

Crisis en los Mercados Financieros

Introducción

En los últimos meses hemos asistido a la gestación de una nueva crisis en los mercados financieros, de una magnitud todavía desconocida, pero que amenaza con provocar cambios de un gran calado en los mercados de capitales y en el sistema financiero a nivel global.

La crisis ha desencadenado un sell-off de activos en el mercado de crédito provocando unas ampliaciones masivas de los spreads en lo que ya se conoce dentro del mercado como el "Agosto negro".

En este artículo se pretende explicar cuál ha sido el origen de la crisis, cómo se ha contagiado a los mercados europeos y cuáles son las posibles consecuencias de la misma.

Centrándonos en el inicio de la crisis, es inevitable acordarse de una palabra que ha sido recurrente en los mercados en los últimos tiempos; se trata del "subprime".

Cuando se habla de subprime, se hace de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. Son un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizado para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Su tipo de interés es más elevado que en los préstamos personales y las comisiones bancarias resultan más altas.

En los últimos años hemos asistido a un incremento importante en los precios de los activos inmobiliarios. En los Estados Unidos, como en muchos otros

países occidentales, y tras el estallido de la burbuja tecnológica de principios de siglo XXI, entre los años 2000 y 2001, se produjo una huida de capitales de inversión tanto institucionales como familiares en dirección a los bienes inmuebles, debido también a un entorno de tipos de interés históricamente bajos que hicieron muy accesible la liquidez.

El mercado aportaba grandes beneficios a los inversores, y contribuyó a una elevación de precios de los bienes inmuebles, y, por lo tanto, de la deuda.

Pero el escenario cambió a partir de 2004, año en que la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés para controlar la inflación. Desde ese año hasta el 2006 el tipo de interés pasó del 1% al 5,25%. El crecimiento del precio de la vivienda, que había sido espectacular entre los años 2001 y 2005, se convirtió en descenso sostenido. En agosto de 2005 el precio de la vivienda y la tasa de ventas cayeron en buena parte de los Estados Unidos de manera abrupta. Las ejecuciones hipotecarias debidas al impago de la deuda crecieron, y numerosas entidades comenzaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a los inversores o recibir financiación de los prestamistas.

El total de ejecuciones hipotecarias del año 2006 ascendió a 1.200.000, lo que llevó a la quiebra a medio centenar de entidades hipotecarias en el plazo de un año. Para el 2006, la crisis inmobiliaria ya se había trasladado a la Bolsa: el índice bursátil de la construcción (U.S. Home Construction Index) cayó un 40%.

En el 2007 el problema ha seguido creciendo y ha desencadenado la crisis actual que estamos sufriendo en los mercados financieros. A continuación vamos a hacer un repaso por los antecedentes inmediatos de esta crisis.

El estallido de la crisis

En febrero de 2007 el Wall Street Journal advertía sobre el peligro de las hipotecas subprime, así como el problema generado por los impagos de otros productos hipotecarios. En mayo, los fondos basados en hipotecas subprime comienzan a ser severamente criticados por los analistas, y los principales inversores. Mientras tanto, desde algunas instancias de la Reserva Federal se advierten los primeros síntomas de la crisis.

La percepción de crisis aumentaba a medida que entidades de gran prestigio o volumen de negocio comenzaban a dar señales de desgaste financiero. En marzo de 2007 la bolsa de Nueva York retira de sus índices a la hipotecaria New Century por insolvencia y presunto delito contable. En el mes de abril el FMI alerta sobre la reducción del mercado de las hipotecas prime en favor de las subprime. La institución internacional, en un informe publicado ese mes, calcula que "en enero de 2007 existían en Estados Unidos 4,2 billones de euros en bonos ligados a las hipotecas de alto riesgo, de los cuales 624.000 millones de euros pertenecían a mediados de 2006 a inversores no estadounidenses". En junio se conoce que varios hedge funds de Bear Stearns que invertían en subprime entran en quiebra. En el mes de julio, según la Reserva Federal, las pérdidas generadas por las hipotecas subprime

se situaban ya entre los 50.000 y los 100.000 millones de dólares.

A principios de agosto Bear Stearns vuelve a cerrar un fondo de inversiones. La compañía Blackstone anuncia su quiebra el 2 de agosto y la American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de los Estados Unidos, anuncia el despido de todo su personal el día 4 y la quiebra el día 6. Para entonces ya se sabe que la crisis financiera ha llegado a Europa de mano del banco alemán IKB, expuesto a inversiones en hipotecas subprime, que ha sido rescatado por una entidad financiera pública para evitar la bancarrota. Ese mismo día el National City Home Equity se declara en quiebra.

El 9 y el 10 de agosto la crisis se traslada a todas las Bolsas del mundo, que comienzan a caer, especialmente al hacerse público que uno de los principales bancos europeos, el BNP Paribas, suspende tres fondos ya que la falta de liquidez "no permite establecer una valoración justa de los activos subyacentes y así calcular un valor liquidativo". El principal banco alemán, Deutsche Bank, sufre también pérdidas sustanciales en uno de sus fondos vinculados a la financiación inmobiliaria.

El viernes 10 el presidente de los Estados Unidos, George W. Bush pide calma ante la escalada de la crisis y asegura que hay liquidez en el mercado. El Banco Central Europeo advierte que comienza una crisis financiera en varias etapas por pinchazo del capital riesgo y las hipotecas 'subprime'.

Al final del día 10 se conoce la bancarrota de otra entidad, en este caso el Home Banc. Todas las Bolsas

del mundo registran importantes pérdidas de capitalización al terminar la semana.

Durante la semana del 11 al 19 de agosto y ante lo que los principales bancos centrales interpretan como una falta de liquidez del sistema, se inician una serie de inyecciones de liquidez, coordinadas entre la FED, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Canadá y el Banco Central de Japón.

El 16 de agosto la entidad hipotecaria australiana Rams Home Loans cae en su cotización más del 50%, y el primer banco hipotecario norteamericano, Countrywide, sufre pérdidas en sus cotizaciones ante rumores de bancarrota.

El 17 de agosto, a pesar de repetidas inyecciones diarias de diferentes divisas, el mercado de valores no mejora. Tras una contundente caída de la Bolsa japonesa, y cuando las Bolsas europeas se tambaleaban nuevamente, la FED recorta en 0,5 puntos el tipo de interés interbancario, pero manteniendo el tipo federal (es decir, rebaja el precio del dinero a los bancos, pero no a los consumidores particulares), lo que provoca la remontada de todas las plazas europeas y norteamericanas. El presidente de la Reserva Federal afirma que "las condiciones de los mercados financieros se han deteriorado", lo que se evidencia en el hecho de que la hipotecaria Countrywide deba acudir a financiación de emergencia por valor de 11.500 millones de dólares, todo ello en un clima de preocupación ante su posible bancarrota, al tiempo que se conocen las millonarias pérdidas de un fondo de pensiones británico, por valor de 27.000 millones de libras.

El 20 de agosto, tras la rebaja de tipos primarios de la FED las Bolsas comienzan a recuperarse, y en el caso de las asiáticas de manera espectacular, si bien algunos analistas, como el diario The Economist, lo consideran un compás de espera. Ese mismo día se conoce que el banco regional público germano Sachsen LB ha necesitado ser rescatado por un grupo de cajas de ahorro por valor de 17.300 millones de euros, dada su peligrosa relación con las hipotecas subprime. Durante los días anteriores muchos analistas y actores financieros presionan para evitar una nueva subida de tipos tanto en Europa como en Estados Unidos, e incluso el Gobierno japonés se dirigió a su Banco Central para evitar una nueva subida, dado el deterioro de los mercados financieros.

El 22 de agosto, así como el 23, continúan las inyecciones de liquidez de distintos bancos centrales, que no se han dejado de producir en todos los días anteriores. El día 23 se hace pública la quiebra de una de las entidades hipotecarias más importantes de Estados Unidos, la First Magnus Financial: en total, ya son 90 entidades las afectadas por la crisis en ese país. Por su parte, el FMI destaca que la crisis financiera dañará el crecimiento mundial.

El 24 de agosto continúa la inquietud por la marcha de la crisis. Los bancos centrales siguen inyectando liquidez en el mercado, y ese mismo día se conocen los primeros datos de la exposición a hipotecas subprime en China: sus dos bancos principales (Commercial Bank of China y Bank of China) tienen 8.000 millones de euros en inversión hipotecaria subprime.

Hasta aquí el repaso de los acontecimientos acaecidos, con especial atención al mes de agosto, en el que la crisis ha aflorado con más claridad y mayor violencia.

El contagio de la crisis de la subprime

Pero una de las preguntas clave es: ¿Qué tienen que ver las hipotecas subprime con los mercados financieros mundiales?

En la economía de la globalización y la ingeniería financiera todo está relacionado y una crisis originada por el incremento en los impagos de hipotecas de alto riesgo en EEUU puede desembocar en un colapso de las entidades financieras europeas. A continuación vamos a tratar de explicarlo.

Gracias a instrumentos como la titulización, las entidades financieras americanas sacaban de sus balances los préstamos subprime y los transferían a fondos de titulización que a su vez emitían bonos que se colocaban en los mercados internacionales. Con este proceso, los inversores de cualquier parte del mundo tenían un acceso muy sencillo a los activos colateralizados por hipotecas subprime americanas y además este proceso se retroalimentaba, ya que es una manera de hacer "líquidos" los balances de las entidades que prestan el dinero de las hipotecas para que puedan seguir prestando; es decir, se concede un préstamo, se tituliza, se obtiene liquidez por la venta de esa titulización y de esta manera se pueden conceder nuevos préstamos.

Hemos explicado sintéticamente cómo la crisis se ha propagado rápidamente desde EEUU al resto de países occidentales, pero ahora debe reflexionarse sobre los mecanismos financieros que han imperado en el famoso efecto contagio que suele ir aparejado a las crisis financieras.

En este caso, y tal y como hemos explicado anteriormente, el origen de la tormenta financiera se encuentra en el deterioro de los fundamentales de las hipotecas de alto riesgo americanas. Este deterioro es un dato objetivo, ya que la mora media de este instrumento se encontraba en el 10% y ahora estamos en niveles cercanos al 14%. Sin embargo, al cuantificar la deuda subprime, nos encontramos que, según los datos ofrecidos por los analistas como por ejemplo IXIS CIB, el total de deuda subprime asciende a 1.100 millones con unos datos de mora del 13.8% y una recuperación que suele estar en el entorno del 40%; eso arrojaría unas pérdidas para los bancos de unos 26 millones de dólares. Se trata de una cifra importante, pero teniendo en cuenta la globalidad del sistema financiero americano y mundial sería una cifra asumible por las entidades financieras.

Entonces, ¿cuál es el problema? En mi opinión, el verdadero problema es doble. Por una parte se ha generado una crisis de confianza y por otra una crisis de liquidez. A continuación vamos a abordar ambas cuestiones, que a su vez se encuentran muy interrelacionadas.

Las titulizaciones con colateral subprime americano que compraban la mayoría de bancos europeos y americanos tenía la calificación

crediticia de AAA, es decir la máxima solvencia crediticia y asimilable a Estados como el español. Esta calificación era otorgada por las agencias de rating que son, una vez más, uno de los grandes perdedores de esta crisis, ya que su metodología para otorgar calificaciones es cada vez más discutida por los agentes del mercado. De esta manera, eran muchísimos los inversores que compraban este tipo de activos avalados por el rating de los mismos. La caída en precio de éstos ha sido brutal en los últimos meses, dotándoles de una volatilidad inimaginable para este tipo de producto y provocando pérdidas cuantiosas para las entidades.

Así pues, muchas entidades se encuentran con importantes pérdidas por invertir en activos de la máxima calidad crediticia. Además, debido a la complejidad de algunos instrumentos de crédito estructurado, es muy difícil saber si una entidad está afectada por la crisis o no y en qué cuantía. Por ejemplo, si una entidad X compra un fondo de fondos y uno de los fondos que está bajo el “paraguas” ha comprado un CDO (collateral debt obligation) que a su vez ha comprado un tramo AAA de una titulización de subprime americana, la entidad X se verá afectada en alguna medida y tendrá pérdidas, pero es muy difícil cuantificarlas.

Todo esto genera una gran desconfianza tanto en los productos en los que se invierte (si le ha pasado esto a un AAA qué le puede pasar a un BBB) como entre las propias entidades (si te presto dinero en un plazo largo de tiempo y después se conoce que has tenido muchas pérdidas por el tema del

subprime es posible que no me lo devuelvas).

Además, también la liquidez desaparece rápidamente del sistema. El argumento es el que comentábamos en el párrafo anterior: las entidades no se prestan más allá del overnight por miedo a que sus contrapartidas entren en dificultades en el largo plazo y les impaguen. Esto provoca que la liquidez en el corto plazo o mercado monetario sea muy escasa y el sistema financiero se colapsa si la liquidez desaparece. Hasta ahora hemos hablado de la liquidez a corto plazo pero, ¿qué está pasando con la liquidez a largo plazo?

Pues la respuesta es muy sencilla: sin liquidez en el corto plazo no la hay en el largo. Parece lógico pensar que si una entidad tiene problemas para tomar prestado en el interbancario a plazos superiores a un mes, le resultará muy complejo acudir a los mercados de capitales con emisiones de deuda a 10 años.

A todo esto hay que añadir el papel que han tenido y están teniendo unos jugadores hasta ahora poco conocidos como son los *conduits* y los SIV (*structured investment vehicles*).

En ambos casos la estrategia y modelo de negocio son muy parecidas. Son vehículos que invierten en activos de alta calidad crediticia, incluidas titulizaciones de rating AA y AAA, y se financian en el corto plazo vía ABCP o *asset backed commercial paper* que son pagarés a corto plazo cuyo colateral son titulizaciones. En definitiva, se trata de vehículos que invierten en el largo plazo y se financian en el corto beneficiándose de la pendiente positiva de spread entre el corto y el largo

plazo. Por ejemplo, se invierte en una titulación AAA a un plazo de 5 años con un diferencial de euribor +15 puntos básicos y se financia con pagarés a semana, a euribor flat o incluso por debajo, que se van renovando periódicamente.

Esto ha sido posible por el desarrollo del mercado de ABCP que hasta la fecha ha sido tremendamente líquido y ha sido considerado como una manera de invertir a corto plazo en activos muy líquidos y seguros. Hay que señalar también en este caso que la mayoría de programas ABCP tienen rating P1, que es el de mayor solvencia en el corto plazo, por lo que se tomaba como una alternativa a las Letras del Tesoro.

La diferencia básica entre un conduit y un SIV es que los conduits se financian únicamente con la emisión de papel comercial que comentábamos anteriormente y también cuentan con líneas de liquidez que le proporcionan los bancos para cubrir los desfases que pueda haber en el mercado de papel comercial, mientras que los SIVs también disponen de financiación a medio plazo y están muy condicionados por el valor actual neto de su activos, ya que cuando este cae por debajo de ciertos niveles se les exigen ventas de activos o incluso su liquidación, como ha pasado con el *vehículo* Cheyne Finance que gestionaba un total de 9.700 millones de dólares.

La pregunta que surge a continuación es, ¿qué tienen que ver estos dos tipos de vehículos con la crisis que estamos viviendo en los mercados?

Estos vehículos son uno de los grandes compradores de titulación del mundo y en consecuencia también tenían

exposición al subprime americano. Este tipo de activos ha visto como su colateral empeoraba en lo que a su calidad se refiere y en consecuencia el precio caía. A su vez esto provocaba que la valoración *mark to market* o a precios de mercado de los activos que los SIVs y Conduits habían comprado fuera cada vez menor y los triggers o disparadores de venta se iban activando, por lo que tenían que deshacer las posiciones que habían ido tomando.

Por ejemplo, imaginemos que un *vehículo* compra titulaciones de subprime americanas por un valor de 100% y que al mes siguiente ese mismo activo vale 95% y a los 2 meses vale 90%, hasta que llega a un límite en el que la pérdida de mercado no es asumible por el *vehículo* y se ve obligado a la venta de los activos.

Esto supone una avalancha de bonos al mercado y de manera simultánea ya que todos los *vehículos* intentan vender sus posiciones a la vez y en un contexto en el que la liquidez brilla por su ausencia es muy difícil encontrar compradores para esa cantidad de bonos; es decir, poca oferta y mucha demanda, por lo que los precios caen y se entra en una espiral de compleja solución, ya que si los precios siguen bajando los *vehículos* tendrán que volver a vender nuevas posiciones y harán caer nuevamente el precio de los activos.

Si nos fijamos en el apéndice 1 podemos ver el gráfico de ITRAXX financiero. Se trata de un índice que mide el spread de emisiones de deuda senior de bancos y en él podemos ver la velocidad de las ampliaciones a las que nos referíamos anteriormente. En

el caso de las titulaciones, la violencia del movimiento ha sido también impresionante, ya que activos europeos AAA que cotizaban a euribor + 15 puntos básicos y que llegaron a cotizar por debajo de los 10 lo hacen ahora a +60 y ha sido en un período temporal de un mes.

Quizás el hecho de hablar de puntos básicos hace que la idea de pérdida no esté muy clara, pero pongamos un ejemplo. Para un vehículo que ha invertido 1000 millones de euros en AAA a un diferencial medio de +15 con una vida media de 5 años, el hecho de que el spread de esos activos esté ahora en 60 supone una pérdida de capital de 22.5 millones de euros. Además hay que tener en cuenta que estamos hablando de renta fija, a la que se le supone una volatilidad pequeña y de activos AAA, es decir de la máxima solvencia y cuyo recorrido histórico era de 4-5 puntos básicos arriba o abajo en el año entero.

Además debido a las pérdidas en precio de los activos y a la desconfianza generalizada instalada en la actualidad en los mercados hay otro fenómeno que está causando muchos problemas a estos *vehículos* y en consecuencia al mercado en general. Se trata de la inexistencia del mercado de ABCP; el problema es de gran calado ya que solo en Europa estamos hablando de un mercado de 280 millardos de dólares. Dada la falta de liquidez y la desconfianza de unos bancos hacia otros, los conduits y SIVs no están consiguiendo financiarse en el corto plazo puesto que nadie les presta dinero, muchas veces ni siquiera en el overnight, por lo que se estrangula su actividad ya que no pueden financiar en el corto plazo las compras que habían

realizado en el largo. Cuando esta situación se mantiene en el tiempo obliga también a la venta de activos para obtener liquidez y poder seguir funcionando, lo que conduce a una nueva caída en precio de los mismos.

Sirva como dato que en las dos últimas semanas de agosto se quedaron por refinanciar 75.000 millones de dólares en ABCP.

Otro de los aspectos muy importantes y que no debemos perder de vista es que este tipo de *vehículos* invierten gran parte de su capital en titulaciones y activos europeos, por lo que no pensemos que este fenómeno afecta sólo a las hipotecas subprime americanas ya que hoy en día los mercados están totalmente interconectados.

Así pues, las emisiones europeas y por supuesto también las españolas han sufrido muchísimo. Además, el colateral sigue siendo exactamente igual de bueno que hace 3 meses, ya que la mora de las titulaciones españolas es la menor de Europa, pero por cuestiones técnicas de mercado los diferenciales se han ampliado a los niveles comentados.

Ante todas estas turbulencias a las que estamos asistiendo en los mercados hay un activo que está aguantando muy bien los niveles contra viento y marea. Se trata de la renta variable, que no ha caído en consonancia al mercado de crédito y con la correlación que se espera entre ambos mercados.

Algunos analistas mantienen la siguiente teoría: la mayoría del dinero que ha quedado libre por la no renovación de los ABCP ha sido

invertida en Letras del Tesoro americano, lo que ha hundido su rentabilidad hasta el 2%, mientras que los tipos de intervención en EEUU están al 5.25%. Esto se ha debido a un movimiento de huida hacia la calidad muy típico de los momentos de pánico en mercado. Pues bien, para los antiguos inversores de ABCP este cambio de activos supone pasar de una rentabilidad de Libor + X puntos básicos a Libor - 350 puntos básicos por lo que es posible que algunos gestores hayan invertido parte de su dinero en renta variable para intentar compensar esa merma de rentabilidades.

Sin embargo, ese dinero está acostumbrado a la seguridad, ya que hasta este momento el mercado ABCP se consideraba totalmente seguro por lo que en el momento en que las Bolsas empiecen a caer puede desaparecer rápidamente.

Según bastantes agentes del mercado las Bolsas podrían sufrir correcciones durante las próximas semanas o meses. Parece lógico pensar así, ya que si la financiación de los bancos se estrangula debido a los mercados, a su vez limitarán la financiación de empresas y particulares, por lo que la economía sufrirá un parón que se debería ver reflejado en la bolsa.

¿Traslado de la crisis a la economía real?

Y con esto llegamos a un punto clave en mi opinión: se trata de intentar descifrar cómo esta crisis, de momento puramente financiera, puede trasladarse a la economía real. Hay varias consecuencias que vamos a tratar de analizar a continuación.

En primer lugar, tenemos una destrucción masiva de capital derivada de las cuantiosas pérdidas de los bancos por sus inversiones en los mercados. Estas pérdidas van contra los recursos propios de las entidades por lo que las ratios de solvencia bancarios se van a resentir. Además, seguramente asistamos, tal y como está pasando en Alemania, a compras de unos bancos por otros aprovechando las posiciones de debilidad de los comprados.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta que la financiación para los bancos se ha convertido en una tarea muy compleja, por lo que lo más lógico sería pensar que no se van a poder captar tantos recursos en los mercados de capitales como estaba pensado en los planes de financiación de las entidades, y además el coste de los que se capten será de entre el doble y el triple de lo que venía costando hasta ahora por el ensanchamiento de los spreads al que nos hemos referido en párrafos anteriores.

Esto tiene una doble lectura. Por un lado, los bancos tienen que reaccionar ante esta crisis, ya que no pueden seguir concediendo préstamos al mismo diferencial que antes de la misma si su coste de financiación se ha multiplicado por dos o por tres, ya que en ese caso el margen podría llegar a ser negativo. En consecuencia, una de las posibilidades sería incrementar el coste de los préstamos concedidos, con lo que se trasladaría a empresas y particulares el incremento en el coste de la financiación y esto podría provocar un frenazo en la actividad y en definitiva un menor crecimiento.

Por otro lado, es muy probable que vivamos una guerra de pasivo entre los bancos. Los mercados de capitales se han cerrado drásticamente para muchos bancos por lo que la captación de pasivo a través de las redes comerciales puede tener un papel clave a la hora de seguir creciendo. De hecho, ya hemos asistido al lanzamiento de depósitos a un mes con tipos de interés muy altos por parte de alguna entidad española como Caja Duero.

Por último nos queda analizar lo que puede pasar en los próximos meses. Siempre es difícil predecir el futuro pero el responsable para España de IXXI CIB, Carlos Perelló, ofrecía unas líneas al respecto que nos pueden ayudar. En su opinión, en la actualidad nos encontramos ante una crisis de confianza ante la que ya hemos visto la actividad pública con inyecciones de liquidez y bajadas del tipo de descuento; además, el BCE mantuvo los tipos de interés en vez de subirlos como se descontaba en mercado hace sólo unas semanas y todo el mundo piensa que la FED recortará los tipos en su reunión del 18 de septiembre. Otro aspecto clave para el retorno de la confianza vendrá de la mano de la transparencia por parte de los bancos anunciando sus resultados trimestrales y su exposición directa e indirecta a conduits, subprime, etc... Posteriormente, lo lógico sería un período de estancamiento en la actividad para sanear los balances de las entidades financieras. Durante este tiempo los bancos modificarán su conducta y serán mucho más estrictos en sus políticas de concesión de préstamos, de pricing de los mismos, de banca corporativa, etc... Finalmente, veremos qué bancos están en mejor

situación para comprar a otros y los que tienen una mejor base para seguir generando beneficios en este nuevo contexto y éstos verán como los spreads de su deuda se reduce considerablemente.

Alejandro García Carrasco
Valencia, 12 de septiembre de 2007

APÉNDICE

Gráfico 1: Evolución de la cotización del ITRAXX Financiero



Fuente: Bloomberg