

La gestión de los problemas de confianza en tiempos de crisis sistémica

Javier Suárez¹

CEMFI

Diciembre de 2008

Resumen

Este artículo pasa revista a los orígenes de la crisis financiera desatada en el verano de 2007 y a los círculos viciosos que condujeron al colapso de los mercados monetarios y al estrangulamiento crediticio de la economía. También se repasan las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y las razones que justifican que se adoptara el otorgamiento de avales públicos a las emisiones de deuda de los bancos como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios. Se analizan diversos aspectos del diseño institucional de dicha medida, sus aspectos problemáticos, su previsible eficacia y los retos pendientes para el futuro inmediato, que recaen fundamentalmente en la necesidad de que los bancos reconozcan y saneen las pérdidas sufridas, se distinga a las entidades viables de las inviables, las entidades viables permanezcan adecuadamente capitalizadas y los activos y pasivos de las inviables sean reorganizados ordenadamente.

¹ Este artículo ha sido preparado para su publicación en *Perspectivas del Sistema Financiero*. Quisiera agradecer la ayuda y sugerencias recibidas de Santiago Carbó, Ángeles Conde, Pedro González, Alfredo Martín y Rafael Repullo durante su escritura. También estoy en deuda con todos cuantos me hicieron llegar comentarios sobre escritos anteriores en torno a la crisis financiera. Correo electrónico: suarez@cemfi.es.

1. Introducción

La quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y los rumores sobre la solvencia del banco belga Fortis durante la semana siguiente marcaron un antes y un después en la evolución de la crisis financiera global. En concreto estos eventos condujeron a la adopción, más o menos coordinada, por parte de las autoridades de diversos países, inicialmente en la Unión Europea y EEUU y después en otros lugares de mundo, de medidas de apoyo e intervención en la banca sin precedentes históricos. Entre las medidas adoptadas se encuentra el establecimiento de sistemas excepcionales y temporales de garantías públicas (avales específicos o garantías genéricas, según los casos) sobre un conjunto de pasivos bancarios más amplio que los cubiertos por los tradicionales seguros de depósitos minoristas. Se trata de una medida en línea con una propuesta que formulé en marzo de 2008 y que, conforme se constataba la gravedad de la crisis, fue ganando el apoyo de un número creciente de economistas académicos y no académicos.²

En este artículo se pasa revista a los orígenes de la crisis, a los varios círculos viciosos generados por los déficits de transparencia, confianza, liquidez y solvencia que la caracterizan, al consiguiente colapso de los mercados monetarios, a las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y a las razones que hacían conveniente adoptar el aseguramiento de pasivos bancarios como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

Se argumentará que el otorgamiento de avales públicos a la financiación bancaria en tiempos de crisis sistémica es condición necesaria, aunque no suficiente, para la resolución de una crisis como la actual. La medida no es una solución a los problemas de solvencia o escasez de recursos propios de la banca, donde los hubiera, pero facilita la refinanciación de las entidades, dota de estabilidad al sistema financiero y reduce el riesgo de un estrangulamiento crediticio del conjunto de la economía en el lapso de tiempo necesario para que las entidades y sus supervisores efectúen los ajustes necesarios para restablecer la normalidad. En concreto, para que las medidas adoptadas a principios de octubre de 2008 vayan más allá de reducir temporalmente los

² La propuesta inicial se encuentra en Javier Suárez (2008). Ideas similares aparecen en columnas de opinión firmadas por Larry Kotlikoff y Perry Mehrling (2008), Dominique Strauss-Kahn (2008) y Douglas Diamond, Anil Kashyap y Raghuram Rajan (2008) semanas antes de su adopción.

síntomas y algunas de las consecuencias de los problemas subyacentes, deben complementarse con una redoblada labor de supervisión, en todos los países afectados, que acelere la detección de los bancos con problemas e impulse los cierres, fusiones, adquisiciones y recapitalizaciones necesarias para que el mercado recupere su confianza en el conjunto del sistema bancario.³

2. El origen de la crisis

La inicialmente bautizada como crisis de las hipotecas de alto riesgo se ha convertido en una crisis financiera global sin precedentes. Nunca antes un suceso había afectado a la liquidez de los mercados financieros de una forma tan severa y tan geográfica y temporalmente extensa. Como se ha narrado con gran detalle en otros trabajos, todo comenzó en el verano de 2007 cuando se difundieron las primeras noticias sobre las pérdidas producidas por el rápido crecimiento de la morosidad en las hipotecas de alto riesgo generadas en EEUU.⁴ Dichas pérdidas, mucho más abultadas de lo esperado, estaban haciendo mella tanto en las carteras de préstamos hipotecarios de dicha clase en manos de entidades bancarias como, sobre todo, en la panoplia de instrumentos financieros complejos que, en los últimos años, habían sido utilizados para su financiación o para su titulación.

Entre dichos instrumentos se encuentran los llamados productos estructurados.⁵ Generados mediante la partición de los flujos de caja asociados a un conjunto de activos en tramos de deuda con diferentes niveles de prelación, habían permitido a los bancos (o a los vehículos creados por ellos para sacar esos activos del balance) generar

³ Este artículo se referirá indistintamente, salvo indicación en contra, a la banca, los bancos o las entidades bancarias abarcando con dichas denominaciones todo tipo de entidades de crédito con independencia de su estatus jurídico (bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, etc.) o funcional (banca comercial, de inversión, hipotecaria, etc.).

⁴ Markus Brunnermeier (2008) ofrece una excelente descripción de las prácticas y los hechos que rodean el inicio de la crisis, enfatizando el papel desempeñado en su gestación y propagación por la innovación financiera.

⁵ Estas fórmulas creativas para la financiación de carteras de préstamos se mencionan habitualmente mediante su nombres y siglas en inglés: *asset-backed commercial paper* (ABCP), *asset-backed securities* (ABS), *collateralized debt obligations* (CDO), *collateralized mortgage obligations* (CMO), *collateralized bond obligations* (CBO), *collateralized loan obligations* (CLO), *mortgage-backed securities* (MBS), etc.

pasivos con diferentes grados de exposición a las pérdidas potenciales de los activos que los respaldan. En la etapa previa al estallido de la crisis los tramos de mayor prioridad constituían una gran proporción del conjunto total y solían recibir la máxima calificación crediticia de las agencias de *rating*, algo verdaderamente anómalo cuando se observa desde la perspectiva actual.⁶

Tras las primeras noticias sobre la pérdidas registradas en algunos de los instrumentos respaldados por hipotecas de alto riesgo, la práctica totalidad de de estos productos vieron radicalmente rebajada su calificación crediticia, se acumularon órdenes vendedoras en sus (estrechos) mercados secundarios, se produjo una abrupta caída de precios y la casi total parálisis de los mercados de nuevas emisiones.⁷

En paralelo, se descubrió, en medio de gran confusión, que la exposición a las abultadas pérdidas relacionadas directa o indirectamente con las hipotecas de alto riesgo podía afectar a un número grande, pero no claramente identificado, de entidades financieras de cualquier parte del mundo y de todo tipo, incluidos los grandes bancos de inversión, bancos comerciales, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de riesgo, etc. Como resultado, se disparó el riesgo de contrapartida atribuido por los mercados a la práctica totalidad de entidades financieras. La crisis de confianza había comenzado.

El impacto sobre los mercados monetarios mundiales fue inmediato, materializándose en la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con respecto a la deuda pública y la reducción del volumen de transacciones. Así, se registró un aumento notable de los diferenciales requeridos para la colocación en el mercado de los instrumentos de deuda típicamente utilizados por la banca para su financiación a corto y medio plazo (depósitos

⁶ Varios autores atribuyen la sobrevaloración (y consiguiente proliferación) de los productos estructurados a problemas de agencia desarrollados al abrigo de su escasa transparencia para los inversores finales y para las agencias supervisoras. Véase, por ejemplo, el trabajo de Günter Franke y Jan Pieter Krahen (2008).

⁷ El aluvión de órdenes de venta, responsable en parte de la abrupta caída de los precios, identifica alguno de los elementos explicativos de las llamadas “espirales bajistas” observadas en esta crisis. Las rebajas de calificación indujeron ventas masivas entre algunos inversores institucionalmente obligados a invertir en productos de calificación alta. En posiciones apalancadas, las caídas de precios aumentaron las peticiones de reposición de los márgenes o depósitos de garantía (*margin calls*) exigidos a los prestatarios, forzándoles en determinados casos a deshacer sus posiciones de forma precipitada. El registro de las pérdidas latentes resultante de la evolución de los precios y la aplicación de principios contables de valoración a precios de mercado mermó la solvencia “nominal” de algunos agentes induciendo una nueva presión hacia el “desapalancamiento” y la liquidación de determinado tipo de posiciones arriesgadas.

interbancarios y, sobre todo, pagarés, obligaciones y cédulas hipotecarias), así como de los instrumentos ligados al proceso de titulización (conocidos en España como bonos de titulización hipotecaria y bonos de titulización de activos, en función de la naturaleza del subyacente). En paralelo, y bajo la misma lógica de desconfianza, se encarecieron los medios de aseguramiento contra el riesgo de fallido de dichas emisiones (los *credit default swaps* y otros derivados) y descendieron, en su caso, los precios y la liquidez de los mercados secundarios de los instrumentos ya emitidos.

Los problemas de liquidez se volvieron acuciantes para muchos bancos tanto por las necesidades de refinanciación ordinarias, que súbitamente era imposible cubrir a un coste razonable, como por las necesidades extraordinarias derivadas del derrumbe del castillo de naipes construido por los excesos de titulización y apalancamiento que caracterizaban la etapa previa al estallido de la crisis.⁸

En efecto, la pérdida de la inocencia que supuso constatar la falsa seguridad de muchos de los instrumentos exóticos emitidos por los fondos de titulización bajo el paradigma de “originar para distribuir” (OPD) obligó a los bancos promotores de dichos fondos a ajustes importantes. En primer lugar, algunos bancos tuvieron que responder por las mejoras crediticias y, en algunos casos, las garantías implícitas otorgadas a los fondos ya existentes. En segundo lugar, y dada la imposibilidad de colocar nuevos bonos de titulización en el mercado, los bancos hubieron de optar entre incorporar en sus balances los préstamos que hasta entonces generaban para pasar directamente a los fondos de titulización o bien cancelar esa parte de su actividad generadora de crédito.

El proceso de “rebancarización” al que los bancos del modelo OPD se vieron abocados chocó con las severas restricciones que las condiciones de los mercados monetarios imponían a la capacidad de financiación de los propios bancos. A esta presión rebancarizadora, se unió, además, la demanda de financiación de las empresas no financieras que, en virtud del contagio de la desconfianza y el temor a que la situación macroeconómica se deteriorara rápidamente, sufrían el colapso de los mercados de pagarés y obligaciones a los que acudían directamente con anterioridad a la crisis.

⁸ El Recuadro 1 explica la diferencia entre el significado del concepto de liquidez cuando se aplica a un activo o mercado y el concepto de liquidez cuando se aplica a un agente.

3. Lógica económica de la crisis

La microeconomía de la situación vivida en los mercados financieros desde agosto de 2007 responde a la lógica combinada de varias teorías conocidas de selección adversa, pánicos bancarios y ciclos de crédito desarrolladas por los economistas académicos durante los últimos treinta años. El principal rasgo distintivo de la situación actual es la mezcla de las tres.

Todo comenzó con una perturbación negativa concreta (el cambio de la posición cíclica del mercado inmobiliario estadounidense) y su impacto en el sobredimensionado mercado hipotecario de alto riesgo de EEUU. La globalización explica la propagación de las pérdidas en el sistema financiero mundial. Los excesos de la titulización, con la peligrosa combinación de alto apalancamiento, gran dependencia de la financiación de corto plazo, gran complejidad, poca transparencia e inadecuada valoración de los riesgos sistemáticos (tanto por parte de las agencias de calificación como de inversores y supervisores), convirtieron la perturbación inicial en una prolongada y amplificada serie de pérdidas asimétrica y opacamente distribuidas por todo el sistema financiero. Se trataba de pérdidas con consecuencias potencialmente fatales para la viabilidad financiera de las instituciones afectadas, por grandes o sistémicamente importantes que pudieran ser. Y, lo que es peor, se desconocía la identidad exacta de las entidades que podían haberlas sufrido.

El miedo a que se hundiera *alguna* entidad aún no identificada hizo a los inversores escépticos hacia la solvencia de *cualquier* entidad y, especialmente, hacia la de aquellas que se mostraran más propensas a obtener financiación en mitad de las turbulencias. Como en el clásico ejemplo de George Akerlof (1970) sobre el mercado de automóviles usados, los propietarios más dispuestos a vender a precios bajos tenderían a ser aquellos con productos (automóviles usados en el ejemplo de Akerlof, activos financieros u obligaciones de pago en el caso de las entidades financieras) de menor fiabilidad, justificando así, desde la perspectiva de los potenciales compradores, que los precios fueran bajos. En situaciones extremas, los precios pueden volverse tan bajos que permanecer en el mercado no sea rentable ni siquiera para los potenciales vendedores de los productos de menor calidad (o *lemons*). El estallido de la crisis fue equivalente a

descontar la presencia en los mercados monetarios de una fracción significativa de *lemons*, por eso los mercados colapsaron.⁹

Las grandes necesidades de financiación y refinanciación en los mercados monetarios internacionales implicadas tanto por el modelo OPD como por la globalización de la banca tradicional hacían que el colapso de dichos mercados fuera, en gran medida, análogo al estallido de un pánico bancario en los viejos tiempos. La posibilidad de que muchos bancos solventes, pero con necesidades de liquidez, no pudieran refinanciarse en términos razonables podía provocar que sus problemas iniciales de liquidez se convirtieran en problemas de solvencia, lo cual justificaría (y hasta daría razones para reforzar) el escepticismo de sus acreedores reales o potenciales.

Además, las dificultades para lograr liquidez y el paulatino debilitamiento de las cuentas de resultados y los balances bancarios amenazaban con producir una severa restricción de la oferta de crédito bancario. Dicha restricción podría mermar el consumo de las familias y la actividad inversora de las empresas que dependieran de la financiación bancaria, alimentando un debilitamiento de la actividad macroeconómica superior al que resultaría del mero descuento de la nueva situación cíclica y, en concreto, de los efectos riqueza vinculados al cambio de tendencia en los mercados inmobiliarios. La perspectiva de una recesión agudizada y prolongada en el tiempo por razón de la restricción crediticia hacía temer un nuevo círculo vicioso de morosidad elevada, debilitamiento de los balances bancarios y endurecimiento de las condiciones crediticias de graves consecuencias para el conjunto de la economía.

En los apartados siguientes se evalúan con mayor profundidad la gravedad de los problemas de liquidez sufridos por los bancos y sus efectos perturbadores sobre la función económica de los bancos en la economía. El Recuadro 1 describe las diversas acepciones del término “liquidez” relevantes para el análisis.

⁹ La lógica descrita, aplicada por razones evidentes al caso más visible en esta crisis, los mercados de deuda bancaria de corto y medio plazo, puede extrapolarse igualmente a los mercados de financiación de largo plazo. De hecho, el fracaso del intento de hacer frente a la crisis mediante la recapitalización voluntaria de los bancos se debe, en parte, al grave problema de *lemons* que, como identificaron Stewart Myers y Nicolas Majluf (1984), también puede afectar con crudeza al mercado de ampliaciones de capital.

3.1 La gravedad de los problemas de liquidez para la banca

Los enormes problemas de liquidez sufridos por la banca durante esta crisis no tienen su origen en una perturbación que causara una disminución súbita de las capacidades netas de financiación a nivel agregado. No es que los proveedores netos de financiación de corto plazo del sistema financiero internacional registraran, por causa directa del cambio de ciclo en el sector inmobiliario estadounidense, pérdidas de riqueza o aumentos de sus necesidades de consumo e inversión lo bastante significativos como para imposibilitar o encarecer radicalmente la cobertura de las necesidades de los demandantes netos de financiación de corto plazo. Esta crisis de liquidez se caracteriza, más bien, por una súbita preferencia por lo que se ha venido a llamar el “atesoramiento de liquidez” por parte de los anteriores proveedores netos de financiación en los mercados de deuda de corto plazo. Tras las primeras noticias sobre la crisis, dichos agentes (incluidos bancos y otros agentes con capacidad de financiación de corto plazo, instituciones de inversión colectiva, fondos soberanos, etc.) desplazaron sus carteras hacia efectivo, deuda pública, metales preciosos y, en general, activos con nulo o bajo riesgo de contrapartida. En otras palabras, empezaron a comportarse como si el riesgo de contrapartida o crédito asociado con los habituales instrumentos de financiación bancaria se hubiese elevado substancialmente.

De forma muy parecida a lo que ocurre con los depositantes presas del pánico en las descripciones teóricas e históricas de los pánicos bancarios, los inversores con capacidades financieras de corto o más largo plazo dejaron de estar dispuestos a invertir en pasivos bancarios. Como en dichas descripciones, si los bancos dejan de poder refinanciarse en condiciones adecuadas durante un lapso de tiempo suficientemente largo, las consecuencias para ellos pueden ser fatales, confirmando los augurios negativos que llevaron a los inversores a desconfiar de ellos en primera instancia.¹⁰ En concreto, los iniciales problemas de liquidez pueden transformarse en problemas de viabilidad y solvencia, tanto por la liquidación precipitada de inversiones de largo plazo que el mercado puede no valorar adecuadamente dados los problemas de información e

¹⁰ Como demostraron Douglas Diamond y Philip Dybvig (1983) en un famoso artículo de la literatura académica sobre el tema, las expectativas destructivas que alimentan un pánico bancario tienen el potencial de auto-confirmarse, haciendo que el pánico sea compatible con la racionalidad del cálculo económico de los agentes involucrados. Para detalles técnicos sobre la evolución más reciente de esta literatura, véanse Itay Goldstein y Ady Pauzner (2005) y los artículos allí citados.

incentivos subyacentes (¿quién se atreve a comprar a un alto precio una cartera de préstamos a largo plazo de un banco cuya solvencia se pone en entredicho?), como por la pérdida de beneficios asociada a desperdiciar oportunidades de negocio rentables pero que requieren liquidez.

Durante la crisis, la situación ha sido especialmente delicada para los bancos que adoptaron el modelo OPD, cuya principal fuente de beneficios no era el rendimiento de los activos mantenidos en el balance sino las comisiones obtenidas sobre el flujo de nuevos activos (hipotecas y préstamos de otro tipo) que, según generaban, colocaban en fondos o vehículos creados al efecto que, a su vez, comercializaban los pagos asociados a dichos activos a través de complejos productos estructurados (bonos de titulización). Como se ha adelantado más arriba, sin demanda para los productos estructurados ofrecidos por dichos vehículos, era imposible seguir generando activos, salvo si se pudieran acumular en el balance, en una rápida reorientación hacia el modelo de banca tradicional. Sin embargo, esta última opción resultaba difícil, tanto por las condiciones de liquidez del mercado como por los exiguos recursos propios de estos bancos, en declive por las pérdidas derivadas de sus propias tenencias de bonos de titulización, así como de las mejoras crediticias y otras garantías explícitas o implícitas ofrecidas en el proceso de titulización.¹¹ De hecho, la importancia de estas últimas ha puesto de manifiesto que la transferencia efectiva de riesgo asociada con la titulización era menor de lo que sugería la magnitud de los tramos de *equity* conservados por los bancos promotores en sus balances.¹²

Para los bancos adscritos al modelo de banca tradicional, la gravedad de la crisis de liquidez variaba en función del grado en el que la financiación de su activo menos líquido viniera cubierta por fuentes estables de financiación. El activo menos líquido está formado por la cartera crediticia y las componentes con mercados más estrechos de la cartera de negociación, mientras que las fuentes estables de financiación incluyen, al

¹¹ No es sorprendente, pues, que los bancos de inversión puros, incapaces de salvar la situación mediante el redimensionamiento de sus divisiones de banca de inversión y banca comercial, por carecer de la última, hayan sufrido las bajas más significativas durante la crisis. Tampoco sorprende que los bancos de inversión supervivientes hayan logrado serlo a base de ser adquiridos o fusionarse con bancos con importantes divisiones comerciales.

¹² Seguramente los propios bancos generadores de titulizaciones minusvaloraron una parte del riesgo que *a posteriori*, por razones reputacionales, acabaron absorbiendo.

menos, las diversas categorías de recursos propios y la fracción de la deuda con vencimiento a largo plazo.

Los depósitos minoristas merecen párrafo aparte. Al estar desde el comienzo de la crisis protegidos, en buena medida, por los diversos sistemas de garantía nacionales, han funcionado, salvo en casos y momentos puntuales, como una fuente estable de financiación para la banca comercial. En concreto, han sido un factor de estabilidad excepto cuando las peculiaridades de las garantías existentes o las actuaciones de las autoridades competentes desataron el temor a que los depósitos cuya cuantía excediera el límite explícitamente asegurado pudieran sufrir pérdidas. Como se narra en el Recuadro 2, cuando quiera que estos problemas se volvieron perceptibles, las autoridades reaccionaron con relativa rapidez, elevando las garantías vigentes a niveles suficientes para restablecer la tranquilidad de los depositantes.

Para los bancos sin suficientes fuentes estables de financiación, la crisis de liquidez encarecía o incluso imposibilitaba tanto la refinanciación de pasivos con vencimiento inminente como la obtención de cualquier financiación neta adicional. Para algunas entidades, fue posible retrasar durante semanas o meses el impacto directo de estos problemas mediante la venta de los activos más líquidos o utilizándolos como garantía para el acceso a las alternativas de financiación de corto plazo ofrecidas por los bancos centrales—que, conforme se constató la gravedad de la situación, fueron abaratándose (rebajando el diferencial con respecto a los tipos de intervención) y ampliándose en tamaño, plazos, frecuencia y condiciones de acceso (entidades con acceso, garantías utilizables, etc.). Agotadas estas opciones, sin embargo, los bancos con mayores necesidades de liquidez tenían que optar por tácticas que implicaban un daño mayor a su cuenta de resultados: tratar de captar depósitos al por menor mediante el ofrecimiento de remuneraciones más atractivas que la competencia, desprenderse de líneas de negocio y activos poco líquidos a precio de saldo, incentivar o proceder a la cancelación anticipada de determinados préstamos y líneas de crédito, ralentizar o paralizar toda nueva actividad crediticia, etc. Si bien facilitaban parte de la liquidez necesaria, estas tácticas eran “pan para hoy y hambre para mañana”, tanto para las entidades afectadas (vía la merma resultados y la consiguiente descapitalización) como para la economía en su conjunto (vía la contracción crediticia y el impacto negativo de las ventas sobre el precio de alguno de los activos liquidados).

3.2 La función económica de la banca y su perturbación por la crisis

Los bancos son intermediarios fundamentales en los mercados de capitales. Facilitan la transferencia de fondos entre los agentes con capacidad de financiación y los agentes con necesidades de financiación. En épocas de normalidad, el acceso a los mercados interbancarios u otros mercados monetarios permite que muchos bancos presten más fondos que los captados en forma de depósitos y, viceversa, que otros muchos puedan dedicar los fondos captados como depósitos a usos distintos del préstamo directo a familias, empresas o administraciones públicas de su propio entorno. De la misma forma, un sistema bancario nacional puede ser prestamista o prestatario neto de otros sistemas bancarios (o del resto del mundo) a través de los mercados de capitales. Ello crea una compleja red de interdependencias, diversificación de los riesgos y riesgo sistémico, pero también contribuye a que los fondos puedan canalizarse en cada momento desde donde son más abundantes hacia donde su uso es más rentable.

En general, el flujo de fondos entre bancos y de un sistema bancario nacional a otro es una consecuencia natural de sistemas financieros, nacionales e internacionales, razonablemente integrados. Es lógico pensar que, al permitir una asignación más eficiente del ahorro global, esa integración incrementa la inversión y la producción agregadas, contribuye al crecimiento económico y mejora el bienestar. Naturalmente, como en otros ámbitos de la economía, pueden darse fallos de mercado que maticen esas conclusiones y justifiquen la conveniencia de la intervención pública. La lista de posibles fallos de mercados en los mercados de capitales es larga, aunque sólo sea por los problemas de información, de incentivos, de cumplimiento de los contratos y de confianza a los que es tan vulnerable cualquier transacción financiera.

De hecho, como enfatizan las modernas teorías de la intermediación financiera, la existencia misma de intermediarios financieros responde al intento de atajar algunas de las imperfecciones que dificultan la relación directa entre financiadores y financiados. Los bancos pueden ejercer, por ejemplo, una labor de selección y supervisión de sus acreditados que sería muy difícil o muy costoso que ejercieran directamente la multitud de pequeños ahorradores que confían sus ahorros a los bancos. Pero al quedar esas funciones a cargo de los bancos, surgen inmediatamente problemas de agencia cuya resolución requiere una mezcla adecuada de instrumentos de mercado (formas contractuales, sistemas internos y externos de control de la gestión, gobierno

corporativo, disciplina de mercado, etc.) e intervenciones públicas (regulación, supervisión, sistemas de protección frente a riesgos sistémicos, sistemas de resolución de crisis bancarias, etc.).¹³

Como evidencia el núcleo de los principios contenidos en la reforma del Acuerdo de Basilea de 2004 (Basilea II), la intervención pública relacionada con la banca ha tenido durante los últimos años una orientación fundamentalmente microprudencial y centrada, sobre todo, en las entidades tomadoras de depósitos. El objetivo central de gran parte de la regulación y supervisión era mantener el riesgo de insolvencia individual de las entidades bancarias por debajo de ciertos umbrales considerados aceptables. Subyacía en esta visión la idea genérica de que una quiebra bancaria tiende a causar costes al conjunto de la sociedad superiores a los que la entidad tomaría en consideración en ausencia de regulación. Estas *externalidades* vendrían dadas por los costes para el erario público resultantes de la existencia de un seguro de depósitos y otro tipo de garantías implícitas del pasivo bancario, por los daños causados al resto del sistema bancario, directamente (por las posiciones cruzadas entre bancos) o por el contagio de la desconfianza, por las pérdidas ocasionadas por el hundimiento de los precios de activos poco líquidos que pudieran tener que ser vendidos precipitadamente a resultas de la quiebra de un banco, etc.

En numerosas discusiones de académicos y reguladores de los últimos años se había apuntado ya que el carácter de alguno de los costes mencionados arriba (como su potencial para amplificarse y propagarse dentro y fuera del sistema financiero) hacía conveniente adoptar una óptica más macroprudencial, centrada en los riesgos sistémicos y sus interacciones con la evolución macroeconómica.¹⁴ Se consideraba necesario que, además de variables *clásicas* como la inflación o los tipos de interés, los modelos macroeconómicos de referencia de gobiernos, bancos centrales y supervisores bancarios recogieran explícitamente variables como el crecimiento de los precios de los

¹³ Para una revisión de las teorías modernas de la intermediación financiera y sus implicaciones para la regulación bancaria, pueden consultarse los capítulos 2 y 9 del excelente manual de Xavier Freixas y Jean Charles Rochet (2000).

¹⁴ Claudio Borio (2003) ofrece una amplia descripción y justificación de la óptica macroprudencial.

activos inmobiliarios, el crecimiento del crédito y los niveles de endeudamiento y adopción de riesgos de los diferentes sectores de la economía.¹⁵

Desde una óptica macroprudencial adecuadamente implementada, es posible que los supervisores hubieran advertido con mayor claridad los riesgos relacionados con el proceso de gestación de la crisis actual: la expansión del uso de productos estructurados, las hipotecas de alto riesgo, los precios excesivos relacionados con las burbujas inmobiliarias existentes en varios países (y su interacción con los excesivos apalancamientos que las acompañaban) y la general infravaloración de la dimensión sistémica de los riesgos adoptados.

Seguramente, la infravaloración de estos riesgos ha dado lugar a que, sobre todo al final de la fase expansiva del último ciclo, los mercados de capitales hayan asignado mal una parte significativa de los recursos disponibles. Muy probablemente, el mercado de la vivienda de EEUU y, en menor medida, otros mercados de la vivienda con precios al alza, incluido el español, recibieron créditos excesivos, en el sentido de que parte de los ahorros que se destinaron a ese uso a través de los bancos y los mercados financieros podrían haber tenido usos mejores.¹⁶

Con todo, es importante no perder la perspectiva y reconocer que para otras muchas inversiones socialmente deseables, los bancos y los mercados financieros desarrollan una función económica fundamental.¹⁷ Su actividad permite que los ahorros disponibles

¹⁵ Como apuntó Jesús Saurina (2002) y ahora reconocen otros muchos expertos, las provisiones anticíclicas introducidas por el Banco de España en 2000 constituyen una de las escasas regulaciones de declarada inspiración macroprudencial existentes en el mundo con anterioridad a esta crisis.

¹⁶ Resulta tentador afirmar, al principio de cada recesión, que las últimas inversiones acometidas durante la expansión fueron malas. Probablemente, lo sean en términos del rendimiento que finalmente hayan generado pero esa no es la consideración relevante a efectos de juzgar la eficiencia del sistema de asignación de recursos. Lo importante es diagnosticar si las inversiones eran o no socialmente deseables bajo el conjunto de información disponible en el momento de acometerse. La existencia de una burbuja inmobiliaria en EEUU y los problemas de agencia asociados al modelo OPD de banca son ingredientes que sugieren la posibilidad de haber acometido inversiones excesivas o ineficientes en esos ámbitos.

¹⁷ Ross Levine y Sara Zervos (1998) y otros muchos autores han documentado empíricamente que el nivel de desarrollo alcanzado por la actividad bancaria y los mercados financieros en una economía actúan como estímulos complementarios para su ulterior crecimiento. De hecho, los procesos de liberalización financiera suelen tener efectos positivos a largo plazo, pero a menudo engendran crisis financieras en el proceso de transición. Abundando en esta línea, Romain Rancière, Aaron Tornell y Frank Westermann (2008) encuentran evidencia de que los países más expuestos a crisis financieras tienden a crecer más, lo que sugiere la existencia de una relación de sustitución entre ritmo de crecimiento económico y estabilidad financiera.

del planeta se canalicen hacia los usos potencialmente más rentables, facilitando, así, la prosperidad y el bienestar económicos. Desde esta perspectiva, la situación observada en los mercados monetarios desde el comienzo de la crisis ocasionaba una grave distorsión que empujaba a una radical segmentación de los mercados financieros. Sin mercados interbancarios u otros mercados monetarios en donde financiarse en condiciones razonables, los bancos parecían abocados a prestar, *grosso modo*, los fondos que pudieran captar como depósitos.

Como ya se ha comentado, la situación incitaba a los bancos deficitarios a aumentar su agresividad en la captación de depósitos y, en la medida en que su necesidad neta de financiación de mercado no cambiara de signo, a desprenderse de activos liquidables o reducir su actividad crediticia respecto a los niveles anteriores a la crisis. No es claro que en las condiciones de mercado experimentadas durante la crisis hubiera bancos con holgura financiera suficiente como para reemplazar la actividad crediticia de los que se vieran forzados a mermar, especialmente en el corto plazo y en economías con sistemas bancarios que hubieran estado recibiendo, de forma estructural, financiación neta procedente de los mercados internacionales.¹⁸

Además, tanto los préstamos como los depósitos son, en gran medida, productos locales, pues frecuentemente se asocian a una variedad de elementos propios de la llamada “banca relacional” (la atención personal, el asesoramiento, la evaluación, el seguimiento y la vigilancia de los prestatarios, así como algunos servicios de pago) que tienen carácter local por su necesidad de cercanía y conocimiento del cliente. Por ello, forzar a los bancos a reestructurar sus bases de clientes como para no tener que prestar más de lo que, *grosso modo*, pudieran obtener en el propio mercado local de depósitos asegurados podía resultar terriblemente restrictivo.

La mala asignación de recursos generada por esta situación redundaba en perjuicio de la generalidad. Hacía previsible un endurecimiento de las restricciones crediticias sufridas por familias y empresas y, con ello, el aumento del riesgo de que la ya inevitable

¹⁸ Es importante tener en cuenta que no toda la caída que se observe en la actividad crediticia será achacable a este mecanismo. Por una parte, la demanda neta de financiación de familias y empresas tiende a debilitarse en las fases recesivas del ciclo económico, incluso si éstas no se acompañan de una crisis financiera como la actual. Además, en el caso concreto de esta crisis, en varios países la demanda de nuevo crédito hipotecario podría verse minorada por la corrección de los excesos (en precio y cantidad) que caracterizaron sus respectivos mercados inmobiliarios durante la fase expansiva precedente.

recesión se transformara en una depresión profunda y duradera. Para muchos bancos, además, el ajuste tendría un coste en términos de aumento del coste del pasivo, reducción de los beneficios derivados de la actividad crediticia, potencial realización de minusvalías en la venta de activos, empeoramiento de la solvencia y aumento tanto del previsible número quiebras bancarias como del coste de salvamento de los bancos afectados.

Los propios estados sufrirían con el mantenimiento de esta situación, ya que sus presupuestos y niveles de endeudamiento se verían expuestos al deterioro propio del agravamiento de la situación económica general (vía recaudación, seguros de desempleo y otros gastos sujetos a fluctuaciones cíclicas) y, especialmente, al aumento de los costes relacionados con el rescate de los bancos que fueran quebrando (que incluirían, cuando menos, la parte ineludible relacionada con los depósitos explícitamente asegurados). Por tanto, la iliquidez de los mercados monetarios y sus efectos sobre la banca y, a través de ella, la economía en su conjunto, generaba un círculo vicioso que, si no se lograba romper de manera efectiva, abocaba a la economía mundial a una recesión mucho más profunda de lo que justificarían las pérdidas y ajustes directamente relacionados con los diversos sectores inmobiliarios en crisis.¹⁹

4. Primeras respuestas de política económica

El diagnóstico de las secciones anteriores identifica varios círculos viciosos entrelazados que explican cómo el cambio de signo en la situación del mercado inmobiliario estadounidense se convirtió en un *shock* de alcance planetario. Diversos mecanismos hicieron que el sistema financiero propagara y amplificara una perturbación inicial de alcance relativamente limitado hasta situar a la economía mundial al borde de una recesión severa y persistente.

¹⁹ Este tipo de predicción difícilmente puede basarse en un análisis estadístico riguroso, pues no disponemos de modelos empíricos que permitan captar bien las implicaciones de fenómenos tan infrecuentes como una crisis financiera global. Sin embargo, tanto los indicadores subjetivos de confianza como los índices bursátiles han registrado durante esta crisis caídas propias de las peores recesiones de las que existen datos.

La gravedad de la situación fue advertida desde el principio por algunos analistas y por algunos responsables de la política económica. Se trató, en general, de aquellos con mayor conocimiento teórico o empírico de la dinámica habitual de las crisis financieras, con conocimiento directo de los mercados donde surgieron los primeros indicios de la crisis de liquidez o con mejor información formal o informal proveniente de las propias entidades financieras. Desde cada una de estas perspectivas era posible identificar aspectos que hacían esta crisis potencialmente más grave que otras anteriores: su dimensión global, la opacidad de las transacciones generadoras de pérdidas, la complejidad del entramado de interdependencias creado por la titulización, los elevadísimos niveles de apalancamiento presentes en todo el sistema, la falta de instrumentos para afrontar desde una óptica supranacional el rescate de entidades excesivamente grandes para el tamaño de su país de origen o con la mayor parte de sus negocios fuera de éste, etc.

La inminencia de algunos problemas, sobre todo los relacionados con la falta de liquidez, produjo actuaciones concertadas en determinados ámbitos desde el primer momento, sobre todo por parte de las autoridades monetarias de EEUU, la Unión Monetaria Europea, el Reino Unido y Japón, que en diversos momentos concretos anunciaron bien recortes de los tipos de interés de referencia de sus políticas monetarias, bien ampliaciones cuantitativas o cualitativas de sus mecanismos ordinarios o excepcionales de provisión de liquidez a bancos y otras instituciones financieras.

4.1 Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales

En el ámbito de las inyecciones de liquidez, los bancos centrales trataron de no distanciarse demasiado de los principios de la conocida doctrina de Walter Bagehot (1873) con respecto al “prestamista de última instancia”: prestar a tipos penalizadores a los bancos solventes, pero ilíquidos, que dispongan de suficientes activos para ofrecer como garantía.²⁰ Asimismo, trataron de evitar que sus intervenciones interfirieran con los objetivos de estabilidad de precios de sus políticas monetarias, punto especialmente relevante por coincidir la primera parte de la crisis financiera con una fase de encarecimiento inusitado del petróleo, determinados alimentos y otras materias primas.

²⁰ Xavier Vives (2008) ofrece una revisión de la doctrina de Bagehot en el contexto de la actual crisis financiera.

La labor tradicional del prestamista de última instancia consiste en prestar de manera puntual a entidades concretas sobre las que desconfían los restantes partícipes de los mercados interbancarios. Tras anteriores eventos de potencial relevancia sistémica (el *crash* de octubre de 1987, el 11 de septiembre de 2001, etc.), los bancos centrales ya habían ensayado versiones generalizadas de dicha labor, prestando simultáneamente a numerosas entidades del sistema en cantidades extraordinarias para mitigar los efectos de una súbita preferencia por la liquidez y evitar el desenvolvimiento de espirales bajistas similares a las que se daban en esta crisis. Sin embargo, dichas intervenciones sólo habían sido necesarias durante los días o semanas siguientes a los eventos que las suscitaron.

Por analogía, las primeras intervenciones del verano de 2007 se contemplaron como puntuales y de corta duración. Se combinaron con llamamientos genéricos a la transparencia y, más concretamente, al reconocimiento temprano de los quebrantos relacionados con la pérdida de valor de los instrumentos relacionados con hipotecas de alto riesgo originadas en EEUU. Se creyó que los déficits de recursos propios ocasionados por dichas pérdidas podrían restituirse de manera rápida desde las propias entidades afectadas, recortando dividendos u orquestando ampliaciones de capital voluntarias y que, con ello, los mercados monetarios pronto recuperarían la confianza y volverían a operar con normalidad. Sin duda, se contaba con la posibilidad de enfrentar un entorno macroeconómico más deprimido (por el final de la expansión inmobiliaria y por las pérdidas de riqueza de esta primera vuelta de tuerca de la crisis), así como problemas de solvencia en alguna entidad concreta, pero la inmensa mayoría de analistas y responsables de la política económica no creían que el periodo de excepcionalidad en los mercados monetarios fuera a ser tan largo ni que conduciría a tomar medidas de tanta envergadura como las adoptadas más de un año después.

Los hechos se encargaron de mostrar que esta crisis superaba a cualquiera de las anteriores, entre otros aspectos, por la dimensión cuantitativa, geográfica y temporal de las operaciones de provisión de liquidez acometidas por los bancos centrales. A través de una larga secuencia de innovaciones institucionales referidas al funcionamiento de sus ventanillas de descuento, a la puesta en marcha o modificación de los procedimientos de subasta de préstamos de corto y medio plazo, a la relajación de los criterios definitorios de los activos admisibles como garantía, a la ampliación de la

tipología de instituciones con acceso directo a la financiación ofrecida, etc., los bancos centrales asumieron *de facto* la función de reemplazar *sine die* a los mercados de capitales cuya operativa había sido perturbada o, en algún caso, eliminada por la crisis.

Los bancos centrales acertaron al diagnosticar la crisis de confianza que aquejaba a los mercados de capitales y al concluir que, a falta o a la espera de otros remedios, era necesario sustituir la función de dichos mercados mediante la provisión pública de liquidez. También lograron salvar la situación sin comprometer de manera evidente sus objetivos de control de la inflación, pese a que la situación de los mercados financieros implicaba distorsiones fuertes a los mecanismos ordinarios de transmisión de la política monetaria, al existir un gran número de bancos (sobre todo aquellos con necesidades netas de financiación de corto plazo) para los que el tipo de intervención o referencia de la política monetaria había dejado de ser la medida relevante del coste de oportunidad de sus fondos de corto plazo.²¹

4.2 La insuficiencia de las políticas adoptadas durante el primer año

Durante muchos meses, analistas independientes, bancos centrales y otros responsables de la política económica tendieron a infravalorar la gravedad de aspectos muy importantes de esta crisis, incluidas (i) las dificultades para que los problemas de fondo se solucionaran de manera espontánea, (ii) la importancia del estrangulamiento crediticio que, pese a las inyecciones de liquidez, se estaba fraguando y (iii) el riesgo de que el sistema financiero no pudiera sobrevivir a la crisis sin intervenciones adicionales. La infravaloración de estos aspectos encontró soporte directo o indirecto en cuatro factores: (i) la ausencia de señales de alerta claras en la batería de indicadores macroeconómicos al uso antes de la crisis, (ii) el temor a los costes reputacionales de reducir la disciplina de mercado y alimentar la lógica del “riesgo moral”, (iii) el temor a que determinadas medidas se interpretaran como signos de debilidad y alimentaran la desconfianza, y (iv) la presión de la opinión pública, generalmente reacia a medidas interpretables como de apoyo a la banca o “los banqueros”.

²¹ Ignorar que el coste marginal de la financiación de corto plazo de dichos bancos (y, a su través, de gran número de empresas y familias) podía ser de hecho superior en 100, 200 o 300 puntos básicos a los tipos de referencia (y a lo habitual en tiempos ordinarios) pudo haber dado a la política monetaria un sesgo deflacionista superior al planeado por los bancos centrales conforme a sus modelos cuantitativos de referencia.

La necesidad de medidas extraordinarias que restauraran la confianza en los mercados monetarios no fue percibida de forma mayoritaria hasta que hacia el final del verano de 2008 algunas realidades empezaron a resultar innegables: (i) la insuficiencia de los recursos propios adicionales obtenidos por la banca de manera voluntaria, (ii) las consecuencias macroeconómicas de la crisis y (iii) los costes asociados a la sucesión de bancos ya caídos, bien en forma de fondos públicos utilizados en su rescate (como en los casos de Fannie Mae y Freddie Mac), bien en forma de efectos de dominó y contagio provocados por su quiebra (como en el caso de Lehman Brothers).

Previamente se habían adoptado algunas medidas de política anticíclica convencional, incluyendo el ya mencionado sesgo expansionista de la política monetaria (salvo en la Unión Monetaria Europea, por el temor a la inflación) y el anuncio de reducciones puntuales o permanentes de la fiscalidad. En EEUU, se ensayaron además, desde una etapa temprana del proceso, medidas fiscales consistentes en ayudar a las familias más endeudadas a pagar o modificar sus hipotecas. El objetivo era evitar el embargo de viviendas, el impacto negativo de la morosidad sobre los bancos o fondos de titulización que poseyeran las correspondientes hipotecas y el impacto negativo sobre el propio mercado inmobiliario de una potencial venta masiva de las viviendas embargadas.

Aunque todas estas medidas tenían cierto sentido, está claro que resultaron insuficientes. Posiblemente, el estímulo de la demanda agregada era demasiado débil o traía demasiado desfase como para romper la lógica auto-destructiva de esa forma moderna de pánico bancario que ya se había desatado. Además, junto a la depresión de expectativas sobre la evolución general de la economía, el pánico estaba generando restricciones financieras más allá del propio sector financiero, entre familias, empresas y administraciones públicas. Estas restricciones podían hacer inviable, para los más restringidos, instrumentar la mayor demanda de gasto generada por los estímulos monetarios y fiscales, e invitaban, a los menos restringidos, a incrementar el ahorro por motivo de precaución.

El caso de las ayudas específicas al pago de hipotecas es distinto. Los apoyos consistentes en posponer parte de los pagos o renegociar los tipos de interés cargados pueden ser eficaces para evitar la mora de los deudores que, aun deseando preservar sus propiedades, tienen dificultades transitorias para hacer frente a sus cargas

financieras (por ejemplo, por causa del desempleo). En marcos legales como el estadounidense, donde la ejecución de las garantías hipotecarias liberan al deudor de sus obligaciones, ese mismo tipo de ayudas no sirven para evitar que, tras caídas suficientemente significativas y previsiblemente duraderas del valor de las propiedades hipotecadas, los propietarios más endeudados prefieran dejar de pagar sus hipotecas y perder la propiedad que asumir su “negative equity”. Una intervención eficaz en estos casos, requiere transferencias a fondo perdido que liberen al deudor de parte de la deuda devolviéndolo a una posición de “positive equity”. Seguramente, las ayudas específicas al pago de hipotecas que se pusieron en marcha en EEUU tras el inicio de la crisis no fueron de escala suficiente como para contrarrestar lo insostenible de muchos de los endeudamientos de partida y los efectos de las fortísimas caídas de precios de la vivienda que se estaban dando.²²

4.3 La gestación y limitaciones del Plan Paulson

Pese al optimismo mostrado por algunos responsables de política económica en EEUU, la situación al empezar el verano de 2008 seguía siendo preocupante. Se había sorteado el riesgo de aumentar la inflación y todavía se confiaba en que los recortes de los tipos de interés de referencia y los dispositivos existentes para la provisión de liquidez a la banca podrían ahuyentar a los fantasmas del estrangulamiento crediticio y la recesión. Sin embargo, no había signos evidentes de mejora ni en el mercado inmobiliario ni en los mercados monetarios. Es más, pese a los meses transcurridos desde los primeros llamamientos a la transparencia y la recapitalización de las entidades financieras, se estimaba que las cuentas de las entidades sólo habían reconocido explícitamente una pequeña fracción del conjunto de pérdidas relacionadas con la debacle de las hipotecas de alto riesgo y sus derivados y que las ampliaciones de capital efectuadas por el conjunto de la banca apenas superaban el importe de esas pérdidas reconocidas. Seguía existiendo, pues, un riesgo significativo de que entidades financieras todavía no claramente identificadas se declararan insolventes durante los meses subsiguientes.

²² Las ayudas contempladas en el Housing and Economic Recovery Act, de 30 de julio de 2008, bajo el programa de reconversión de hipotecas denominado “HOPE for Homeowners”, mezclaban elementos de los dos tipos de ayuda mencionados, haciendo explícito el objetivo de conseguir que nueva hipoteca implique “positive equity” y compromisos de pago periódicos asequibles para el deudor.

De hecho, los reguladores eran conscientes de la delicada situación de algunas entidades y por los mercados corrían apuestas sobre cuáles podrían ser las siguientes en revelar minusvalías que, quizá, les condujeran a la quiebra. Se cernía sobre el sistema, además, la amenaza genérica de los efectos de dominó, sobre todo si alguna de las entidades quebradas fuera de tamaño o relevancia sistémicas. En ese sentido, se barajaba desde hacía meses la necesidad de una intervención gubernamental que diera una salida a los problemas de solvencia de las grandes hipotecarias estadounidenses Fannie Mae y Freddie Mac. El precedente de intervenciones destinadas a evitar efectos sistémicos venía dado por casos tan sonados como el protagonizado en marzo de 2008 por Bear Stearns, que, tras haber recibido un préstamo extraordinario proveniente de JP Morgan Chase y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se había visto forzado, pocos días después, a aceptar su absorción por JP Morgan Chase como forma de evitar la quiebra.

El caso de Fannie Mae y Freddie Mac era especial por tratarse de entidades patrocinadas (y, en función de dicho estatus, avaladas y especialmente reguladas) por el gobierno de EEUU. Así, en la primera semana de septiembre de 2008 ambas entidades quedaron bajo control de su regulador, la Federal Housing Finance Agency, bajo la figura legal llamada “government conservatorship”.

Lejos de calmar a los mercados, los días siguientes a estos eventos se caracterizaron por una enorme volatilidad bursátil, fuertes movimientos a la baja en las cotizaciones bancarias, rumores sobre posibles quiebras e incremento de todos los *spreads* indicativos de la existencia de riesgo de crédito o primas de iliquidez. El 15 de septiembre, Lehman Brothers se declara en quiebra, mientras otro de los grandes bancos de inversión, Merrill Lynch, anuncia su absorción por parte de Bank of America.

La semana siguiente es frenética, parangón de la forma moderna de un pánico bancario global. La negativa de las autoridades de EEUU a absorber el coste presupuestario o reputacional de un potencial rescate de Lehman Brothers tiene consecuencias nefastas para la confianza de los inversores mundiales en el sistema financiero. Además de dispersar por el conjunto del sistema las pérdidas directas ligadas a la insolvencia de este gigante financiero y alimentar las espirales bajistas de las que ya se ha hablado previamente, la quiebra de Lehman Brothers despertó dudas sobre la validez de algunas de las garantías implícitas que, a pesar de la tormenta, habían seguido dándose como

existentes. Al querer desmentir el mito del “too big to fail” (las entidades que son demasiado grandes como para permitirse su quiebra), la gestión del caso Lehman por parte de las autoridades estadounidenses fue interpretada por muchos como la detección de un boquete en la maltrecha red de seguridad sobre la que, un año después de iniciada la crisis, seguían saltando, muchos metros por encima, algunos intrépidos equilibristas del sistema financiero internacional.

A la desesperada, tras días en los que se asiste a acontecimientos inéditos como el rescate de la aseguradora American International Group (AIG) por parte de la Reserva Federal, la introducción coordinada de limitaciones a las ventas en descubierto en una serie de mercados, o la conversión de Goldman Sachs y Morgan Stanley (los últimos bancos de inversión) en bancos comerciales, el Secretario del Tesoro de los EEUU, Henry Paulson, anuncia el Troubled Asset Relief Program (TARP). En su versión inicial, a falta de definir detalles que nunca llegaron a conocerse, el popularmente conocido como Plan Paulson se proponía destinar fondos públicos por importe de hasta 700.000 millones de dólares a la compra de activos ilíquidos, respaldados o relacionados con hipotecas, que se encontraran en manos de entidades financieras con operaciones en EEUU.

La idea del plan era proporcionar una vía para que el sistema financiero pudiera librarse de los llamados activos “tóxicos”. Según los más optimistas, la liquidez directamente proporcionada por las compras a los tenedores iniciales de dichos activos y la conversión del estado en el beneficiario o damnificado único de cualquier ulterior cambio de valor de los activos adquiridos supondría una reducción significativa de los problemas de falta de liquidez y confianza existentes en el sistema. Sin embargo, el plan era poco explícito con respecto al procedimiento de valoración de los activos adquiridos, aspecto que, presumiblemente, determinaría si los bancos querrían o no revelar y desprenderse de todas o parte de sus tenencias de activos “tóxicos”.

La opinión pública y una parte considerable de los representantes populares que tenían que pronunciarse sobre el plan estaban preocupados por su elevado coste presupuestario y presionaban para que se utilizasen procedimientos de subasta que minimizaran el precio a pagar por los activos adquiridos. Algunos mencionaban como objetivo de referencia los precios que se hubieran pagado en el mercado, en caso de que este siguiera funcionando, y, tratando con cierta ingenuidad los problemas de

información asimétrica de fondo, contemplaban el uso de subastas como una panacea para la recreación de ese mercado ideal inexistente.

En buena lógica, establecer precios demasiado bajos podría hacer que las ventas de activos procedieran tan sólo de los bancos que estuvieran verdaderamente desesperados por lograr liquidez, así como de aquellos que, a partir de su propia información privada, consideraran sus activos de un valor menor que los precios ofrecidos. Adicionalmente, pagar precios demasiado bajos a los bancos más desesperados por obtener liquidez podría equivaler a darles “pan para hoy y hambre para mañana”, pues las minusvalías materializadas en tales ventas tenderían a agravar sus problemas de solvencia. Por tanto, en su versión menos costosa, el Plan Paulson corría el riesgo de ser una solución poco eficaz y poco duradera.

En el otro extremo, se hallaba la posibilidad de pagar los activos tóxicos a precios deliberadamente altos. Si, por ejemplo, los precios se fijaban a niveles cercanos a los existentes antes de la crisis (es decir, iguales o ligeramente inferiores al precio al que originalmente fueron adquiridos), entonces se garantizaría la restitución de la mayor parte de las minusvalías asociadas con la tenencia de estos activos y, seguramente, las entidades estarían dispuestas a vender todo su *stock*, incluida la parte considerada más valiosa en función de la información privada disponible. Por tanto, bajo la formulación que podía constituir una solución eficaz y duradera, el Plan Paulson podría resultar muy caro, pues pasaba por transferir al tesoro estadounidense la práctica totalidad de las potenciales pérdidas a vencimiento del conjunto de la inversión inicial en activos tóxicos.²³

4.4 La respuesta europea

Desde el punto de vista de las políticas destinadas a evitar el colapso del sistema financiero, la situación sufrió un vuelco cuando los problemas de falta de liquidez y confianza se convirtieron en problemas palpables de supervivencia para algunos grupos

²³ La referencia a “pérdidas a vencimiento” no es baladí pues los problemas de liquidez podrían causar que, en mitad de la crisis, al no haber agentes con capacidad para eliminar ciertas oportunidades de arbitraje intertemporal, los precios de mercado de los activos tóxicos estuvieran por debajo del valor actual descontado de sus flujos de caja futuros. En tal caso, la inversión consistente en comprar esos activos a un precio próximo a su valoración inicial y mantenerlos en cartera hasta el vencimiento podría no ser tan ruinosa como lo sugerido por los precios vigentes en mitad de la crisis.

bancarios europeos que, al igual que había sucedido previamente con algunos bancos estadounidenses, vieron esfumarse gran parte de su capitalización bursátil en unos pocos días. Quizá por lo aprendido en la fase anterior de la crisis (especialmente con el caso Lehman) o por su mayor predisposición a intervenir en la economía, los gobiernos europeos reaccionaron a la extensión del pánico con mucha mayor determinación respecto a la necesidad de restaurar la confianza y evitar las quiebras de bancos que las autoridades de EEUU.

Como ya se ha descrito en el Recuadro 2, la primera semana de octubre de 2008 se saldó con un aumento generalizado (y parcialmente armonizado) de las coberturas de los seguros de depósitos minoristas en la Unión Europea. Algunos días antes, el 29 de septiembre, el gobierno de Irlanda había ido más lejos al ofrecer, por un plazo de dos años, garantías ilimitadas a la práctica totalidad del pasivo exigible de las principales entidades bancarias bajo su supervisión. Esta medida fue recibida con bastante suspicacia tanto por su unilateralidad y sus implicaciones de competencia “desleal” en el seno de la Unión Europea (en especial para con los bancos domiciliados en el Reino Unido) como por parecer adoptada “a la desesperada”, generando quizá más alarma que tranquilidad. Con todo, es posible que, junto al rápido deterioro de la situación de los primeros días de octubre, la solución irlandesa sirviera de impulso para la forma final del plan de rescate anunciado por el gobierno del Reino Unido el 8 de octubre, que, a su vez, sirvió de guía a los planes adoptados por EEUU y otros gobiernos europeos y no europeos en los días posteriores.

El plan británico reunía dos elementos fundamentales: (i) facilitar garantías o avales estatales de carácter temporal a las emisiones de deuda de los bancos con el fin de facilitar su financiación por dicha vía, y (ii) destinar fondos públicos a la recapitalización, tan agresiva fuera sea necesario, del sistema bancario, de manera que la confianza en su solvencia quedara restablecida sobre bases sólidas, más allá de las garantías públicas de carácter temporal.

A la fecha de cierre de este artículo, los acontecimientos se siguen encargando de recordar casi a diario que las diversas especificaciones nacionales de ambos ingredientes, no agota el panorama de medidas extraordinarias, planes de reactivación de la economía y reformas de la regulación financiera con los que combatir la crisis y sentar las bases para evitar crisis similares en el futuro. Utilizando un símil sanitario,

podría afirmarse que las medidas de los planes pergeñados a imitación del británico tienen la capacidad de estabilizar, pero no de curar, al paciente enfermo. Detienen un sangrado (la crisis de confianza) que amenazaba con matar al enfermo a corto plazo, pero no resuelven una enfermedad primaria (su excesivo, complejo y opaco grado de exposición a las pérdidas ocasionadas por la crisis inmobiliaria y la recesión), que es tratable a más largo plazo y todavía peligrosa.

5. Los planes de avales

5.1 Razón de ser

La primera propuesta publicada defendiendo la conveniencia de facilitar garantías o avales estatales de carácter temporal a las emisiones de deuda de los bancos se hizo en marzo de 2008 (Suárez, 2008), cuando en la prensa económica y en la discusión entre economistas predominaba la suspicacia hacia las cuantiosas intervenciones de provisión de liquidez de los bancos centrales. Se cuestionaban tanto aspectos de detalle como su presumible afecto de agravamiento de los problemas de riesgo moral, su escasa transparencia, su potencial coste presupuestario, los problemas relacionados con el reparto de dichos costes entre los países miembros de áreas monetarias integradas o en el caso de inyecciones en divisas provenientes de bancos centrales extranjeros, los problemas de coordinación con los supervisores bancarios (en caso de no estar dichas funciones a cargo del banco central), el tratamiento de las entidades con presencia significativa en varias áreas monetarias, las presiones políticas para el apoyo a entidades de determinados tipos o procedencias, y el potencial conflicto con los objetivos tradicionales o estatutarios de los bancos centrales en el terreno de la política monetaria.

La abundancia de las reticencias sugiere que numerosos observadores no eran enteramente conscientes de las consecuencias negativas de mantener cerrado el grifo de la financiación proveniente de los mercados monetarios. Mientras tanto, a juzgar por el pesimismo reinante entre los banqueros del momento, cabía sospechar, como los hechos confirmaron más tarde, que las mencionadas intervenciones no estaban siendo suficientes para restablecer la calma ni para evitar el deterioro paulatino de las cuentas de ciertos bancos y el estrangulamiento de la oferta de crédito agregada.

La idea central que subyacía en la propuesta de complementar o reemplazar parte de las operaciones de préstamo de carácter extraordinario de los bancos centrales mediante el otorgamiento temporal de garantías o avales estatales a las emisiones de deuda de los bancos era muy sencilla. Se basaba en el paralelismo existente entre ambos tipos de mecanismos y dos de las alternativas clásicas para la prevención de los pánicos bancarios: el compromiso de actuación del banco central como prestamista de última instancia y los seguros de depósitos, respectivamente. Existe un amplio consenso sobre la eficacia de los seguros de depósitos explícitos y de cobertura amplia a la hora de cortocircuitar la lógica que conduce a los depositantes a efectuar retiradas masivas de depósitos cuando se producen rumores sobre la solvencia de un banco aislado o una crisis de confianza sistémica. Los préstamos de última instancia, por su naturaleza típicamente discrecional, dejan a los depositantes expuestos a mayor incertidumbre y pueden ser menos eficaces para mantener la confianza.²⁴ Por otra parte, existen razones teóricas y hallazgos empíricos que apuntan a que la presencia estable de un seguro de depósitos explícito y generoso puede relajar la cautela de los depositantes, incentivarles a no hacer diferencias entre los diferentes perfiles de riesgo de los bancos existentes, y acabar dando excesiva capacidad de financiación a los bancos (o las estrategias de gestión) más imprudentes del sistema y agravando los potenciales problemas de riesgo moral.²⁵ De hecho, la tensión entre los costes de incentivar la adopción de riesgos excesivos y la efectividad en la prevención de pánicos explica que muchos países adoptaran sus primeros sistemas explícitos de garantía de depósitos en mitad de crisis bancarias (como en Estados Unidos, en 1934, o en España, en 1977). Esta tensión también justifica aspectos de diseño de los sistemas de garantía en tiempos ordinarios (como los límites de las coberturas o sus franquicias) y, sobre todo, la necesidad de someter a las entidades beneficiarias a un sistema riguroso de regulación y supervisión de carácter prudencial.²⁶

²⁴ Glenn Hoggarth, Jack Reidhill y Peter Sinclair (2005) repasan los argumentos teóricos y empíricos a favor y en contra de los diversos mecanismos de resolución de crisis bancarias y señalan la demostrada efectividad de las garantías genéricas aportadas a los depositantes durante las crisis sistémicas.

²⁵ La evidencia obtenida por Asli Demirgüç-Kunt y Enrica Detragiache (2002) sugiere que la presencia de sistemas explícitos de garantía de depósitos (especialmente, cuando tienen coberturas ilimitadas y financiación pública) aumenta la probabilidad de sufrir crisis bancarias.

²⁶ Gillian García (1999) pasa revista a las principales y mejores prácticas internacionales en el ámbito de los seguros de depósitos minoristas. Mathias Dewatripont y Jean Tirole (1994) exponen con claridad el argumento teórico con respecto a la complementariedad entre los seguros de depósitos y la supervisión prudencial.

La propuesta a favor del establecimiento temporal y extraordinario de un sistema de garantías sobre los pasivos bancarios parte de la observación poco controvertible de que la situación instalada en los mercados monetarios desde el verano de 2007 responde a la extensión entre los tenedores de deuda de corto plazo emitida por los bancos de una lógica de pánico similar a la protagonizada por los depositantes minoristas en ausencia de un seguro de depósitos. Se basa en estimar, además, que los términos de comparación entre las ventajas y costes de establecer dicho sistema se ven fuertemente alterados a favor del mismo cuando la medida tiene carácter temporal y se adopta una vez desatada una crisis de dimensiones sistémicas en la que los inversores no son capaces de discriminar a las entidades en función de sus perfiles de riesgo.

En una crisis como la actual, la solución de los problemas relativos a la refinanciación de los bancos tiene más valor que preservar la llamada disciplina de mercado—los incentivos a prudencia provenientes de que los inversores tiendan a exigir el pago de mayores diferenciales de tipos de interés o a restringir el crédito a las instituciones que consideran más arriesgadas. Es evidente que la disciplina de mercado sólo es un remedio efectivo contra la adopción excesiva de riesgos si existen transparencia y calma suficientes como para poder identificar con cierta precisión a las entidades que adoptan mayores riesgos. No funciona en absoluto cuando el pánico generalizado hace tratar a todas las entidades como si fueran muy arriesgadas y cuando los problemas de refinanciación vinculados a dicho tratamiento tienen el potencial de provocar que las profecías sobre su alto riesgo acaben cumpliéndose.

5.2 Diseño institucional

Poner fin a la lógica del pánico aconsejaba ofrecer una cobertura total e irrevocable a las emisiones u otras formas de endeudamiento (como los depósitos interbancarios) que fueran explícitamente avaladas por el asegurador, ya fuera de manera genérica, emisión por emisión o hasta ciertos límites máximos de emisión oportunamente fijados y anunciados.

Dado el propósito de reestablecer la confianza en medio de una crisis sistémica, deberían minimizarse las dudas sobre la solvencia del avalista y, por tanto, los avales deberían ser otorgados o plenamente respaldados por el erario público. Desde el punto

de vista institucional, la gestión de los planes de avales podría correr a cargo de los fondos de garantía de depósitos minoristas ya existentes (o de una entidad similar creada al efecto), pero en cualquier caso convendría que la institución gestora operara con cuentas separadas y se financiara parcialmente con las comisiones o primas oportunamente cargadas por los avales otorgados. Dichas primas, que podrían ser un porcentaje fijo de los importes nominales de las emisiones avaladas o mediante fórmulas que intenten aproximarse a las primas de aseguramiento que cargaría el mercado en condiciones de normalidad, deberían aspirar a cubrir en términos esperados los costes de funcionamiento y los posibles quebrantos ocasionados por la ejecución de algunos de los avales. En todo caso, para eliminar cualquier problema de confianza residual, la validez de los avales no debería condicionarse al tamaño (o no agotamiento) de los fondos creados con dichas primas. Es más, habría que establecer canales para que en caso de ejecución de los avales, el pago de las deudas avaladas se hiciera con toda prontitud, quizá con mediación del banco central como proveedor de anticipos al tesoro público y de las autoridades supervisoras como potenciales interventoras del banco que cometiera el fallido.

El otorgamiento de avales tendría que contemplarse como medida con explícita vocación de temporalidad, tanto por la ventana de tiempo en que las nuevas emisiones podrían beneficiarse de ellos como por la duración o caducidad de las garantías ofrecidas. Los avales deberían permitir que los mercados monetarios recuperaran su función primordial para con los bancos necesitados de financiación de corto y medio plazo (permitirles captar dichos fondos endeudándose directamente con los agentes con capacidad financiera a dichos plazos). Los bancos con posiciones deudoras (acreedoras) netas a dichos plazos podrían financiarse con (financiar a) otros bancos como en tiempos normales y, entretanto, se ganaría tiempo para que los propios bancos y sus supervisores arreglaran los problemas de fondo: revelaran las pérdidas existentes y recapitalizaran, fusionaran, intervinieran o liquidaran las entidades conforme fuera menester. Los avales deberían estar vigentes mientras lo estuviera la crisis de confianza y reemplazarse por la disciplina de mercado propia de los tiempos ordinarios tan pronto como se restableciera la calma.

Mientras las entidades puedan financiarse mediante deuda avalada por los estados, la única disciplina de mercado operativa será la asociada con el coste y la capacidad de acceso a las fuentes de financiación no aseguradas, esto es, acciones ordinarias,

acciones preferentes, deuda subordinada y demás elementos integrantes de los recursos propios, y eso en el caso en el que reforzamiento de los recursos propios no corra, también, a cargo de los estados, como de hecho ocurre bajo muchos de los planes de salvamento aprobados en octubre de 2008.²⁷

Con poca o nula disciplina de mercado, la siempre importante disciplina proveniente del supervisor se hace imprescindible. Así, la provisión de avales debería hacerse bajo un redoblado esfuerzo supervisor y condicionarse implícita o explícitamente a un comportamiento prudencialmente exquisito, que no deje margen verosímil a comportamientos de huída hacia delante (o, como se dice en inglés, de “gambling for resurrection”) que, a menudo, encuentran refugio en la posibilidad de endeudarse con el aval ajeno. Esto incluye vigilar con especial celo los crecimientos desmedidos y las prácticas de ocultación de pérdidas mediante la refinanciación de morosos potenciales o la compra a precios inflados de activos dudosos en manos de estos. Los otorgadores de avales tendrían que poder controlar su grado de exposición a las pérdidas que ocasionaría la insolvencia de uno o más de sus avalados introduciendo, por ejemplo, límites a los avales totales concedidos a cada entidad vinculados a alguna medida objetiva de solvencia (como su capital regulatorio) o de tamaño previo al otorgamiento de avales (como su volumen de préstamos o el importe de la financiación con vencimiento dentro de determinado plazo de tiempo).

Adicionalmente, podrían reservarse peticiones discrecionales relacionadas con el reforzamiento de los recursos propios por vía de ampliaciones de capital o recorte de dividendos, o la reducción de algunos de los riesgos asumidos mediante la venta de activos. En caso de no anunciarse con antelación la fecha de finalización del plan de avales (opción contraria a la elegida por la mayoría de los planes ahora vigentes), también podría ser necesario establecer fórmulas para el retorno a la situación ordinaria cuando la crisis de confianza se estime superada.

²⁷ Algunos de los planes de avales adoptados en Europa, entre ellos el español, no cubren los depósitos interbancarios. En esa situación, sin embargo, no cabe esperar que tales depósitos vayan a constituir una fuente relevante de financiación (salvo si tienen a un banco central como contrapartida), pues los bancos comerciales preferirán emitir y colocarse entre ellos instrumentos de deuda que cuenten con avales estatales.

A falta de instituciones supranacionales que pudieran asumir con la prontitud necesaria la responsabilidad de una gestión integrada de los planes de avales necesarios en el panorama bancario internacional, era razonable que su gestión, al menos en esta crisis, corriera mayoritariamente a cargo de los estados nacionales en los que estuvieran domiciliados los bancos receptores. Esta organización es consistente con el llamado “principio del país de origen”, utilizado desde hace años en el terreno de los seguros de depósitos minoristas y la supervisión bancaria en espacios económicos integrados como la Unión Europea. Con esta analogía, los planes de avales nacionales recaerían sobre los mismos bancos sobre los que los estados disponen de potestades reguladoras y supervisoras, así como compromisos presupuestarios potenciales en relación con los seguros de depósitos minoristas. Esta organización tiene la ventaja de minimizar varios de los posibles conflictos de interés en juego, centrando en los estados la responsabilidad final de avalar, supervisar y, en su caso, intervenir y pagar el coste de rescatar a las entidades bajo su jurisdicción.

Una desventaja de organizar los planes de avales país por país es que podría ser fuente de ventajas o desventajas competitivas desiguales en los mercados internacionales. Bancos que compiten entre sí en mercados de capitales muy globalizados podrían ser percibidos como mejores o peores, más allá de los propios méritos logrados en libre competencia, por el tamaño y la fiabilidad de las garantías (u otro tipo de ayudas) aportadas por los estados que los respaldan. Aunque distorsiones similares de la competencia ya estaban presentes antes de la crisis (por la heterogeneidad existente en las coberturas de los seguros de depósitos minoristas, en la calidad de los sistemas de supervisión bancaria y en las expectativas implícitas sobre un posible salvamento en caso de crisis),²⁸ la importancia de las intervenciones públicas orquestadas desde octubre de 2008 exige vigilar con celo las implicaciones competitivas e impulsar, en caso de necesidad, reformas coordinadas destinadas a armonizar algunas de las características de los planes de ayuda ahora en vigor. También convendría reflexionar sobre la posibilidad de que, en un futuro, este tipo de ayudas fueran canalizadas por instituciones de ámbito supranacional.

²⁸ Santiago Carbó-Valverde, Edward Kane y Francisco Rodríguez-Fernández (2008) ofrecen evidencia directa e indirecta de algunas de las distorsiones existentes en la Unión Europea antes de la crisis.

Un segundo aspecto problemático de los planes de avales organizados conforme al principio del país de origen tiene que ver con la existencia de países con bancos o sistemas bancarios que, por su fuerte operativa internacional, tienen un tamaño desmedido en relación a la economía del país. En casos extremos, como el de Islandia, el rescate del sistema bancario arrastraría al propio estado a la bancarrota. Sin ir tan lejos, los gobiernos enfrentados al salvamento de “megabancos” con acreedores mayoritariamente fuera de sus fronteras, podrían no estar dispuestos a asumir el coste de los avales o rescates potenciales, haciendo que tales bancos sean una fuente de desconfianza adicional. En esta crisis, problemas como los de Fortis o Dexia han inclinado a varios gobiernos a coordinarse mediante complejas negociaciones *ad hoc* iniciadas una vez desatados los problemas. Sería deseable disponer de acuerdos establecidos de antemano para la gestión (y reparto de los costes) de este tipo de casos y, de nuevo, reflexionar sobre la posibilidad de delegar la gestión de estos casos a instituciones de ámbito supranacional.

Incluso para los países con sistemas bancarios no sobredimensionados, la magnitud de las intervenciones acometidas puede elevar el rendimiento exigido por los inversores a las emisiones de deuda soberana. Desde la lectura más catastrofista esto reflejaría el riesgo de que los planes de salvamento desequilibren las cuentas públicas hasta el punto de poner en duda la solvencia del país. Es mucho más verosímil, sin embargo, que los efectos observados hasta el momento en este ámbito reflejen, salvo excepciones, problemas de liquidez transitorios relacionados con la asimilación de las muchas emisiones estatales o con avales estatales puestas en marcha en un corto lapso de tiempo.

5.3 Eficacia previsible y otros retos pendientes

Los planes de avales tienen el potencial de liberar a los bancos de las dificultades de financiación experimentadas a causa de la crisis de confianza en los mercados monetarios. También tienen el potencial de acercar el funcionamiento de tales mercados a la “normalidad”, tanto por volumen de transacciones como por el entramado de operaciones cruzadas entre bancos y otros agentes que operan en ellos. Por supuesto, los diferenciales de tipo de interés vigentes en ellos también se acercarán a la normalidad, pero en este caso como puro reflejo de estar dejando el riesgo de crédito asociado en manos de los avalistas.

El éxito de los planes en cuanto al acercamiento a la normalidad en los volúmenes y el entramado de operaciones que se observe en los mercados monetarios debe juzgarse teniendo varios aspectos: (i) la definición relevante de “normalidad” ha de condicionarse al estado general de la economía (obviamente, la normalidad en tiempos de recesión no es equivalente a la normalidad en tiempos de expansión), (ii) muchos bancos centrales mantienen en vigor procedimientos extraordinarios (como, en el caso del Banco Central Europeo, las subastas de financiación a tipo fijo o los menores diferenciales entre los tipos de préstamo y depósito aplicables a la banca) que proveen un sustitutivo cercano (y quizá dominante) a determinadas operaciones que normalmente se canalizaban en los mercados monetarios, y (iii) la capacidad de préstamo de los bancos, incluso con mercados monetarios normalizados, podría verse restringida por el capital del que esperen disponer para cumplir con la regulación de recursos propios.

Este último aspecto apunta a un problema complejo que conviene analizar aunque sea de manera esquemática. En el origen de la crisis se hallan pérdidas que generaron una primera ronda de déficits de solvencia en bancos concretos pero de identidad desconocida. Tras la grave y sostenida perturbación de los mercados financieros globales, ahora los déficits de solvencia pueden ser más generalizados y profundos. Además, la entrada en una recesión grave y previsiblemente prolongada hace augurar morosidad y pérdidas para la banca y, por tanto, escaso margen para la acumulación autónoma de recursos propios. Entretanto, la vía de las ampliaciones voluntarias de capital, siempre cara, resulta ahora prohibitiva tanto por razones informativas (el mercado percibe su anuncio como un síntoma de debilidad) como de incentivos (para un banco con problemas, el nuevo capital inyectado por los accionistas se convierte en gran medida en una transferencia de riqueza para los acreedores con deudas de mayor prioridad).²⁹

Se trata de una situación endiablada que combina la necesidad de reforzar los recursos propios de la banca (ya para restaurar la solvencia de algunos bancos, ya para permitir mantener el nivel de actividad crediticia de casi todos) con las dificultades para que ese refuerzo pueda acometerse sin actuaciones extraordinarias o traumáticas. Para

²⁹ Ese mecanismo explica el problema del endeudamiento excesivo que la literatura sobre financiación empresarial conoce como “debt overhang problem” desde su identificación por Stewart Myers (1977).

empresas no financieras e incluso para entidades financieras si los problemas se limitasen a un número pequeño de entidades bien identificadas, la solución de problemas similares podría pasar por lograr la reestructuración y aportaciones adicionales de recursos propios mediante la fusión con entidades más fuertes, cesiones por parte de los acreedores y la liquidación o venta a terceros de partes del negocio. Para los bancos inmersos en una crisis sistémica la solución suele acabar pasando por la recapitalización con fondos públicos.³⁰ El reconocimiento de esta realidad explica que el plan de rescate anunciado por el gobierno británico el 8 de octubre de 2008 y los adoptados por otros gobiernos en semanas posteriores tengan como segunda componente fundamental (y complementaria a los avales) el destino de fondos públicos al reforzamiento de los recursos propios de la banca.

La gestión de los planes de recapitalización (o su activación, si procede, en casos como el español, donde se contemplan como una medida para hacer frente a contingencias todavía no materializadas) será la piedra de toque de la crisis bancaria en los próximos meses. Deben identificarse y sanearse las pérdidas acumuladas. Debe conseguirse mantener o, en su caso, restaurar un nivel de capitalización adecuado en los bancos viables. Y deben detectarse los bancos inviables, procediendo si fuera necesario a su intervención, fusión o liquidación ordenada. Y durante el proceso, las autoridades responsables habrán de cuidar el buen uso de los fondos públicos, arbitrar entre las pérdidas o ganancias implícitas o explícitas adjudicadas a los diferentes agentes involucrados (acreedores, accionistas, administradores,...), evitar el excesivo intervencionismo en la gestión del negocio ordinario de los bancos y tomar en cuenta el valor ejemplarizante o reputacional de sus actuaciones con vistas a evitar que la adopción excesiva de riesgo vuelva a producir una nueva crisis en el futuro. Se tiene por delante, pues, un encaje de bolillos complejo donde los haya.

³⁰ Anil Kashyap, Raghuram Rajan y Jeremy Stein (2008) señalan las discrepancias entre las decisiones de ampliación de capital que resultarían óptimas desde las perspectivas del interés privado y del interés público, y defienden la necesidad de establecer mecanismos (no necesariamente financiados con fondos públicos) que garanticen una adecuada recapitalización de los bancos en caso de crisis.

6. Conclusiones

Este artículo ha pasado revista a los orígenes de la crisis financiera desatada en el verano de 2007 y a los círculos viciosos que condujeron al colapso de los mercados monetarios y al estrangulamiento crediticio de la economía. También se han repasado las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y las razones que hacen justificable que se adoptara el otorgamiento de avales públicos a las emisiones de deuda de los bancos como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

Dicha medida, componente fundamental de los planes de rescate adoptados tras las angustiosas semanas que siguieron a la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, es condición necesaria pero no suficiente para la resolución de la importante componente bancaria de esta crisis global. Se han proporcionado medios para la financiación de las entidades mediante instrumentos de deuda y se ha devuelto cierta calma a los mercados interbancarios, reduciendo la parte del estrangulamiento crediticio que podía venir por ahí. El principal reto para los meses venideros recae en el segundo bloque de los planes de rescate: el referido a los recursos propios. Deberán solucionarse los problemas de solvencia, si los hay, o de escasez de recursos propios de la banca, que seguramente los hay y hayan pasado a convertirse en los responsables principales de cualquier estrangulamiento crediticio adicional. En paralelo, es necesaria una redoblada labor de supervisión, que acelere el reconocimiento de las pérdidas acumuladas y facilite la detección de los bancos inviables, procediendo a su intervención, fusión o liquidación ordenada, según convenga tanto al interés inmediato del buen uso de los fondos públicos como al establecimiento de precedentes que no agraven los problemas de incentivos que pudieran conducir a la siguiente crisis bancaria.

Referencias

Akerlof, George (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.

Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, reeditado en 1999 por John Wiley & Sons, Inc.

Borio, Claudio (2003), "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", BIS Working Paper No. 128, febrero.

Brunnermeier, Markus (2008), "Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch", *Journal of Economic Perspectives*, de próxima aparición.

Brunnermeier, Markus, y Lasse Pedersen (2008), "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies*, de próxima aparición.

Carbó-Valverde, Santiago, Edward Kane y Francisco Rodríguez-Fernández (2008), "Evidence of Differences in the Effectiveness of Safety-Net Management in European Union Countries", *Journal of Financial Services Research*, 34, pp. 151–176.

Demirgüç-Kunt, Asli, y Enrica Detragiache (2002), "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation", *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 1373-1406.

Dewatripont, Mathias, y Jean Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.

Diamond, Douglas, y Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 91, pp. 401-419.

Diamond, Douglas, Anil Kashyap y Raghuram Rajan (2008), "What Next?", VOX, 9 de octubre. En <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2373>

Franke, Günter, y Jan Pieter Krahen (2008), "The Future of Securitization", CFS Working Paper, Francfort, octubre.

Freixas, Xavier, y Jean-Charles Rochet (2000), *Economía bancaria*, Antoni Bosch, editor, S.A., traducción de Esther Rabasco y Luis Toharia del original en inglés *The Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997.

García, Gillian (1999), "Deposit Insurance: A Survey of Actual and Best Practices", International Monetary Fund, Working Paper No. 99/54, abril.

Goldstein, Itay, y Ady Pauzner (2005), "Demand-Deposit Contracts and the Probability of Bank Runs", *Journal of Finance*, 60, pp. 1293-1327.

Hoggarth, Glenn, Jack Reidhill y Peter Sinclair (2004), "On the Resolution of Banking Crises: Theory and Evidence", Bank of England, Working Paper No. 229.

Kashyap, Anil, Raghuram Rajan y Jeremy Stein (2008), "Rethinking Capital Regulation", ponencia preparada para el simposio Maintating Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, 21-23 agosto.

Kotlikoff, Larry, y Perry Mehrling (2008), "Bagehot plus RFC: The Right Financial Fix", *Financial Times*, Economists' Forum, 25 de septiembre. En <http://blogs.ft.com/wolfforum/2008/09/bagehot-plus-rfc-the-right-financial-fix>.

Levine, Ross, y Sara Zervos (1998), "Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, pp. 537-558.

Myers, Stewart (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

Myers, Stewart, y Nicolas Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

Rancière, Romain, Aaron Tornell y Frank Westermann (2008), "Systemic Crises and Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 123, pp. 359-406.

Saurina, Jesús (2002), "Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública: El caso de la provisión estadística española", *Hacienda Pública Española*, 161(2), pp. 129-150.

Strauss-Kahn, Dominique (2008), "Wanted Urgently: A Comprehensive and Global Solution", *Financial Times*, Comment and Analysis, 8 de octubre. En <http://www.ft.com/cms/s/0/f8c6ccae-955a-11dd-aedd-000077b07658.html>

Suárez, Javier (2008), "The Need for an Emergency Bank Debt Insurance Mechanism", CEPR Policy Insight No. 19, Londres, marzo.

Vives, Xavier (2008), "Bagehot, Central Banking, and the Financial Crisis", VOX, 31 de marzo. En <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1015>

Recuadro 1
¿Qué es la liquidez?

Existen numerosas acepciones del término *liquidez* en contextos financieros. En este recuadro repasamos dos de especial utilidad para la descripción de esta crisis. En referencia a *mercados* o *activos* concretos, la liquidez mide la facilidad de hacer transacciones a los precios observados, esto es, sin que las nuevas órdenes de compra o venta se traduzcan en variaciones substanciales del precio conseguido—en inglés, la expresión acuñada para este concepto es *market liquidity*. En referencia a los *agentes* económicos, la liquidez es una medida de la capacidad de éstos para financiar desembolsos monetarios a corto plazo con cargo al valor actual neto de los rendimientos de sus activos corrientes y demás rentas futuras—en inglés, la expresión acuñada para este concepto es *funding liquidity*.

Obviamente, la liquidez de un agente depende no sólo de él mismo sino también de las condiciones de mercado en las que opera. Así, en situaciones extremas sin mercados de crédito en los que financiarse ni liquidez en los mercados en los que vender los activos no monetarios que se poseen, la liquidez de un agente se limitaría a sus tenencias de tesorería. Para un banco, dichas tenencias equivaldrían, en los casos más extremos, a las partidas de efectivo en caja y reservas en el banco central. Bajo condiciones menos estrictas, las tenencias de deuda pública (u otros activos fáciles de descontar en los mercados, en el banco central o en otros bancos) y los saldos disponibles en depósitos a la vista o de muy corto plazo colocados en otras entidades bancarias (típicamente fáciles de transformar en liquidez o capacidad de pago) podrían igualmente asimilarse a liquidez.

Como señalan, entre otros, Markus Brunnermeier y Lasse Pedersen (2008), en las espirales bajistas observadas en numerosos mercados durante la crisis, la reglas existentes de contabilidad, gestión de riesgos y demanda de garantías para cubrir posiciones abiertas tienden a producir reducciones concatenadas de la liquidez de los mercados y de los agentes que operan en ellos, generando una dinámica de reforzamiento mutuo que explica lo abrupto de las caídas en precios y volúmenes de negociación que (temporalmente) se generan.

Recuadro 2

Los seguros de depósitos minoristas durante la crisis

En el Reino Unido, antes de las retiradas de depósitos sufridas por Northern Rock en septiembre de 2007, el seguro de depósitos cubría la totalidad de las primeras 2.000 libras y el 90% de la cuantía restante hasta un máximo de 33.000 libras. Tras la experiencia de Northern Rock, se elevó la protección hasta el 100% de las primeras 35.000 libras.

En otros países no se sufrieron problemas tan visibles de retiradas de depósitos hasta un año después, cuando la sonada quiebra de Lehman Brothers, a pesar de ser un banco de inversión sin depósitos minoristas, generalizó el temor de que, en determinados rescates bancarios, las autoridades pudieran no garantizar todas las deudas. Para ser más exactos, en EEUU, el rescate de Indymac en junio de 2008 ya había supuesto pérdidas para algunos depositantes. El temor a algo parecido generó retiradas significativas de depósitos en los días previos al rescate de Washington Mutual, a finales de septiembre de 2008, si bien finalmente este caso se resolvió sin pérdidas para los depositantes. Para evitar la repetición de estos fenómenos, el 3 de octubre EEUU anunció que, hasta finales de 2009, se ampliaba el límite de cobertura del seguro de depósitos de 100.000 a 250.000 dólares por titular.

La aparición, también a finales de septiembre de 2008, de algunos problemas de solvencia en la Unión Europea (en concreto, el caso de Fortis en Bélgica) produjo signos evidentes de intranquilidad en muchos depositantes europeos cuyos saldos excedían las coberturas legalmente garantizadas. Salvo en contados países, las garantías vigentes en la Unión Europea eran iguales o sólo algo superiores al mínimo armonizado de 20.000 euros por titular. Después de medidas unilaterales por parte de Irlanda en los días previos, el 7 de octubre de 2008 las autoridades europeas anunciaron el aumento de la cobertura mínima armonizada hasta los 50.000 euros. En torno a esa fecha, varios países anunciaron el establecimiento de coberturas permanentes superiores (hasta 50.000 libras en el Reino Unido y hasta 100.000 euros en España). Otros, como Alemania, se inclinaron por hacer las coberturas temporalmente ilimitadas.