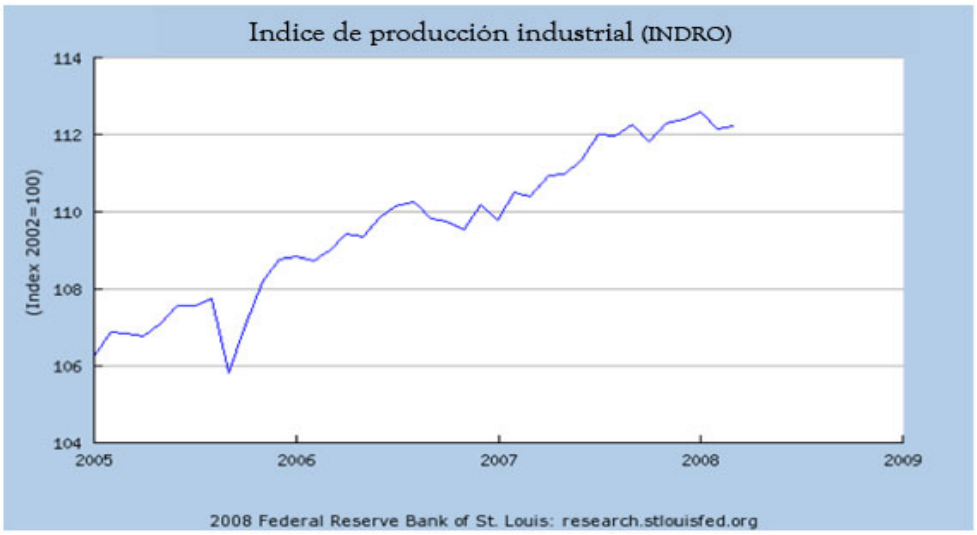
Lo que ha situado el margen entre el IPC y el IPP (el ritmo al que se amplían los márgenes empresariales) en mínimos históricos.

Spread IPC-IPP

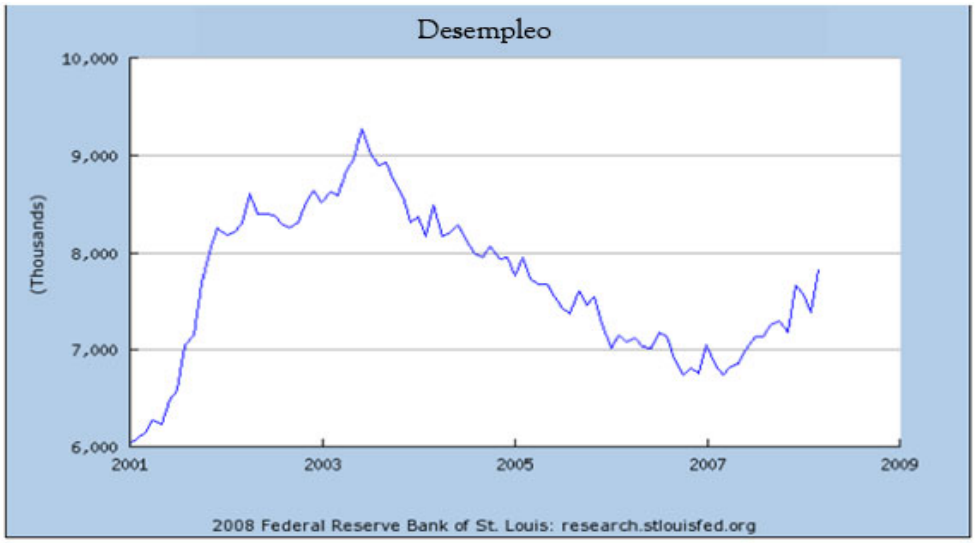


La razón por la que los productores no pueden trasladar enteramente sus mayores costes a los consumidores es, precisamente, porque el consumo ya se está reduciendo, de modo que mayores precios significarían aún menores ventas:

y también menor producción fabril:



La consecuencia obviamente es un repunte del desempleo:



Por mucho que la Reserva Federal intente reducir los tipos de interés a tipo variable para evitar los impagos, sólo podrá hacerlo envileciendo el dólar y generando aumentos de precios. Dado que la inflación no crea riqueza, sino que sólo redistribuye una porción y destruye otra, los beneficios que obtengan los deudores necesariamente vendrán compensados por pérdidas en otros ámbitos de la sociedad. En este caso, erosión de los beneficios empresariales e incremento del desempleo.

Puede que los antiguos deudores que conserven su empleo no impaguen la deuda, pero los que lo pierdan sí lo harán. Por consiguiente, en última instancia, la política monetaria expansiva de la Fed no ha logrado ninguno de los dos objetivos que pretendía y ha generado pérdidas extraordinarias e innecesarias durante el proceso.

Políticas del Gobierno

El Gobierno, por su parte, también ha adoptado distintas iniciativas para tratar de relanzar la economía nacional. Básicamente pueden resumirse en tres: nueva regulación de los mercados financieros, reducción de impuestos y medidas para evitar los impagos voluntarios de las hipotecas (*walking away*).

El Gobierno aboga por la regulación…

La nueva regulación de los mercados financieros fue propuesta por el secretario del Tesoro, Henry Paulson, a finales de marzo[41]. El nuevo esquema regulatorio básicamente quiere sustituir el actual diseño donde cada organismo público como la SEC, la Fed o CTFC, supervisa una función financiera concreta (banca, seguros, valores o futuros) por otro basado en objetivos financieros.

Esto permitirá crear tres supervisores que se encarguen de asegurar los objetivos de la regulación: el regulador de la estabilidad del mercado, el regulador de la prudencia financiera y el regulador de la conducta empresarial.

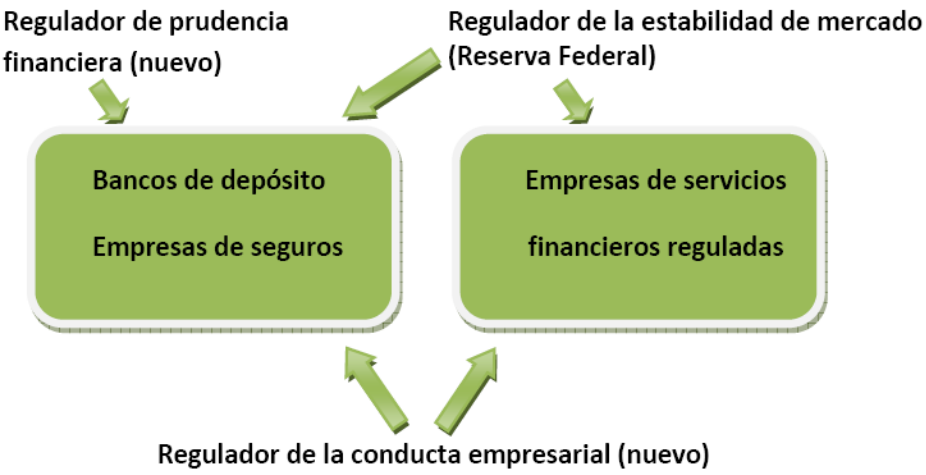
El primero regulará las condiciones generales y financieras que puedan afectar la estabilidad de la economía. Lo desempeñaría la Fed y aparte de la política monetaria actual tendría capacidad para recabar información, hacerla pública (para que los usuarios puedan controlar mejor los riesgos), colaborar con otros reguladores para crear leyes sobre su área y tomar acciones correctivas sobre las compañías financieras que puedan poner en riesgo la estabilidad del mercado (como limitar la cantidad de activos arriesgados que puede poseer en un momento dado una entidad).

El regulador de prudencia financiera supervisaría a las entidades que tuvieran algún tipo de garantía gubernamental, como son las entidades de depósito y los seguros. El objetivo es limitar el riesgo y el riesgo moral de estas empresas que se encuentran respaldadas por el Gobierno. Para lograr sus fines pretende crear dos nuevas leyes (sobre las entidades de depósito y los seguros) que limite y acote las actividades que pueden realizar. Freddie Mac y Fannie Mae no estarían reguladas en este grupo porque no existe ninguna garantía explícita del Tesoro.

Por último, el regulador de la conducta empresarial controlará la provisión de servicios financieros por parte de esas empresas. Tendrá capacidad para hacer pública información, regular las prácticas empresariales y conceder licencias para poder prestar determinados servicios. Sin embargo, la propuesta no quiere ir tan lejos como para prohibir determinados productos, limitar excesivamente la entrada en el mercado o establecer controles de precios.

Las condiciones generales de las empresas cotizadas, sean financieras o no, seguirán a cargo del correspondiente regulador (hoy la SEC).

[41] THE DEPARTAMENT OF THE THREASURY. Financial Regulation Structure (2007) http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf



Aunque la propuesta de Paulson tenga alguna idea interesante (como limitar el acceso a la ventanilla de descuento de la Fed para evitar que se utilice para rescatar empresas), es erróneo creer que la crisis actual (y en general las crisis económicas) se producen por falta de regulación.

En todo caso, puede sostenerse que el origen de la crisis proviene de una práctica financiera que no debería practicarse pero que difícilmente puede prohibirse: el arbitraje ilícito de tipos de interés (endeudarse a corto plazo e invertir a largo o endeudarse a bajo riesgo e invertir a un riesgo elevado).

Los perfiles de riesgo y plazo de una inversión son parte de una expectativa empresarial muy difícilmente fiscalizable. Un empresario puede considerar que su proyecto reportará beneficios en un plazo muy reducido o que lo hará con una elevada probabilidad. Tratar de controlar y dirigir los planes empresariales y someterlos a una especie de patrón objetivo sobre plazo y riesgo llevaría, en última instancia, a una seminacionalización de toda la economía.

Es cierto que una supervisión diligente de las actividades financieras (que no necesariamente tendría que llevarse a cabo por un organismo público) puede en cierta medida evitar muchos de los excesos crediticios derivados del arbitraje de tipos, pero es dudoso que consiga eliminarlos por completo.

Sin embargo, este objetivo, difícil de alcanzar pero el único que puede poner fin a las crisis sistemáticas, no inspira la nueva regulación de Paulson. Por el contrario, Paulson parece adscribirse a la teoría de que esta crisis se ha debido a una falta de transparencia a la hora de exponer los riesgos de los activos en los que se invertía.

Es posible que una mayor información sobre la composición de algunos productos financieros y sobre la situación auténtica de los operadores del mercado hubiese reducido la gran cantidad de errores de inversión que ha tenido lugar; no obstante, conviene tener en cuenta dos puntos.

Primero, posiblemente en la actualidad hay más información y está accesible para un mayor número de personas que en ningún otro momento de la historia, lo que no ha impedido que la gente vuelva a cometer los mismos errores de

siempre. La razón es que es necesario contar con una teoría previa que nos ayude a interpretar y sistematizar ese volumen inmenso de información. Y aquí el problema sigue siendo el de siempre: mientras los operadores siguen estudiando los mercados desde teorías económicas erróneas o incompletas, sus conclusiones serán defectuosas por mucha información de la que dispongan.

De hecho, aquellos que conocían la teoría austriaca del ciclo económico ya venían advirtiendo desde hacía años de que una crisis de estas características sería inevitable. Por el contrario, no queda claro que información que hoy se considera de vital importancia para haber previsto la crisis y la depreciación de los productos financieros hubiese sido correctamente valorada de haber estado disponible: muchos de los riesgos que hoy son evidentes no lo eran antes de desatarse la crisis para quienes no contaban con una buena teoría[42]. Por tanto, es dudoso que en el futuro sean capaces de sacar provecho a esa corriente de información adicional.

Por ejemplo, el documento sostiene que "*las emisiones de CDO y otros productos estructurados han creado numerosos problema. En particular, por las razones que sean, los inversores no han evaluado el riesgo de crédito y de liquidez de estas obligaciones. Con estos nuevos poderes, la Fed podrá tener acceso a los datos de exposición a CDO de un gran número de instituciones y evaluar su riesgo potencial"*.

El problema es que antes de la crisis nadie valoraba correctamente los riesgos de crédito y de liquidez de los CDO, ya que durante el auge habían tenido un comportamiento aceptable. Sólo es después de los impagos cuando la gente comienza a comprender que los CDO adolecían de un mayor riesgo de crédito y de liquidez de lo que inicialmente habían contemplado. Por consiguiente, es dudoso que el sistema institucional logre controlar anticipadamente los problemas que sólo comprende de forma parcial una vez se han manifestado en toda su crudeza. Y es que, por si fuera poco, en este caso el supervisor será la Fed, cuya política crediticia a partir de 2001 fue la principal responsable del auge de los CDO.

Segundo y principal, aun cuando todo el mundo esté más informado tanto a nivel empírico como teórico, si las malas prácticas financieras (arbitraje de tipos) y las expansiones crediticias de los bancos centrales prosiguen, las crisis seguirían sucediendo. En el caso de la crisis actual, resulta indiferente que los inversores hubiesen sido más prudentes y, por ejemplo, hubiesen limitado el crecimiento desproporcionado de la construcción, ya que la crisis habría emergido en otros sectores. Y es que si se verifica la expansión crediticia, necesariamente tendrá lugar un ciclo de auge y depresión en alguna parte de la economía (ya que se está invirtiendo con cargo a unos ahorros que no existen).

[42] Nassim Taleb ha escrito recientemente sobre los fenómenos a los que denomina "cisnes negros", esto es, sucesos altamente improbables y muy difícilmente predecibles que, no obstante, tienen un enorme impacto sobre la vida social. Una de las características de estos cisnes negros es la distorsión retrospectiva, esto es, "*cómo podemos evaluar las cosas sólo después del hecho*". Nassim Nicholas TALEB. *Una vez los hechos han sacudido de forma sorpresiva las conciencias de las personas, éstas tienden a racionalizar lo sucedido y encontrarle explicación ex post. Para la gran mayoría de quienes desconocen la teoría austriaca del ciclo económico, la crisis actual fue un cisne negro*. El cisne negro, Paidós, (2007:49)

Por consiguiente, es inútil añadir más regulaciones a un sistema financiero cuya base es una pésima regulación. Sólo un sistema monetario que gire en torno al patrón oro y un esquema financiero que trate de limitar (o añadir desincentivos) el arbitraje de plazos y riesgos puede ser capaz de minimizar la incidencia del ciclo económico. Pero Paulson no ha planteado ninguna reforma en esa dirección.

…las reducciones de impuestos con déficit…

La otra gran medida de política económica adoptada por el Gobierno durante este trimestre ha sido la devolución de 150.000 millones de dólares en impuestos que anunció Bush a comienzo de enero. Esta devolución suponía aproximadamente cheques de 800 dólares por persona y de 1.600 por familia. Asimismo, las empresas tenían derecho a ciertas deducciones, como un 50% de los gastos en maquinaria nueva.

A lo largo de los diversos boletines, hemos defendido la necesidad de rebajar los impuestos para incrementar la renta disponible de familias y empresas para que, de este modo, puedan ahorrar más (por ejemplo, amortizando deuda) y con este ahorro invertir en los sectores económicos que la expansión crediticia previa había dejado desatendidos y que ahora se han convertido en "cuellos de botella" (por ejemplo, la inversión en materias primas).

En principio, por tanto, la medida de Bush debería ir en línea con nuestras recomendaciones. Sin embargo, hay varios puntos a tener en cuenta.

Primero, la magnitud de la rebaja es irrisoria: aproximadamente un 1% del PIB del EEUU. 150.000 millones es menos de un sexto de las pérdidas totales que el FMI estima que la actual crisis acarreará al sistema financiero. Las rebajas fiscales son esenciales para salir de la crisis, pero deben ser de una magnitud mucho mayor.

Segundo, la orientación de esta devolución fiscal es incorrecta. Si desde el Observatorio de Coyuntura Económica hemos defendido las rebajas de impuestos es, como hemos dicho, para favorecer el ahorro. Es cierto que, por ejemplo, las deducciones por reinversión empresarial son pertinentes, pero el grueso de la rebaja se concentra en cheques a las familias para que consuman más que antes.

La Oficina Presupuestaria del Congreso dejó clara la finalidad de la devolución en el documento "Opciones para responder a la debilidad a corto plazo de la economía"[43]:

El estímulo fiscal intenta relanzar la actividad productiva aumentando la demanda agregada a corto plazo, con el propósito de que se utilice una mayor parte de la capacidad productiva actual.

Esta idea, totalmente keynesiana, sugiere que la crisis económica se debe a la existencia de una capacidad ociosa de los bienes de capital debido a un

[43] CBO, Options for Responding to Short-Term EconomicWeakness
http://www.cbo.gov/ftpdocs/89xx/doc8916/01-15-Econ_Stimulus.pdf

insuficiente consumo. Por ello, la finalidad del estímulo fiscal es lograr que sea gastado íntegramente:

[El éxito] depende en buena medida de cómo se emplee la renta adicional. Cuanta mayor proporción se utilice para consumir, más se relanzará la demanda. Si la renta adicional se ahorra en lugar de gastarse, generará poca demanda adicional y no movilizará los recursos ociosos.

El error de este diagnóstico es que los recursos no están ociosos porque la gente haya decidido de repente no consumir, sino porque necesitan bienes de capital complementarios (por ejemplo, materias primas) cuyo coste es demasiado elevado para permitir vender la producción a los precios que los consumidores la adquirirían.

Y que el precio de las materias primas y otros bienes de capital complementarios sea demasiado elevado se debe fundamentalmente a que durante la etapa de auge la inversión se ha concentrado en determinadas partes de la estructura productiva (donde se ha generado una burbuja) sin que se hayan expandido correlativamente las restantes. Esto ha generado unos cuellos de botella que impiden que el resto de capacidad productiva funcione.

Imaginemos que una empresa de taxis triplica su parque de vehículos mientras que la cantidad de gasolina no aumenta con lo que el precio tenderá a subir. Si la subida es suficientemente considerable, la empresa de taxis tendrá que subir las tarifas y no todos los antiguos usuarios podrán pagar el nuevo precio. Como consecuencia, una parte del nuevo parque de automóviles quedará inutilizado (ocioso). El problema no está en que la gente no quiera viajar en taxi, sino que no quiere viajar al nuevo precio necesario para rentabilizar la compañía tras la subida del petróleo.

Sería un error creer que a la empresa de taxis hay que salvarla promoviendo que los consumidores paguen el precio más alto (ya que en ese caso, otras empresas sufrirían de una reducción en la demanda); más bien la solución pasa por invertir en producir gasolina y en abaratar su precio para que todo el parque de taxis vuelva a funcionar de manera rentable.

El problema, por consiguiente, no es que se esté consumiendo demasiado poco, sino que se está ahorrando demasiado poco como para poder incrementar la inversión en los bienes complementarios de capital necesarios para que toda la capacidad productiva siga en funcionamiento.

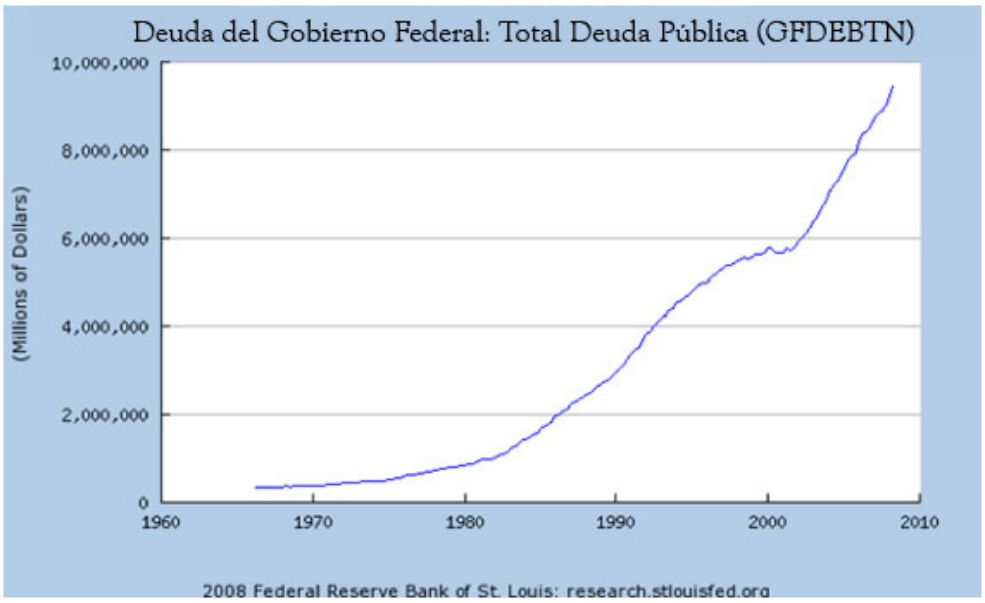
Y tercero, podría objetarse que la decisión última de qué hacer con las devoluciones fiscales no depende de lo que hayan planificado los burócratas, sino de las elecciones de los receptores. Sin embargo, precisamente aquí está el mayor fallo de la devolución fiscal de Bush: sólo un mes después de anunciar la devolución de impuestos presentó una propuesta de Presupuestos para 2009 donde se recogía un déficit público de 410.000 millones de dólares frente a los 162.000 de 2007.

Dicho de otra manera, Bush en realidad no rebajó los impuestos a los estadounidenses, simplemente retrasó su pago. La merma de recaudación

presente la cubrió con emisión de deuda pública que deberá ser pagada con impuestos futuros.

Toda rebaja de impuestos debe ir acompañada de una rebaja del gasto público y, especialmente, en esta crisis donde las reducciones de impuestos han de ser enérgicas. Pero Bush elaboró unos presupuestos en los que los gastos superaron por primera vez en la historia los 3 billones de dólares.

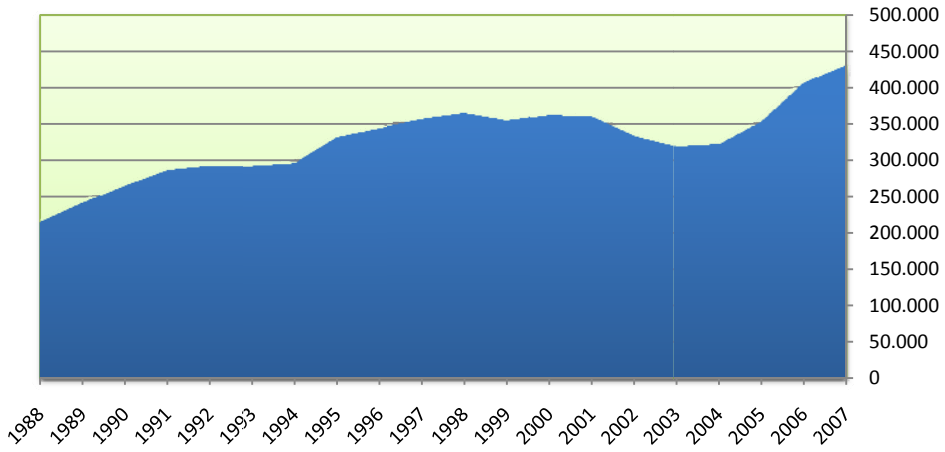
Más gasto y menores ingresos equivalen a un mayor endeudamiento del Gobierno y en EEUU los volúmenes disparatados de deuda pública (que ya superan los 9,5 billones de dólares, más del 65% del PIB) están convirtiéndose en un auténtico problema:



Primero, porque, como ya hemos visto antes, el principal activo de reserva detrás del dólar es la deuda pública. En principio, se trata de un activo de buena calidad, pero conforme aumenta el endeudamiento del deudor su solvencia disminuye. De este modo, la calidad del principal activo de reserva cae y el valor del dólar se reduce aún más.

Segundo, el gasto anual que debe pagarse por intereses no ha dejado de aumentar durante toda la presidencia de Bush y sigue haciéndolo a un rápido ritmo. Entre octubre y marzo de 2008, los gastos por intereses fueron de 232 millones de dólares, un 15% más que en el mismo período de año anterior.

Gastos anuales por intereses



Esto no sólo significa que el Estado tiene que captar parte del ahorro privado con el fin de sufragar el déficit anual, sino que además tiene que captar volúmenes crecientes de recursos (alrededor del 4% del PIB) para pagar los intereses de la deuda pasada. En otras palabras, la cantidad de ahorro privado que retiene el Estado no deja de aumentar año a año en lugar de que utilizarse como inversión en los bienes de capital complementarios más escasos (los que generan los cuellos de botella productivos actuales).

Dado que se pretende aumentar el consumo y no el ahorro, el Gobierno no ha dudado en bajar impuestos a costa de disparar el déficit.

…y el estímulo inmobiliario.

Por último, hay que mencionar otro conjunto de políticas públicas, de carácter más o menos disperso, destinado en última instancia a evitar que los hipotecados impaguen voluntariamente sus deudas (lo que hundiría aún más el balance de los bancos).

Recordemos que en el cuarto trimestre de 2007 varios grandes bancos y el Gobierno trataron de sacar adelante un plan conocido como “Hope Now” por el que se congelaban los tipos de interés a determinados deudores hipotecarios[44].

El problema principal de aquel plan es que si los precios de la vivienda continuaban cayendo, muchos deudores decidirían impagar voluntariamente sus deudas en tanto el valor de la hipoteca superaría el del inmueble.

A principios del primer trimestre, estos mismos grandes prestamistas de hipotecas (Bankof America Corp, Citigroup, Countrywide, JP Morgan Chase, Washington Mutual y Wells Fargo) junto con el Gobierno propusieron un nuevo plan “Project Lifeline” por el que a los deudores morosos de más de 90 días (incluyendo a los deudores prime de más alta calidad) se les concedía una

[44] Para más información sobre este plan y sus errores puede consultarse el epígrafe 4 (La hora de los grandes planes) del boletín de octubre-diciembre del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana

prórroga de 30 días en el pago de la cuota de intereses para renegociar la deuda con el banco.

No queda claro, no obstante, qué deberían haber tenido que negociar acreedor y deudor para evitar que los hipotecados impagaran voluntariamente sus deudas. Bernanke, en un discurso a principios de marzo, sugirió que se efectuaran reducciones de principal para evitar que el valor de la hipoteca fuera superior al del inmueble:

> *"Hasta la fecha, los cambios que han introducido los acreedores han consistido por lo general en reducciones del tipo de interés, mientras que las reducciones del principal han sido bastante extrañas. Pero con valores netos bajos o negativos, un deudor con problemas financieros tiene menor capacidad (en la medida en que no puede refinanciarse) y menores incentivos para permanecer en casa. En este entorno, las reducciones del principal que restablezcan cierto valor neto pueden ser bastante más efectivas para evitar la morosidad y los impagos"*[45].

La propuesta de Bernanke, sin embargo, no parece que vaya a ser capaz de aliviar los problemas fundamentales de los bancos. Al fin y al cabo, cuando se impaga una hipoteca, el banco siempre tiene la opción de vender la casa, de modo que el capital que no recupera siempre equivale a la diferencia entre el importe de la hipoteca pendiente de pago y las resultas de vender la casa.

Si los banqueros quieren evitar los impagos voluntarios, tendrían que acoplar continuamente el valor del principal al de la vivienda, con lo que perderán una cuantía equivalente a la del impago con ejecución hipotecaria. La única diferencia vendría dada por el hecho de que, con la solución de Bernanke, no se produciría una liquidación masiva del *stock* de viviendas que deprimiera aún más su precio.

Con todo, la propuesta de Bernanke no suele resultar muy atrayente a los acreedores ya que, como él mismo señala:

> *Los prestamistas no se muestran muy dispuestos a condonar parte del principal. Aseguran que si lo hacen y los precios de la vivienda siguen bajando, se verán forzados a repetirlo. Además, señalan que si los precios de la vivienda vuelven a subir, no participarán en las ganancias.*

Para hacer frente a este problema, la Oficina de Supervisión del Ahorro (Office ofThriftSupervision) propuso un nuevo plan por el que los acreedores podrían condonar a los deudores la parte de la hipoteca que excediera el valor de mercado de la vivienda pero si, en el futuro, el inmueble se revalorizaba y era enajenado, el banco sería el primero en participar de las ganancias.

El problema de esta medida es que no queda claro por qué el deudor iba a aceptar condiciones si puede impagar la hipoteca, comprar otra casa y aprovecharse él mismo de la revalorización que vaya a experimentar.

[45] BERNANKE, Ben S. Reducing Preventable Mortgage Foreclosures (2008) http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080304a.htm

Al final, por consiguiente, la clave para evitar los impagos voluntarios parece estar en que los precios de la vivienda vuelvan a incrementarse y así permitir a los deudores refinanciar su deuda gracias al valor neto positivo del inmueble.

Pero no parece que los precios vayan a volver a incrementarse a menos que el mercado crediticio se recupere. Bernanke ya lo ha intentado ampliamente rebajando tipos de interés y poniendo los activos de la Fed a disposición del sistema bancario, pero no lo ha logrado. De modo que el Gobierno ha estado tratando de estimular los préstamos de Freddie Mac y Fannie Mae.

En el anterior epígrafe hemos estudiado las grandes dificultades por las que atravesaban estas empresas. Sin embargo, esto no parece ser obstáculo para que el Gobierno haya seguido usándolas políticamente para que expandan sus préstamos.

Recordemos que estas empresas se someten a tres limitaciones: la primera es que no pueden adquirir hipotecas que unitariamente superen el valor de 417.000 dólares; la segunda, debían contar con un excedente del 30% sobre el capital mínimo requerido y la tercera es que no podían tener hipotecas directamente en cartera por importe superior a 735.000 millones de dólares.

Pues bien, durante el primer trimestre de 2008 las tres restricciones se modifican. En primer lugar, el importe de los *conformingloans* (aquellos que cumplen las condiciones para ser adquiridos por Freddie Mac y Fannie Mae) se eleva de 417.000 a 720.000 dólares.

En parte esto se hizo para reducir los tipos de interés de las hipotecas *jumbo* (o *non-conforming*) cuyo *spread* con respecto a las *conforming* se había elevado desde la crisis financiera de agosto. Y es que a mayor valor de la vivienda, más grande es el riesgo que soporta el inversor.

En este punto coincidieron tanto Demócratas como Republicanos: de hecho, los segundos querían incrementar el límite sólo hasta 625.000 dólares.

La segunda restricción se relaja, ya que se incrementó el excedente sobre el capital mínimo del 30% al 20%, lo que permitió a ambas compañías disponer de 200.000 millones adicionales para prestar.

Y, por último, la tercera restricción simplemente se eliminó. Temporalmente, Freddie y Fannie pueden tener tantas hipotecas en cartera (sin haberlas titulizado de nuevo) como deseen.

En total, se espera que la suma de las tres iniciativas permita inyectar a los mercados hipotecarios 2 billones de dólares[46].

Por supuesto ninguna de estas medidas va a surtir efecto. La burbuja inmobiliaria no es sostenible durante más tiempo, a menos que pensemos que podemos mantener de manera indefinida ratios PER (relación entre el precio de adquisición de la vivienda y el alquiler) superiores a 25. El ajuste tenía que producirse y Freddie Mac y Fannie Mae no van a lograr evitarlo por mucho que sigan extendiendo sus préstamos hipotecarios de manera casi suicida. Simplemente, existe un exceso de viviendas y una carestía de otros bienes de capital complementarios (como las materias primas), que son las que están subiendo de precio y las que tienen que ser receptoras de los mayores volúmenes de inversión.

Y aquí precisamente encontramos otra parte del problema: el uso político que hace el Estado de determinadas compañías. Ya hemos comprobado la delicada situación en la que se encontraban Freddie Mac y Fannie Mae a finales del primer trimestre. Al igual que el resto de los bancos, la respuesta lógica habría debido ser la de restringir el crédito y tratar de recapitalizarse.

Por el contrario, el Gobierno les ha forzado a que incrementen aún más sus préstamos y, precisamente, a los tramos de deudores más arriesgados (hipotecas de mayor cuantía) y a que reduzcan la liquidez extra que podían tener atesorada (el excedente sobre el capital mínimo de regulación).

Todo ello, para más *inri*, contando con una garantía implícita por parte del Tesoro, lo que hace que su comportamiento se vuelva más irresponsable e imprudente. Claro que con el elevado volumen de endeudamiento público, un eventual rescate de Freddie y Fannie sí supondría un auténtico mazazo a la calidad de la deuda pública estadounidense y en definitiva del dólar.

[46] OFHEO. Fannie mae and freddie mac announce initiative to increase mortgage market liquidity (2008)
http://www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=422&q1=1&q2=None

5. El rescate de Bear Stearns

Uno de los grandes acontecimientos del primer trimestre del año fue, sin duda, que el banco de inversión estadounidense Bear Stearns estuvo a punto de quebrar, por lo que tuvo que ser rescatado por la Reserva Federal con la ayuda de JP Morgan.

La empresa tenía una vida de 85 años y había sobrevivido a vaivenes tan poderosos como la Gran Depresión. Contaba con 15.000 empleados y su negocio estaba diversificado en finanzas corporativas (fusiones, adquisiciones, emisiones de acciones y bonos, aseguramiento de deuda…), gestión de patrimonios y servicios de cámara de compensación.

Su elevada exposición a las titulizaciones hipotecarias (solía comprar hipotecas a los bancos comerciales para titulizarlas en forma de productos estructurados y venderlas a inversores institucionales o bien retenerlas entre sus activos) ya le costó en julio la quiebra de dos de sus *hegde funds* por su elevado grado de apalancamiento, lo que les hacía incapaces de atender a los margin calls.

En el cuarto trimestre de 2007 tuvo que devaluar más de dos mil millones de dólares en hipotecas y registró la primera pérdida de su historia con 859 millones de dólares. Por este motivo, su CEO James Cayne fue sustituido en enero por Alan Schwartz (si bien Cayne permaneció como presidente).

Los bancos de inversión como BearStearns, Lehman Brothers o Goldman Sachs suelen trabajar con un nivel de apalancamiento enorme, alrededor de 1:30. Además, y esto es lo realmente grave, la mayor parte de su endeudamiento suele ser a muy corto plazo, de modo que deben renovarlo incluso día a día. Para obtener esta liquidez, los bancos de inversión suelen utilizar sus activos como colateral.

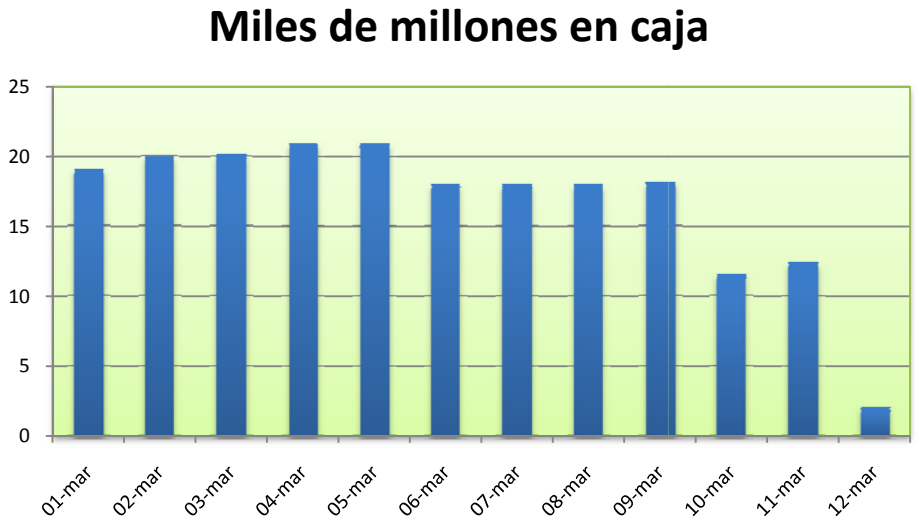
La operación, por consiguiente, parece sencilla: me endeudo a corto plazo para adquirir activos a largo plazo y luego utilizo esos activos como colateral para renovar mi deuda a corto plazo. Dado que el rendimiento de los activos a largo supera el coste de la deuda a corto, puedo obtener una rentabilidad extraordinaria que además se magnifica conforme se incrementa el apalancamiento.

Pero además, Bear Stearns, como hemos visto, también tenía otros dos negocios que le permitían apalancarse aún más. Con la emisión de aseguramientos de deuda (*Credit Default Swaps*), el banco aseguraba ciertos valores contra el riesgo de impago, esto es, recibía pagos periódicos a cambio de un eventual desembolso futuro. Con el servicio de cámara de compensación, especialmente dirigido a los *hedge funds*, Bear Stearns controlaba una gran cantidad de depósitos a corto plazo que los *hedge funds* tenían simplemente para liquidar sus posiciones entre sí. Dado que las posiciones netas diarias son muy inferiores a las brutas, Bear Stearns podía aprovechar la diferencia para invertirla.

El problema fue que a principios de marzo se extendió el rumor de que los *traders* de reta fija europeos (que ordenan la compra y venta de valores de renta fija a través de bancos como Bear Stearns) habían dejado de ejecutar sus órdenes a través de Bear Stearns, retirando sus fondos. Esto motivó a los traders de renta fija y variables de EEUU a hacer lo mismo, ante el riesgo de perderlos si Bear Stearns quebraba[47].

El 10 de marzo el CEO de Bear Stearns tuvo que salir públicamente para declarar que las posiciones de balance, liquidez y capital del banco eran sólidas, pero ese mismo día Moody's degradó el *pool* de hipotecas *alt*-A del banco, de modo que sus acciones se hundieron al nivel más bajo de los últimos cinco años.

A partir de aquí la situación del banco comienza a deteriorarse. Sus prestamistas diarios comienzan a restringirle los fondos y a incrementar los *margin calls*, mientras que los *hedge funds* que tenían depósitos para utilizarlos como cámara de compensación comienzan a retirarlos.



En viernes 14 por la madrugada, quedaba claro que BearStearns se declararía en

[47] KELLY, Kate. Fed Races to Rescue Bear Stearns (2008). http://online.wsj.com/article/SB120550108028136579.html

quiebra si no obtenía una ayuda extraordinaria que elevara su caja[48].

Y como suele suceder en estos casos, la Fed acudió al rescate. El problema es que la Fed no puede prestar dinero directamente a los bancos de inversión, sino sólo a los comerciales. Para ello tuvo que invocar una normativa de los años 30 que permitía en casos de extrema necesidad que la Fed prestara dinero a entidades que no fueran bancos comerciales, siempre y cuando lo aprobaran cinco de los siete gobernadores. Con todo, aquí sólo hizo falta el voto favorable de cuatro, ya que dos puestos de gobernador estaban vacantes y el otro estaba fuera del país.

La maniobra fue utilizar a JP Morgan como intermediario en el préstamo: la Fed le prestaría el dinero a JP Morgan y JP Morgan se lo prestaría a BearStearns.

Pocas horas después, el mismo viernes, la Fed volvió a reunirse para extender un préstamo de 28 días contra los activos del banco. Sin embargo, este préstamo no llegó a materializarse, ya que el domingo los directivos de Bear Stearns y JP Morgan llegaron a un acuerdo para que el segundo adquiriera el primero a un precio de dos dólares por acción. Este precio era ridículamente bajo, ya que no sólo suponía un 1,5% del precio alcanzado un año antes (170 dólares), sino que representaba sólo un cuarto del valor de las oficinas centrales de Bear Stearns.

No queda claro por qué los directivos de Bear Stearns no trataron de negociar un mejor precio con JP Morgan, sobre todo cuando tenían encima de la mesa la oferta de la Fed de prestarles dinero a 28 días. La posibilidad más sencilla es pensar en la negligencia de los ejecutivos[49] y en que desearon cerrar rápidamente un trato.

Otra explicación es que la Fed retirara durante el fin de semana su oferta de préstamo a Bear Stearns, ya sea porque JP Morgan amenazara con no cerrar el trato si su oferta seguía en pie[50] (tratando de aprovechar el pánico financiero para pagar un bajo precio por Lehman), bien porque las agencias de calificación rebajaron el *rating* de Bear Stearns el viernes (dejándolo entre tres y dos niveles del grado especulativo), o bien porque la Fed tenía la voluntad de castigar a los accionistas de Bear Stearns con una pérdida casi total de su patrimonio sin pasar por la bancarrota para así disciplinar a los accionistas del resto de bancos.

Finalmente, también cabe pensar que tal vez la situación de Bear Stearns no fuera tan buena como se nos dijo[51]. Hay que tener presente que en noviembre

[48] CRS. Bear Stearns: Crisis and "Rescue" for a Major Provider of Mortgage-Related Products (2008) http://assets.opencrs.com/rpts/RL34420_20080326.pdf

[49] JP Morgan pudo ofrecer sobornos mediante bonus a los directivos: http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSN2038966620080321

[50] El presidente de la Fed de Nueva York, Timothy F. GEITHNER, admite que sólo JP Morgan constituía una opción real: "*Aunque muchas instituciones se interesaron en adquirir todo o parte de Bear Stearns, su tamaño, su riego en balance y el poco tiempo disponible para adquirirlo, dejaba solamente la opción de JP Morgan en pie, quien se mostraba dispuesto a comprar la empresa y asumir parte de sus deudas a corto plazo*". http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/gei080403.html

[51] De nuevo Geithner: El domingo por la mañana, los ejecutivos de JP Morgan nos informaron de que estaban sustancialmente más preocupados por los riesgos que Bear Stearns y sus filiales habían asumido. También estaban preocupados de la capacidad de JP Morgan para absorber parte

de 2007 el banco tenía un valor total de sus contratos de derivados de 13,4 billones de dólares. Esto no significa que su riesgo real fuera tan grande (si por ejemplo ha vendido una opción *put* que le obliga a comprar una acción a 100 euros, el valor total es 100, pero es probable que pueda vender la acción por un precio ligeramente menor, de modo que las pérdidas se reducen).

En cualquier caso, es difícil que pueda estimarse, aun de manera aproximada, la exposición real del banco, por lo que la celeridad con la que tuvo que cerrarse el trato durante el fin de semana pudo forzar una subvaloración precipitada.

La Fed asistió la operación con un préstamo de 30.000 millones de dólares a JP Morgan colateralizado exclusivamente por los activos menos líquidos de Bear Stearns[52]. Dicho de otra manera, si JP Morgan obtenía de la venta de esos activos una cuantía inferior a 30.000 millones, la Fed asumía la pérdida.

Tanto la Fed como JP Morgan estaban interesados en que este último adquiriera Bear Stearns. La Reserva Federal porque cabía que la quiebra del banco se extendiera al resto del sistema financiero por otras vías, a saber: a) que tuvieran que enajenarse al descuento los activos de Bear Stearns (incluidos los menos líquidos), cuyas valoraciones estaban en muchos casos infladas por la burbuja previa, lo que deprimiría aún más su precio de mercado y forzaría a otras entidades a incrementar sus *write downs*, b) Bear Stearns era un *market maker* (compraba y vendía valores simplemente para proporcionar liquidez al mercado) y su quiebra paralizaría numerosos mercados, c) los *hedge funds* que dependían de Bear Stearns (ya fuese para conservar sus títulos o para proporcionarles financiación a corto plazo) podrían a su vez abocarse a la quiebra, y d) ya hemos visto que Bear Stearns era un vendedor activo de CDS, de modo que si quiebran sus CDS dejan de tener valor alguno, por lo que sus compradores tendrían que darlos de baja en balance y adquirir otros CDS de otros emisores en un mercado donde los *spreads* ya eran muy elevados (aparte de que la calidad crediticia de varios emisores de CDS podía depender, a su vez, de la calidad de los CDS que habían comprado a Bear Stearns).

Por su parte, JP Morgan podía estar interesado en adquirir a precio de saldo varios activos y negocios de Bear Stearns[53], como su sección de corretaje a los *hedge funds,* donde no estaba presente. Sin embargo, es bastante probable que JP Morgan fuera, junto con la Fed, uno de los principales interesados en que el sistema financiero no se viniera abajo, debido a su elevada exposición a los derivados financieros, más de 90 billones de dólares, que en buena medida consistían en CDS asegurando deuda de Bear Stearns por un volumen superior a las existencias reales de esa deuda:

---

de la cartera del banco, especialmente por la incertidumbre que existe sobre la cuantía de las pérdidas que arrojará el sistema financiero.

[52] JPMorgan. JPMorgan Chase To Acquire Bear Stearns. (2008) http://www.jpmorgan.com/cm/Satellite?c=JPM_Content_C&cid=1159338557604&pagename=JPM_redesign%2FJPM_Content_C%2FGeneric_Detail_Page_Template

[53] Ibídem.

Exposición de la banca americana a los derivados

Holding Company	Economic Capital*	Tier 1 RBC	EC to Tier 1 RBC	OBS Derivatives	Spread vs. Risk Based Capital (bp)
BANK OF AMERICA CORPORATION	$235,464,577	$110,399,517	2.133	$38,161,588,176	38
JPMORGAN CHASE & CO.	$468,537,539	$91,592,580	5.115	$90,408,468,778	14
CITIGROUP INC.	$395,842,165	$88,770,093	4.459	$38,121,625,492	35
WACHOVIA CORPORATION	$112,469,506	$48,000,354	2.343	$4,908,055,000	145
WELLS FARGO & COMPANY	$49,077,247	$35,015,642	1.402	$1,459,951,280	341
U.S. BANCORP	$9,610,555	$14,717,180	0.653	$100,299,556	2,338
HSBC HOLDINGS PLC (US BANKS)	$50,296,041	$10,902,600	4.613	$4,350,989,055	38
BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION	$44,768,393	$10,596,427	4.225	$1,305,171,188	111
SUNTRUST BANKS, INC.	$8,274,997	$12,246,092	0.676	$242,862,203	772
ROYAL BANK OF SCOTLAND (US BANKS)	$7,799,993	$10,421,042	0.748	$66,164,767	1,847

El problema es que para cerrar el acuerdo de fusión se necesitaba el voto favorable de los accionistas de ambos bancos y, en el caso de BearStearns, la decisión no estaba nada clara. Muchos accionistas se sentían simplemente insultados por el bajo precio ofrecido por JP Morgan (recordemos que el viernes sus acciones cerraron a un precio de 30 dólares y JP Morgan ofreció dos dólares el domingo), sin embargo parece ser que los obligacionistas de BearStearns comenzaron a comprar masivamente acciones (a partir del lunes las acciones cotizaron por encima de 2 dólares pero por debajo de 8) para forzar un acuerdo. Al fin y al cabo, eran conscientes de que si la fusión no se producía, probablemente BearStearnsimpagaría su deuda.

Por este motivo, el fin de semana del 22 y 23 de marzo, la Fed y los directivos de Bear Stearns y de JP Morgan renegociaron los términos del acuerdo. Así, el 24 de marzo, el mismo día en que varios accionistas habían presentado una demanda contra la oferta de 2 dólares por acción, JP Morgan multiplicó su oferta inicial por cinco (10 dólares por acción) y la Fed limitó la cuantía y el riesgo de su préstamo. Cinco días después, los accionistas aceptaban el trato.

La Fed, por su parte, concedió un préstamo a JP Morgan de 29.000 millones durante 10 años renovables y colateralizado por los activos menos líquidos de Bear Stearns. JP Morgan añadiría otros mil millones propios como préstamo para adquirir esos activos menos líquidos.

Las eventuales pérdidas de la venta de esos activos serían absorbidas, en primer lugar, por los mil millones de JP Morgan y posteriormente por la Fed. Por el contrario, si hay beneficios por encima de 29.000 millones JP Morgan tiene derecho a recuperar sus mil millones de préstamo (más el tipo de interés variable que resulta de sumar al tipo de descuento 450 puntos básicos) y el resto de ganancias van a parar a la Fed.

Dicho de otra manera, JP Morgan compró una opción *call* por mil millones cuyo precio de ejercicio son 29.000 millones de dólares, pero con unas ganancias máximas de 30.000 más el tipo de interés pactado.

Este sistema se instrumentó creando una sociedad de responsabilidad limitada con unos recursos ajenos de 30.000 millones, financiados por la compra de un *tranche senior* por la Fed de 29.000 por la Fed y un *tranche equity* de 1.000 por JP Morgan y cuya finalidad es adquirir y gestionar los activos menos líquidos de Bear Stearns.

El problema es que no se ha facilitado demasiada información sobre la composición de esos activos (existe un acuerdo de confidencialidad sobre este punto), tan sólo que 20.000 millones es deuda respaldada por hipotecas (en su mayoría de Freddie Mac y Fannie Mae) y otros activos titulizados, como pueden ser hipotecas comerciales.

Más inquietante, sin embargo, resulta la presencia de activos calificados como "coberturas relacionadas", donde podrían incluirse derivados con un riesgo potencial mayor que el registrado. En todo caso, parece que el riesgo de la Fed está acotado a los 29.000 millones que ha prestado a la sociedad limitada; la cuestión es si realmente la Fed permitirá que, en su caso, esa sociedad limitada quiebre o si seguirá inyectando más capital aun cuando se impaguen los 29.000 millones.

De hecho, parece ser que las pérdidas últimas del préstamo a JP Morgan no las asumirá la Fed, sino el resto de estadounidenses, ya sea con mayor inflación (por pérdida de calidad de activos de la Fed) o mayores impuestos. El 17 de marzo, el secretario del Tesoro de EEUU, Henry Paulson, escribió una carta al presidente de la Fed de Nueva York, Timothy F. Geithner, donde señalaba que:

> *Apoyo esta decisión por ser apropiada para los intereses del Gobierno y reconozco que si se producen pérdidas derivadas del crédito facilitado por la Fed de Nueva York a JP Morgan, estas pérdidas se considerarán como un gasto de la Fed de Nueva York que reducirá los ingresos que tenga que transferir al fondo general del Tesoro*[54].

Además, la Fed también concedió a JP Morgan el privilegio de poder excluir durante año y medio los activos de Bear Stearns a la hora de computar en sus requisitos de capital: 220.000 millones serán excluidos del cómputo y 400.000 del cómputo del capital tier 1 (el capital en sentido estricto, esto es, los fondos propios y las reservas)[55]. Dicho de otra manera, JP Morgan no se verá forzado a incrementar su capital para hacer frente a las posibles pérdidas de valor de los activos.

Todo el trato plantea dudas sobre su legalidad y sobre su oportunidad. La legalidad es incierta porque si bien la Fed puede prestar contra casi cualquier

[54] US's Paulson-Bear Stearns aid could cost taxpayers. (2007) http://www.reuters.com/article/telecomm/idUSN0127807620080401

[55] Brian BLACKSTONE. The Wall Street Journal. Fed Relaxes Restrictions for J.P. Morgan-Bear Deal (2008) http://blogs.wsj.com/economics/2008/04/04/fed-relaxes-restrictions-for-jp-morgan-bear-deal/?mod=WSJBlog

clase de activo, los préstamos máximos han de ser por 28 días, mientras que este se extiende a diez años. La oportunidad es discutible, ya que si se trata de un problema de solvencia y no de liquidez, la Fed estaría ayudando a mantener artificialmente inflados unos valores que finalmente tendrán que perder valor, y lo está haciendo a costa de todos los restantes estadounidenses.

Sobre este último punto, las opiniones son discrepantes. Mientras que la SEC insiste en que Bear Stearns estaba convenientemente capitalizada[56], el CEO de JP Morgan afirma que "no podríamos haber asumido los riesgos de la operación sin el crédito de 30.000 millones de dólares proporcionado por la Fed"[57].

En cualquier caso, la quiebra de Bear Stearns y el rescate posterior de la Fed no hacen más que reflejar los puntos más débiles del sistema financiero actual. La Reserva Federal se creó en un comienzo siguiendo las directrices del teórico de la banca central, Walter Bagehot, según las cuales era conveniente que hubiese una entidad que como último recurso descontara los activos más líquidos de los bancos. De esta manera, la liquidez del sistema financiero quedaba asegurada.

A los pocos años, sin embargo, la Fed comenzó a prestar contra casi cualquier tipo de activo de los bancos, permitiéndoles endeudarse a corto plazo, prestar a largo y refinanciarse descontando estos activos a largo plazo en la Fed.

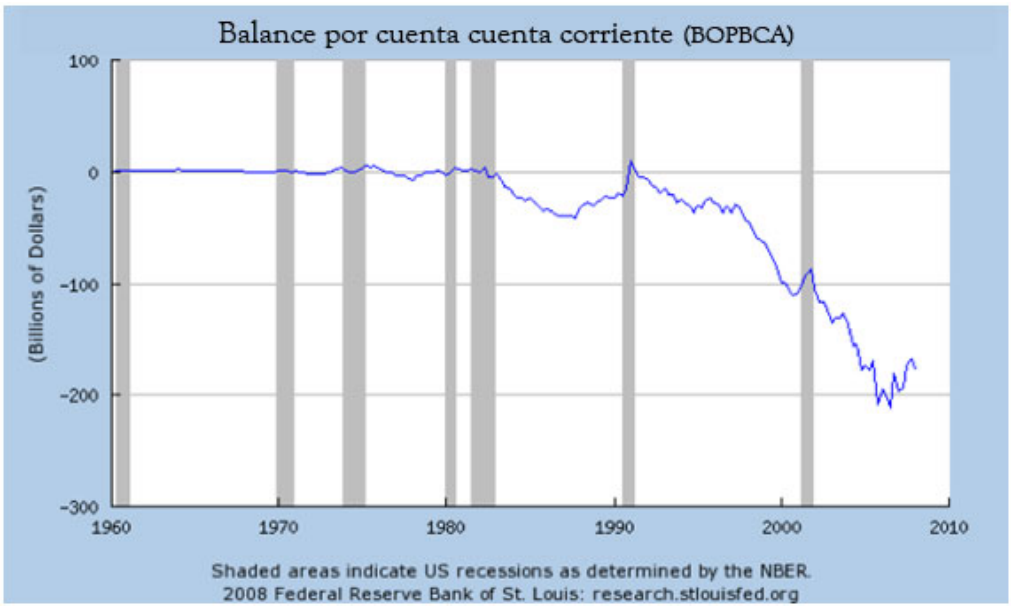
A partir de aquí el sistema fue volviéndose cada vez más ilíquido, ya que los pasivos de los bancos vencían cada vez más pronto mientras que sus activos se rentabilizaban cada vez más tarde. La Gran Depresión no fue más que la primera gran crisis moderna de liquidez inducida por un banco central y agravada por nefastas políticas públicas.

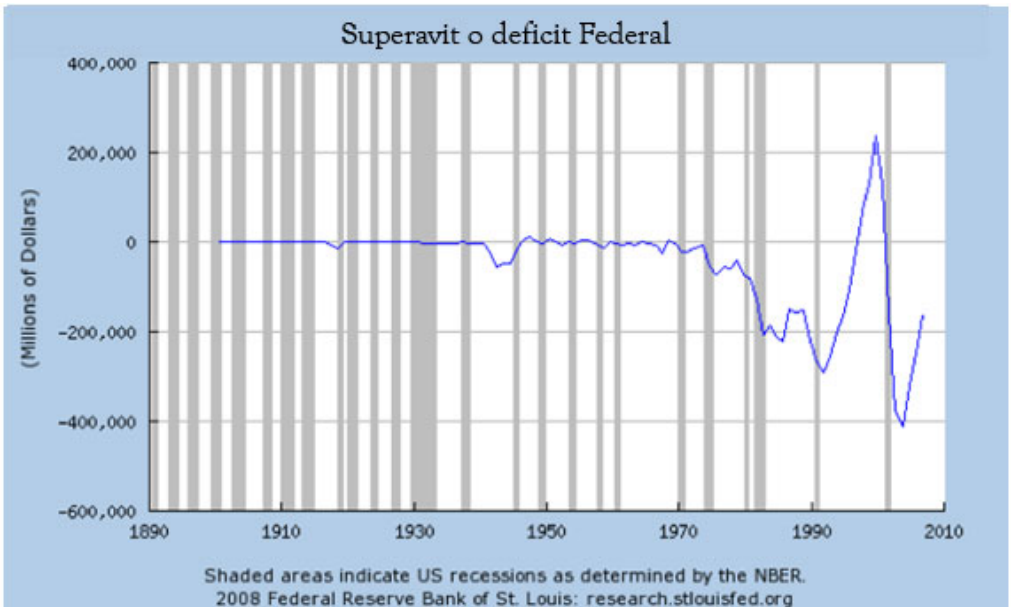
Vemos, por consiguiente, cómo la creación de la Fed, que pretendía facilitar la liquidez del sistema, terminó convirtiéndose en un modo de incentivar su iliquidez.

Pero los errores de la confección del sistema financiero no terminaron aquí. En los años 70 se abandonó Bretton-Woods, el último resquicio del rigor monetario. Extinguido el patrón oro, el dólar pasó a estar respaldado únicamente por activos ilíquidos de mayor o menor solvencia (como la deuda pública) que la Fed utilizaba para tratar de defender el valor del billete verde en los mercados internacionales.

Una vez la Fed consiguió frenar el riesgo hiperinflacionario de la crisis de los 70, EEUU comenzó a exportar dólares al extranjero como activo de reserva y su equilibrio exterior se convirtió en el déficit corriente más grande del mundo. El Tesoro, a su vez, pudo endeudarse masivamente gracias a la monetización de la deuda que posibilitaba la Fed y las adquisiciones de los tenedores extranjeros de dólares.

[56] SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION. Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations (2008).
http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-48_letter.pdf





Los bancos comerciales, a su vez, han podido descontar con mayor facilidad sus activos, ya que los pasivos de la Fed ya no estaban constreñidos por su capacidad para convertirlos en oro. De esta manera, el sistema ha terminado por degenerar en una completa iliquidez, donde los bancos deben renovar diariamente sus deudas a corto plazo para lograr caja con la que efectuar sus operaciones.

Si el Northern Rock quebró porque no fue capaz de restituir los créditos a la vista de sus depositantes, Bear Stearns quebró (o estuvo al borde de hacerlo) porque no fue capaz de renovar las deudas a corto plazo que mantenía con sus prestamistas[58].

[58] Siguiendo las costumbres de la industria, Bear Stearns dependía de su habilidad diaria para obtener financiación a corto plazo sobre sus activos.
http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-48_letter.pdf

Dado que la iliquidez necesariamente debe terminar en una enajenación forzosa de los activos a largo plazo a unos precios de descuento que no son capaces de cubrir las deudas pendientes (insolvencia), la Fed decidió rescatar al banco haciendo uso de unos activos que debería utilizar para defender el valor del dólar.

Dicho de otro modo, el entramado financiero actual concede a la Fed (y a otros bancos centrales) un papel preponderante para alargar la iliquidez de los bancos hasta límites insospechados (e inalcanzables bajo un patrón oro) que eventualmente degenerará en insolvencia de estas entidades, momento en el que forzará al resto de estadounidenses a rescatar a los bancos mediante inflación o impuestos.

Por supuesto, la quiebra de un gran banco puede tener graves consecuencias sobre el resto de la economía. Pero no es razonable que la misma institución (Banco Central) que genera las condiciones óptimas para que los bancos quiebren a medio o largo plazo se erija en responsable de rescatar al sistema financiero de esas quiebras. El sistema financiero está corrupto desde el momento en que tiende a generar su propia iliquidez.

El papel de la Fed en el rescate de Bear Stearns debe contemplarse en toda su extensión. Si un individuo coloca una bomba de relojería en un tren, no debería dársele las gracias si más tarde decide desconectar un vagón y salvar la vida del resto de pasajeros del tren.

Con las normas financieras actuales, habrá más Bear Stearns y no parece lógico que todos los ciudadanos deban financiar las inversiones imprudentes de los bancos y la Fed.

Pero además, aun limitándonos a analizar la actuación de la Fed sólo en el rescate, la pertinencia de su comportamiento arroja muchas dudas. En última instancia, Bear Stearns quebró por su incapacidad para acceder a fondos líquidos que le permitieran respaldar unos activos arriesgados con un valor claramente inflado.

De haber quebrado, es posible que muchas otras entidades, *en esa misma situación*, hubiesen sido arrastradas a la quiebra. La cuestión es por qué una liquidación masiva de los bancos más ilíquidos y, en definitiva, insolventes, no conviene a la economía.

La actual crisis simplemente pone de manifiesto los errores de inversión en el pasado, que concedieron demasiado valor a un futuro económico que sólo podría materializarse si la economía hubiese dispuesto realmente de los ahorros líquidos que se suponían. Dado que ello no es así (ya que la Fed y el resto de bancos centrales simplemente expandían el dinero fiduciario basado en *stocks* de capital no líquidos), el valor de muchos activos va a tener que desaparecer y con él el patrimonio de muchos inversores.

La Fed ha optado por alargar este proceso (por ejemplo rescatando Bear Stearns y frenando las quiebras en cadena) y, en parte, diluirlo a través de la inflación. La caída de valor de los activos no tendrá que ser tan grande si los activos valen en

general menos. La cuestión es por qué esta extensión temporal de la inflación de activos (que no está sirviendo para extender de nuevo el crédito, sino más bien para paralizar las relaciones entre ahorradores e inversores) tiene que ser beneficiosa para la economía.

La tesis de fondo es que una quiebra encadenada podría llevarse por delante a buena parte de los bancos sanos. Sin embargo, ningún banco ilíquido (o con incapacidad de captar la liquidez de un tercero) es sano; más bien es un caso de insolvencia a medio plazo.

Y si bien no parece que la política de rescate de bancos tenga un efecto positivo claro a largo plazo, sí tiene un efecto negativo incontestable: la inflación no sólo consume los ahorros de los estadounidenses, sino que repele la captación de capitales extranjeros que podrían contribuir a reestructurar la economía.

Aparte, a este problema se añade otro sobre el denominado riesgo moral de los bancos. Es dudoso que haber arruinado a los accionistas de Bear Stearns suponga una lección para el resto de bancos si los depositantes o el resto de prestamistas (que son la principal fuente de financiación de los bancos) no han sufrido las consecuencias del impago.

En cambio, la Fed sí ha quedado convertida en una especie de “comprador de última instancia”, ya que prácticamente cualquier activo, por ilíquido o arriesgado que sea, es susceptible de ser adquirido por el banco central.

El caso de Bear Stearns, como antes el de Northern Rock, debería haber hecho reflexionar a los reguladores sobre su incapacidad para sostener a largo plazo situaciones de iliquidez.

Probablemente, la decisión correcta habría sido dejar quebrar a Bear Stearns y, en todo caso, debería haber incitado a modificar todo el sistema financiero de arriba abajo: reinstaurar el patrón oro y evitar los descalces de activos y pasivos.

6. Perspectivas y soluciones

La crisis actual es consecuencia directa de un sistema financiero mal articulado, donde el dinero está respaldado por activos poco líquidos y donde, por consiguiente, la oferta crediticia puede autoexpandirse colateralizada por la propia inversión.

La expansión crediticia desmesurada de los últimos años, donde plazos y riesgos entre créditos y deudas se han descalzado, ha dado lugar a una expansión de sectores productivos concretos donde se generó una dinámica de burbuja incitada por la propia expansión del crédito. Los saldos monetarios (que sirven para acelerar los intercambios de bienes ya creados) se utilizaron como saldos de capital, inmovilizando los factores productivos en bienes de capital cuya demanda sólo era sostenida por la propia expansión artificial del crédito.

Dado que los depósitos a la vista y demás instrumentos de deuda a corto plazo parecían garantizar la disponibilidad inmediata del dinero al tiempo que estaban siendo utilizados para aumentar la dotación de ciertos bienes de capital concretos, la producción de bienes cuyo consumo era más necesario para el corto plazo fue cediendo espacio a la producción de bienes cuyo consumo era útil una vez esos otros bienes de consumo ya estuvieran producidos y a disposición de los tenederos de saldos líquidos.

Por supuesto, todo este proceso tiene sus limitaciones económicas y físicas. Si los bancos centrales dejan de descontar los activos de los deudores a corto plazo (como sucediera a partir de 2005), buena parte de la deuda a corto plazo comienza a ser impagada, de modo que se restringe la extensión de más créditos a largo plazo. Del mismo modo, si los bancos centrales siguen descontando activos sin límite alguno, la moneda se envilecerá a un elevado ritmo y los precios de los bienes de capital complementarios no expandidos y el de los bienes de consumo más escasos comenzará a aumentar por encima del de los bienes de capital donde se ha generado la burbuja, provocando la quiebra de estos últimos y la reestructuración productiva.

La crisis ha revelado "cuellos de botella"…

Esta es la fase en la que nos encontramos ahora. Durante años, los occidentales (especialmente españoles y estadounidenses) han estado consumiendo por encima de su producción gracias al endeudamiento exterior (déficit corriente) y la modificación de los precios relativos de los factores de producción (sobrevaloración de la vivienda frente a las materias primas).

Por este motivo, se ha producido una sobreabundancia relativa de determinados bienes y servicios y una escasez de otros. No es de extrañar que las materias primas hayan emprendido una escalada de precios, ya que son unos de los factores complementarios de producción en los que menos se ha invertido. En este sentido, resulta previsible que sus precios, a largo plazo, continúen aumentando, aun cuando a corto y medio plazo pueda producirse una corrección a la baja, debido al elevado apalancamiento con el que muchos

inversores han entrado en este sector para proteger sus patrimonios de la depreciación del dólar.

En todo caso, estos altos precios de las materias primas indican que es el momento de invertir masivamente en este sector, para lo cual la mayoría de las deudas a corto plazo colateralizadas por activos con un valor inflado tendrán que resultar impagadas. Se trata de un proceso irreversible destinado a recuperar la liquidez (forzando la venta al descuento de los colaterales para ajustar los precios relativos)[59] y a redistribuir el ahorro entre los distintos procesos productivos (retirar capital de la construcción, de la industria automovilística o las recompras apalancadas de acciones para colocarlo en la producción de materias primas o en mecanismos que incrementen la productividad de las mismas).

…que prolongarán el ajuste…

Los inversores, por consiguiente, tendrán que reducir sus costes marginales para poder atender a la deuda, ya sea enajenando bienes de capital o despidiendo a trabajadores (que de este modo podrán reubicarse en otras áreas de la economía). El paro aumentará y la renta mensual de los deudores caerá.

En este sentido, cabe esperar que las hipotecas (*subprime*, *alt*-A y *option ARM*) sigan impagándose, ya sea por esta incapacidad para generar un ahorro mensual igual o superior a la carga financiera del deudor (por ejemplo, en caso de desempleo) o por los *walking away*, y que los impagos se extiendan a otros tipos de deuda, como la deuda sobre el consumo (tarjetas de crédito y automóviles) y la deuda empresarial (especialmente los bonos especulativos).

Los impagos, a su vez, minarán el capital de los bancos, muchos de los cuales seguirán quebrando debido a su elevado grado de apalancamiento, como ya sucediera con Bear Stearns. El único camino que podría evitar la quiebra de los bancos serían inyecciones masivas del capital que necesitan para seguir refinanciando y provisionando las pérdidas derivadas de los préstamos a largo plazo que tienen concedidos, pero dado que este capital previsiblemente tendrá un uso prioritario en otras áreas de la economía, no es probable que suceda.

La progresiva quiebra de los bancos se manifestará igualmente en una cada vez más intensa contracción de su crédito a familias y empresas (especialmente a las empresas menos rentables), lo que limitará el consumo de ambas (ya sea en bienes de consumo finales o en factores productivos).

Se trata del proceso conocido como *credit crunch*, donde los precios relativos de los bienes de consumo y de capital se adaptan a las necesidades del mercado y donde los apalancamientos financiados con los fondos del mercado monetario tienden a desaparecer.

Es un proceso complicado y doloroso pero, en cierto modo inevitable y necesario para las economías. El problema está en que los políticos y los reguladores

[59] Para más detalles sobre este punto y la pirámide invertida de Exter puede consultarse la sección de "*La crisis durante el cuarto trimestre*" del segundo boletín (octubre-diciembre de 2007) del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

deseen retrasar todo lo posible ese proceso (a costa de agravarlo en el futuro) para no tener que sufrir la oposición masiva de los ciudadanos.

Dependiendo de cuánto cedan los políticos y de cuántas medidas cortoplacistas adopten, los eventos futuros adoptarán un curso u otro. Tanto los bancos centrales como los gobiernos han comenzado a adoptar medidas que pretenden aliviar los efectos de la crisis. A la luz de nuestra explicación anterior, parece claro que la única solución a la crisis pasa por reorientar los flujos de inversión hacia las materias primas y otros sectores atrofiados durante la etapa del *boom* artificial.

Para esto no existen recetas mágicas. Es necesario que aumente el ahorro y para ello sólo hay dos caminos: impagar las deudas (algo así como un "borrón y cuenta nueva") o, especialmente, restringir el consumo.

…especialmente si el Estado interviene mal.

Es por este motivo que las políticas públicas adecuadas sí pueden tener una influencia positiva sobre la crisis. Si el Estado reduce su consumo (gasto público) y rebaja los impuestos, las familias y las empresas verían incrementar su renta disponible, de modo que su ahorro podría aumentar sin reducir su consumo presente. Precisamente, las desgravaciones fiscales del Estado deberían ir orientadas a incrementar el ahorro o la inversión, por ejemplo, eliminando la tributación de las plusvalías o incrementando las deducciones por reinversión.

Todo este proceso se ve además favorecido cuando los factores productivos se trasladan entre los sectores económicos sin restricciones. En ese caso, el ahorro puede utilizarse rápidamente para contratar a estos factores y reiniciar la producción de los bienes complementarios de capital más escasos.

También por este motivo, el resto de políticas de corte keynesiano no son apropiadas para combatir la crisis actual. Básicamente, los teóricos keynesianos y neokeynesianos defienden la necesidad de implementar políticas fiscales y monetarias expansivas con la finalidad de incrementar la demanda agregada.

Entre las primeras, se encuentra el aumento del gasto público, aun recurriendo al déficit público. El problema es que, tal y como hemos explicado, es necesario que se produzca un ajuste en los precios relativos de los bienes de capital y que la inversión se reoriente hacia aquellos en los que se ha infrainvertido durante los últimos años. Para ello se necesita ahorro que sólo puede obtenerse disminuyendo el consumo. El déficit público, por el contrario, capta los ahorros privados para invertirlos en distintos proyectos públicos que generalmente pasan, para más *inri*, por ayudar y reanimar la actividad en aquellos sectores económicos en depresión que necesitan de ese ajuste.

Con esta estrategia, por consiguiente, el Estado reinvierte coactivamente los ahorros privados en aquellos sectores económicos de los que debería estar saliendo.

Entre las segundas se encuentra la rebaja de los tipos de interés para estimular el consumo y la inversión a crédito. El problema es que, primero, el consumo no

debe aumentar y la inversión no debe expandirse en todos los sectores (sino sólo en aquellos en los que existan cuellos de botella) y, segundo, que en un período de contracción crediticia los bajos tipos de interés del banco central no inducen a los bancos comerciales a prestar más dinero ni a los deudores a pedirlo prestado. Hasta que no se hayan liquidado las deudas pasadas, no existen incentivos para suscribir nuevas deudas.

De hecho, los patrimonios menguantes de deudores y bancos (debido a los impagos de la deuda) disminuyen la capacidad del banco central para expandir el crédito, ya que se reducen los activos a descontar.

En cambio, la rebaja de tipos sí genera una dinámica inflacionaria muy peligrosa, ya que vuelve a distorsionar la estructura de precios relativos y fuerza el consumo del capital (esto es, reduce los ahorros de la sociedad) y, sobre todo, genera distorsiones en los flujos de capital.

En efecto, el dinero debe servir como depósito de valor. Si el banco central esteriliza esta función, los inversores buscan depósitos de valor alternativos, como han sido en este caso las materias primas. El incremento de sus precios ha hecho caer aún más la renta disponible de familias y empresas, lo que ha minado sus posibilidades de ahorro.

Sólo una moneda estable, como la respaldada por oro, puede servir de asidero para ahorrar y, a partir de ahí, tomar decisiones de inversión racionales que no tengan como cometido principal la conservación del propio capital.

Por consiguiente, las políticas públicas que permitirán aliviar el impacto de la crisis actual son simples: disminuir los impuestos y el gasto público, liberalizar los mercados de factores productivos (especialmente trabajo y materias primas) y regresar progresivamente a una moneda respaldada por oro.

Simétricamente, las políticas monetarias erróneas serían: aumentar los impuestos y el gasto público (incluyendo el déficit público), añadir más restricciones a los mercados de factores productivos (ya sean sobre el mercado interno o en el comercio internacional) y seguir con políticas de envilecimiento monetario camufladas de expansiones crediticias.

7. Conclusión

La crisis económica internacional prosiguió con su imparable dinámica de contracción crediticia en el primer trimestre de 2008. Tras varios años en los que los inversores han estado endeudándose a corto plazo e invirtiendo a largo, el sistema se ha apalancado en estructuras productivas desequilibradas y con cuellos de botella.

La causa es clara: el arbitraje de tipos ha permitido rebajar el coste del endeudamiento a largo plazo, lo que ha modificado la estructura de precios relativos de los bienes de capital.

Todo el entramado financiero internacional que depende de una financiación a corto plazo, que se está destruyendo conforme se incrementa la insolvencia, va a sufrir la dureza de la crisis. Su desconocimiento de la teoría austriaca del ciclo económico les hizo sumarse imprudentemente a una orgía crediticia que ahora está mostrando su lado más cruel.

Las agencias fallaron y siguen fallando en sus calificaciones, las *monoline* aseguraron productos financieros condenados al impago, los bancos extendieron el crédito sin atender a la capacidad de repago de sus deudores. Frente a esta suma de errores, los gobiernos y los bancos centrales parecen haberse decidido a seguir las políticas públicas menos adecuadas: aumentar el gasto público y bajar los tipos de interés.

En general, todo el sistema financiero ha fracasado en esta crisis y lo ha hecho por no comprender un principio tan básico como el de la liquidez de los activos. Durante décadas se ha creído que la sociedad podía incrementar simultáneamente su consumo y su inversión, que los fondos del mercado monetario podían emplearse en los mercados de capitales, que el endeudamiento podía amortizarse con más endeudamiento y que los gobiernos podían gastar sin límites monetizando deuda.

La crisis actual demuestra el error de todos estos principios y clama por una reforma en profundidad de la organización monetaria, bancaria y financiera actual.

8. Bibliografía

BAWDEN, Tomy JAGGER, Suzy(2008). *Mortgagebondinsurers 'need $200bn boost'* .
http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article3248731.ece

BERNANKE, Ben S (2008). *Reducing Preventable Mortgage Foreclosures.*

BLACKSTONE , Brian (2008). *The Wall Street Journal. Fed Relaxes Restrictions for J.P. Morgan-Bear Deal.*
http://blogs.wsj.com/economics/2008/04/04/fed-relaxes-restrictions-for-jp-morgan-bear-deal/?mod=WSJBlog

BLOOMBERG (2008). *RegulatorsSpinPublictoBoost Fannie, Freddie*.
http://www.businesstandard.com/common/news_article.php?leftnm=10&bKeyFlag=BO&autono=328919.

CRS *(*2008). *BearStearns: Crisis and "Rescue" for a MajorProviderofMortgage-RelatedProducts.*
http://assets.opencrs.com/rpts/RL34420_20080326.pdf

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2008). Headsofresearch at all federal reserve banks
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200805/fullreport.pdf

FMI (2008), *Global Risk Abril*.

HUERTA DE SOTO, Jesús (2006), *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, Madrid: Unión Editorial.

IP, Greg (2008).What Could the Fed Do?
http://blogs.wsj.com/economics/2008/04/09/what-could-the-fed-do/?mod=WSJBlog

KELLY, Kate (2008). *Fed Races to Rescue Bear Stearns*.

KEOGH, Bryan (2008). *Junk Bond Defaults to Rise Fivefold, Moody's Says*.

KOPECKI (2008). *Dawn. Freddie Mac Accounting Cuts Losses By $2.6 Billion.*
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a75bxyERfFRw

MBIA (2008). *MBIA Written Testimony and Appendices*.

PITMMAN, Mark (2008). *Moody's, S&PDeferCutson AAA Subprime, HidingLoss*http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aRLWzHsF16lY&refer=home

RALLO, Juan Ramón (2008), *Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España (1985-2007),* Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

RALLO, Juan Ramón (2008), *Boletín Octubre~Diciembre 2007*, Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

RALLO, Juan Ramón (2008), *Boletín Julio~Septiembre 2007*, Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

ROUBINI, Nouriel (2007). *Estimatesof $1 trillion are now a floor, not a ceiling, forthelosses in thisfinancial crisis...*http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/252471/

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION (2008). Sound *Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations*.
http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-48_letter.pdf

SHENN, Jody y PAULDEN (2008), *Pierre. BuyoutCLOs May Be UsedforFedLoans, AnalystsSay* .
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=alBrRvnzgSaM

TAYLOR , John B. y WILLIAMS ,John C (2008). A *Black Swan In The Money Market, Federal Reserve of San Francisco*.http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-04bk.pdf

THE DEPARTAMENT OF THE THREASURY (2007).*Financial Regulation Structure*
http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf

TIFFANY Kary (2008)*, BankruptciesRiseforFirms `ThatShouldHaveFailed'*
http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aaTdhmzxnz1k&refer=home

TOGGLE, Bonds (2007). Yet Another High Wire Act.
http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2007/06/toggle-bonds-yet-another-high-wire-act.html