

La política monetaria

Lecciones de la reciente crisis de confianza y de liquidez

GUILLERMO DE LA DEHESA

El autor analiza cómo se ha propagado la crisis hipotecaria de EE UU al resto del mundo, la actuación de los bancos centrales con fuertes inyecciones de liquidez al sistema y la buena salud de que goza, en su opinión, el sistema financiero español para afrontar esta situación.

En los mercados de capitales, hay momentos en los que la liquidez se seca, casi siempre por una crisis de confianza. La penúltima vez fue en 1998, de forma mucho más abrupta que esta última, durante la semana pasada. Existen dos definiciones de liquidez: La primera se llama "liquidez de mercado" que es la facilidad con la que un activo financiero puede convertirse en dinero u otro medio líquido de pago. La segunda es la "liquidez crediticia" que es la facilidad con la que puede tomarse prestado de un banco u otra institución financiera. Sin liquidez no pueden funcionar los mercados financieros ya que necesitan que sea fácil y barato comprar y vender activos financieros y que sea fácil endeudarse.

Un exceso sostenido de liquidez siempre tiende a generar burbujas de activos financieros, e inmobiliarios que se disparan muy por encima de lo que aumenta la inflación produciéndose una burbuja, que invariablemente termina estallando. El exceso de liquidez y en consecuencia los bajos tipos de interés en esta última década han permitido que todos los agentes económicos pudiesen endeudarse y apalancarse para comprar algún activo: las familias para comprar viviendas y coches, algunas empresas para comprar sus propias acciones o para comprar otras empresas competidoras, algunos inversores individuales e institucionales para tomar participaciones en fondos de mayor riesgo, los fondos de inversión y los de alto riesgo para comprar activos financieros o reales de mayor margen y riesgo, los fondos de capital riesgo y de acciones privadas para comprar empresas no cotizadas y cotizadas.

Dicho apalancamiento ha sido suministrado por los bancos comerciales y los de inversión, pero en esta ocasión y crecientemente por la emisión de instrumentos financieros directamente en los mercados de capital o a través de los bancos. Dada la creciente demanda de crédito, los bancos han necesitado endeudarse también en los mercados, pero ha llegado un momento en que los requisitos de capital de dichos bancos no les permitían hacer frente a dicha demanda de crédito, con lo que han ido sacando de su balance todos aquellos créditos que podían titulizarse con mayor facilidad, bien a través de colocar cédulas hipotecarias o CDOs, de CLOs y de CMOs u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios de diverso riesgo separados por tramos según su clasificación crediticia.

El detonador de la crisis han sido las obligaciones con créditos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*) como colateral en EE-UU, que como era de esperar, tenían una probabilidad muy elevada de no ser pagadas por el bajo nivel de renta disponible (o pérdida de su empleo) de las personas que las contrataban y por el elevado tipo de interés que cargaban, lo que ha hecho que dichos instrumentos no generaran la rentabilidad necesaria para sus inversores

y los acreedores tampoco encontraban compradores de los activos ejecutados o a precios muy por debajo de su *rating*.

Esta crisis muestra una importante diferencia con las anteriores ya que las anteriores tuvieron todas ellas su epicentro en los países emergentes, mientras que ésta lo ha tenido en EEUU y ha afectado al resto de los países desarrollados, como Europa, Japón y Australia. Los mercados financieros de los países desarrollados están tan interconectados que ha dado la casualidad de que están sufriendo los mercados financieros de fuera de EEUU tanto o más que los americanos.

Los Bancos Centrales han sabido actuar con celeridad y contundencia, como lo hicieron en Octubre de 1987 y de 1998. Uno de los grandes cambios estructurales en la economía mundial es que la política monetaria de los bancos centrales es mucho más eficiente que nunca lo había sido. Saben como mantener la inflación baja y suavizar los ciclos de los negocios mejor que nunca. Sin duda aprendieron de los graves errores de la Gran Depresión o de la crisis inmobiliaria japonesa, pero hay que reconocer que hacen su labor con gran profesionalidad y eficacia.

En un caso de crisis de confianza, por no decir de pánico, los bancos centrales deben actuar inmediatamente suministrando liquidez, sin por ello mover sus tipos de interés de intervención, para evitar el efecto multiplicador negativo que pueden tener sobre la economía un derrumbe de los mercados financieros.

Dicha inyección de liquidez no tiene efectos fiscales ni tampoco sobre la inflación. No puede decirse tampoco que con ellas se está salvando de la quiebra a las instituciones financieras que la necesitan para hacer frente a sus pagos ya que lo único que hacen los bancos centrales es dar un préstamo con garantía total de unos activos que cada mismo banco central elige, sólo durante un día o una semana y a tipos de interés más altos que los de la intervención normal con fines de política monetaria.

La pregunta actual que mucha gente se hace es ¿Porqué el banco Central Europeo (BCE) ha tenido que hacer inyecciones de liquidez mucho mayores que las del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, cuando el problema se ha desatado en el mercado hipotecario norteamericano y porqué tuvo también que intervenir el Banco de Japón e incluso el Banco Central de Australia?

Pueden hacerse varios intentos de respuesta, todos especulativos y basados en rumores del mercado, ya que no existe información sobre la situación exacta de cada institución de cada sistema financiero.

Una primera razón técnica podría haber sido que el BCE ha abierto su ventanilla de descuento a un día para dar toda la liquidez que se le pedía y la han aprovechado los bancos para pedir, mucho más de lo que necesitaban ya que la diferencia entre el coste del préstamo y el no utilizarlo era de 2 puntos porcentuales (un 5% de coste del préstamo frente a un 3% al que pueden recolocar su excedente en el BCE), mientras que los bancos americanos han sido más cautos ya que sus excedentes tienen que depositarse en el New York Fed sin remuneración. Sin embargo, aparentemente, el BCE, para evitarlo, ha dado los préstamos marginales a tipo variable y no fijo.

Otra razón que se escucha en los mercados es que podría haber sido que algunos bancos europeos tuviesen grandes carteras de créditos *subprime*

adquiridas a través de CDO o tramos de ellos, provenientes de bancos americanos para conseguir una mayor rentabilidad.

Otra última es que existirían algunos bancos europeos con problemas para financiar numerosos vehículos especiales con activos crediticios a largo plazo sacados del balance (*conduits*) que se financiaban con papel comercial a corto plazo emitido en EEUU que no consumían capital regulatorio, pero con la condición de que si esta financiación fallaba (lo que ocurrió la semana pasada) se obligaban a poner ellos la liquidez.

También se especula con que una parte del *carry trade* (operación especulativa consistente en apalancarse en la moneda e instrumento con menor tipo de interés —yen— e invertir en la moneda e instrumento con tipo de interés más elevado) hubiera sido invertida tramos *subprime* de CDO americanos.

Cualquiera que sea la razón final que haya justificado dicha mayor intervención, el hecho conocido es que las instituciones crediticias y financieras españolas van a salir reforzadas de esta crisis frente a sus competidores en otros países desarrollados. La principal razón es que en España no existe el mercado hipotecario *subprime*, que los bancos y cajas españolas no están expuestos a inversiones en CDO con tramos *subprime*, ni tampoco a grandes apalancamientos de los fondos de alto riesgo y ni siquiera a productos derivados sofisticados por cuenta propia.

Una buena parte de esta situación ventajosa hay que atribuírsela al Banco de España, que siempre se ha mostrado receloso y contrario a todos los posibles excesos que ha brindado la situación sostenida de liquidez y euforia en los mercados financieros y que no ha permitido ni dado facilidad alguna para que los bancos españoles copiasen lo que ya hacían otros de otros países.

Además, ha obligado a las entidades crediticias durante varios años a acumular provisiones extraordinarias contra cíclicas para cuando pudiese ocurrir lo que inevitablemente ocurre al cabo de muchos años de alegría. En definitiva, unas instituciones financieras sólidas y solventes a largo plazo son mucho más importantes para el país y los ciudadanos que otras que han sido muy competitivas temporalmente pero a cambio de tomar, mucho más riesgo.

Guillermo de la Dehesa es presidente del *Centre for Economic Policy Research*.

El País, 16 de agosto de 2007