

Finanzas de astrónomos

El mercado financiero está viviendo la peor crisis de liquidez de la última década. Es el resultado de un cambio de ciclo. Se acabó la etapa del dinero barato. Se encarece el crédito y se ponen en cuestión los productos derivados de la expansión del crédito, en particular del mercado hipotecario.

Los bajos tipos de interés favorecieron la financiación empresarial y de las familias, incluido el crédito al consumo y el destinado a la adquisición de viviendas. La creciente competencia en el negocio crediticio contribuyó a descuidar las garantías. Lo cual no resulta extraño pues es habitual que en épocas de expansión prime el sentimiento optimista y se relajen las cautelas. Así de hipotecas a interés fijo a quince años cubiertas por los ingresos del cabeza de familia, se ha pasado a hipotecas a interés variable cuyo reembolso se prolonga más allá de la vida laboral del titular de la hipoteca.

Conocedores del creciente riesgo que asumían, los bancos han procurado desprenderse de este tipo de créditos hipotecarios. El principal mecanismo utilizado para sacar de balance estos créditos ha sido el de empaquetarlos para revenderlos entre los inversores. De este modo las hipotecas de alto riesgo han sido transmitidas por los bancos a entidades que, a modo de vehículo, han servido para su distribución entre el público, en un proceso que los técnicos denominan de "titulización hipotecaria". Para hacer atractivas estas inversiones, la distribución de este tipo de bonos hipotecarios se suele acompañar de buenas calificaciones de riesgos. A su vez, son las propias sociedades gestoras de los grupos bancarios quienes se ocupan de la distribución, añadiendo credibilidad a los nuevos productos. Aunque paralelamente surgen fondos de alto riesgo interesados en la distribución de estos productos. Sin bien estos hedge funds se desarrollan vinculados a la banca que financia su expansión. Se da la paradoja de que al utilizar los bonos hipotecarios como garantía de su apalancamiento, por esta vía retorna a la banca el

riesgo que había salido de balance mediante los procesos de titulización.

Pero con el cambio de ciclo y las recientes alzas de los tipos de interés se restringe el crédito poniendo en cuestión este modelo de economía financiera. Como origen de la crisis se ha citado el aumento de los incumplimientos en el reembolso de las hipotecas basura en Estados Unidos. Pero este hecho es únicamente el detonante de la crisis. Lo relevante está siendo la pérdida de confianza en los productos estructurados y las dificultades que encuentran los gestores para justificar su valoración inicial. Son productos opacos no cotizados que carecen de mecanismos objetivos para medir su valor. Precisamente la pérdida de confianza surge de la ignorancia del riesgo asumido con estas inversiones. Hay una frase que se repite estos días en los consejos de administración de las entidades de crédito: ¡Deme una estimación del riesgo que hemos asumido! Ni siquiera los supervisores financieros pueden estimar el alcance de la crisis. Se reclama desde el Banco de España, la CNMV y otros supervisores financieros que sean las propias entidades las que midan e informen al mercado de los riesgos asumidos. Pero no pueden valorar el riesgo asumido por la sencilla razón de que los productos hipotecarios comercializados son opacos y deliberadamente complejos. A su vez, las agencias de rating, guardianes del mercado encargados de velar por la correcta valoración de estos productos, repiten la estrategia seguida en el caso Parmalat y, sin referirse a las cuantiosas comisiones recibidas durante años, relativizan ahora el valor de sus previsiones.

Hay que destacar que aunque el diseño de los nuevos vehículos financieros vino del otro lado del Atlántico, han sido los europeos los más aficionados a su utilización. De ahí que haya sido el Banco Central Europeo quien en mayor medida ha participado en la concesión de ayudas para la socialización de las pérdidas.

De esta crisis podemos extraer una primera lección. Las finanzas de laboratorio, elaboradas por matemáticos y astrónomos, alejadas de las necesidades del mercado deben ser controladas por los supervisores financieros. La utilización de este tipo de productos estructurados debería ser primero probada en el círculo estricto de los profesionales antes de permitir su distribución entre el público. Su comercialización debería condicionarse a la previa transparencia, es decir, a que el inversor medio fuera capaz de entender

el riesgo asociado al producto. Para adoptar decisiones fundadas de inversión resulta necesario poder conocer el riesgo asociado al producto. En otro caso nos encontramos ante productos opacos, convenientemente adornados por las agencias de rating, que nunca debieron haber sido distribuidos entre el público.

Fernando Zunzunegui,
fernando@zunzunegui.net