

La crisis financiera: causas y soluciones

Miguel Martín Fernández
Presidente AEB

Audit Annual Update, KPMG
10 de julio de 2008



Asociación Española de Banca

Índice

1. Causas.
2. ¿Dónde estamos?
3. Soluciones.

1. La crisis financiera.

Causas

La crisis tiene sus raíces, en esencia, en la combinación de dos formas de llevar a cabo la actividad crediticia:

- La concesión de **hipotecas de baja calidad**, a prestatarios de escasa o nula solvencia, para su venta posterior.
- La utilización abusiva de la securitización para desarrollar el modelo de banca **Originar para Distribuir (OTD)**.

Ambas prácticas se combinaron en un entorno de exceso de liquidez, bajos tipos de interés reales, busca de mayor rentabilidad por parte de los inversores y regulación laxa, para originar la crisis actual.

1. La crisis financiera: Causas

Conocidas las raíces últimas de la crisis, pueden avanzarse varias aseveraciones iniciales:

- La crisis era **predecible** y, de hecho, fue anticipada, tanto por las Autoridades como por los propios bancos involucrados.
- Es perfectamente **típica** y hasta tradicional en sus fundamentos últimos.
- La crisis es **extraña y ajena al modelo bancario español** y a su forma de hacer negocio.

1. La crisis financiera: Causas

Predecible

A. Greenspan: “*Un accidente esperando a ocurrir*”.

BCE.- Había avisado de:

- La posibilidad de que la crisis del mercado hipotecario *subprime* americano se extendiera a otros mercados.
- De que la liquidez de los mercados financieros se secara abruptamente e hiciera vulnerable al sistema financiero.
- Peligro de una confianza excesiva en las valoraciones de las agencias.
- Etc...

FMI.- Había alertado sobre:

- Menor disciplina en la concesión de crédito.
- Excesiva acumulación de riesgo en el mercado de hipotecas USA.
- Reducción en los incentivos para evaluar acreditados y contrapartes.

“*Hay que seguir bailando mientras la música suene*”. Chuck Prince

1. La crisis financiera: Causas

Típica y tradicional

Como en todas las crisis bancarias se ha producido:

- Un **apalancamiento** excesivo (más riesgo con menos capital):
 - Caso extremo: 85 x 1
 - Caso “normal”: 35 x 1
- Intenso **descuadre de vencimientos** (multiplicación de plazos):
 - Activos a largo plazo, ilíquidos y difíciles de valorar se financiaban en los mercados monetarios a muy corto plazo.
- Falta de transparencia (información asimétrica):
 - En los instrumentos financieros que incorporaban los riesgos de crédito.
 - En las entidades que originaban, distribuían o invertían en los instrumentos financieros.
 - En las agencias de rating que valoraban los instrumentos financieros.
- Salida de Balance de los riesgos para evitar tener que aportar capital.

1. La crisis financiera: Causas

El Modelo “Originar para distribuir” (OTD)

- Inicialmente la titulización de los créditos bancarios pretendía:
 - Mejorar la gestión del **riesgo de liquidez** de los bancos permitiéndoles movilizar sus créditos.
 - Mejorar la gestión del **riesgo de crédito** permitiendo transferir el mismo fuera del sistema bancario.

- El uso **abusivo** del modelo de OTD ha terminado:
 - Destruyendo la liquidez y cerrando los mercados monetarios.
 - Obligando al sistema bancario a reabsorber los riesgos presuntamente cedidos.

1. La crisis financiera: Causas

El Modelo “Originar para distribuir” (OTD)

1. Los riesgos de crédito (hipotecas) se titulizan en títulos de complejidad creciente (ABS, CDOs y CDOs al cuadrado).

- Los riesgos, incluidos en un mismo título, pueden tener calidad y características heterogéneas.
- Los CDOs se estructuran en tramos de diferente riesgo y rating.
- Los CDOs pueden crearse ad-hoc para un cliente.
- Los CDOs no se negocian en mercados organizados ni regulados.
- Los CDOs se valoran en función de modelos matemáticos basados en correlaciones de riesgo históricas.

2. Los títulos y CDOs se colocan (venden) en vehículos especiales (SPV) creados al efecto (conduits y SIVs).

Los SPV:

- Adquieren los CDOs emitiendo papel comercial a corto plazo a colocar en los inversores finales.
- Generan la multiplicación de los plazos de vencimiento.
- Transforman activos ilíquidos y opacos en títulos a muy corto plazo y líquidos.
- Instrumentan la multiplicación del apalancamiento (operan sin capital).

1. La crisis financiera: Causas

El Modelo “Originar para distribuir” (OTD)

La valoración de las **Agencias de *Rating*** es esencial para la creación de los CDOs y del papel comercial que financia los SPV.

Adicionalmente, para conseguir mejorar el rating se recurre a las Aseguradoras de Riesgo (***Monoline***).

Los SPV son de distintas clases:

- Creados o no por entidades de crédito.
- Con líneas de liquidez con bancos o sin ellas.
- Etc...

3. Finalmente tanto los créditos vendidos a los SPV, como los propios SPV, DESAPARECEN de los balances bancarios...

... y se GENERA ...

1. La crisis financiera: Causas

y se genera... el Sistema Bancario en la Sombra (SBS)

Paul Tucker, del Banco de Inglaterra: “*Vehicular finance*”.

El SBS:

- No está regulado.
- No está supervisado:
 - En consecuencia, no precisa cumplir requisitos de:
 - Capital.
 - Liquidez.
- Es muy rentable:
 - Para el SPV.
 - Para la entidad que los crea y que presta sus servicios a los SPV.

Se estima que LA MITAD del crédito en USA se instrumentaba a través del SBS.

Estamos, según Paul Tucker, en la edad de la “*vehicular finance*”.

1. La crisis financiera: Causas

Conclusiones

NO es crisis de **LIQUIDEZ**:

- Existe liquidez en abundancia y los Bancos Centrales la suministran con agilidad creciente.

Es una crisis de **CONFIANZA**:

- Desconfianza en la calidad de los **activos subyacentes** en las CDOs y en la valoración de aquéllos y éstos.
- Desconfianza en las **valoraciones** de las agencias de rating.
- Desconfianza en las **entidades creadoras de SPV** y sus potenciales compromisos con ellos.
- Desconfianza en las **entidades que invirtieron en CDOs**, o los colocaron a sus clientes.

La **DESCONFIANZA** de los inversores primarios han cerrado los **mercados de crédito**.

La **DESCONFIANZA** de las entidades de crédito, entre sí, ha paralizado el **mercado interbancario**.

1. La crisis financiera: Causas

Conclusiones (cont.)

En consecuencia, es una crisis de FALTA DE TRANSPARENCIA y AUSENCIA DE INFORMACIÓN.

Es la DESCONFIANZA la que hace que los inversores:

- Retiren la LIQUIDEZ.
- Fuercen a las entidades a vender sus activos.
- Estas tengan que incurrir en pérdidas, y
- Los bancos vean reducirse su CAPITAL y SOLVENCIA.

1. La crisis financiera: Causas

¿Dónde ha ido a parar la liquidez?

Los bancos la acaparan para sí mismos:

- Para hacer frente a sus compromisos con sus SPV, Hedge Funds, créditos originados que no han podido titulizar ni colocar (LBO, etc...).
- Para poder atender a su actividad normal mientras los mercados continúen cerrados.
- Porque desconfían de sus contrapartes.
- Porque lo utilizan como arma de competencia contra sus rivales.

En definitiva: la liquidez se acapara para poder financiar el Sistema Bancario en la Sombra, una vez que los inversores finales han dejado de hacerlo.

1. La crisis financiera: Causas

Liquidez y solvencia

- El valor de un instrumento financiero puede calcularse:
 - Descontando los flujos de caja esperados (**valor económico**), o
 - Por el precio al que se negocia en el mercado (**valor contable a *fair value***).
- En tiempos normales ambos valores coinciden.
- En tiempos de crisis, al desaparecer la liquidez de los mercados, el precio de mercado puede ser poco significativo.
- La valoración a precio de mercado de los activos genera, en tiempos de crisis, **PÉRDIDAS** que reducen la **SOLVENCIA** de las entidades.
- Las entidades reguladas tienen que acompañar el volumen de su activo al capital disponible. Si éste disminuye deben contraer el activo, es decir, el crédito (***credit crunch***).

1. La crisis financiera: Causas

El impacto de los bancos

Los bancos que han usado el modelo OTD se enfrentan:

- Con las necesidades de **liquidez** derivadas de:
 - Atender sus compromisos con sus SPV o incluso absorberlos en sus balances propios.
- Con las necesidades de **capital** derivadas de:
 - Hacer frente a la fuerte depreciación (PÉRDIDAS) de los ABS y CDOs que poseían o han tenido que recuperar.
 - Hacer frente a la futura depreciación de dichos instrumentos si la falencia de las hipotecas (USA) continúa aumentando como parece.
 - Satisfacer los requerimientos de capital de los ABS y CDOs que incorporen a sus balances.
- Riesgo de modelo de negocio (OTD): particularmente los *Investment Banks* o los bancos que se especializaron en dicho modelo.

1. La crisis financiera: Causas

¿Cuándo terminará la crisis?

Cuando cese la DESCONFIANZA de los inversores.

Es decir:

- Cuando los precios de los activos (hipotecas subprime y las viviendas hipotecadas y los CDOs que los usan como subyacente) alcancen su **nuevo valor de equilibrio** (*clearing prices*).
- Cuando las entidades hayan contabilizado a dichos precios los activos que posean, los incluyan en su balance y asuman las pérdidas correspondientes.

En otras palabras:

cuando absorban el Sistema Bancario en la Sombra y las entidades se RECAPITALICEN

Paul Tucker: “*Cuando la música se para, el proceso se invierte*”.

1. La crisis financiera: Causas

¿Cuándo terminará la crisis?

El proceso será lento, porque:

- El precio de los activos dependerá de la desaceleración de la economía real en USA y ésta, a su vez, de la resolución de la crisis financiera.
- Las hipotecas subprime tenían períodos iniciales de bajo interés de hasta 3 años.
- Los criterios de valoración utilizados por los bancos no son, probablemente, uniformes.
- Pueden verse afectados otros entes y mercados no regulados y/o muy apalancados:
 - Hedge Funds, Private Equity Funds y, sobre todo, el mercado de CDS.

2. ¿Dónde estamos?

- **FMI** (comienzos de abril 2008):
 - El período de prueba del sistema financiero europeo no ha terminado.
 - Preocupación por el impacto de la crisis en la economía real.
 - Existe una clara posibilidad de que un empeoramiento del *credit crunch* amplifique la desaceleración.
- **BoE (FSR)** (finales de abril 2008):
 - Lo más probable es que las condiciones de los mercados mejoren en el futuro... aunque persiste la posibilidad de que la situación empeore.
- **Henry Paulson** (8 de mayo 2008):
 - Estamos más cerca del final que del principio... aunque puede haber todavía sorpresas desagradables.
- **Ben S. Bernanke** (13 de mayo 2008):
 - Las turbulencias se están apaciguando pero la situación aún dista mucho de ser normal.

2. ¿Dónde estamos?

- OCDE – Economic Outlook. Junio 2008:
Ha aumentado la probabilidad de que la tormenta haya pasado su máximo...
pero la conclusión no es ni mucho menos evidente.
- BCE -FRS. Junio 2008:
La perspectiva de la estabilidad financiera es muy incierta...
lo probable es que el proceso de ajuste sea largo (a medida que los bancos refuerzan su liquidez y capital).

2. ¿Dónde estamos?

En cualquier caso, las Autoridades y las Entidades Financieras:

- Reconocen la gravedad de la crisis: no es sólo una mera turbulencia.
- Reconocen el daño causado por la crisis en:
 - La economía real:
 - Recesión en USA.
 - Desaceleración en Europa: $\frac{3}{4}$ pp del PIB en 2008 y en 2009.
 - 25% probabilidad de recesión global.
 - Pérdidas de las entidades financieras: \$945bn (unos \$500bn en bancos).
- Se analizan y denuncian las causas de la crisis.

2. ¿Dónde estamos?

- Se reconocen errores:
 - De las entidades de crédito y su gestión del riesgo.
 - De las autoridades monetarias, reguladoras y supervisoras.
- Se adoptan medidas de intensidad creciente por las autoridades y las entidades financieras.
- Se elabora y acuerda globalmente un paquete sistemático y comprensivo de medidas.

En definitiva:

El final de la crisis está más cerca

2. ¿Dónde estamos?

El Final de la Crisis está más cerca

Existen signos positivos de una mejora relativa en la normalización de los mercados:

- Cierta apertura del mercado de cédulas hipotecarias, cerrado desde noviembre de 2007.
- Reducción de algunos índices de crédito (iTraxx) respecto a los máximos de marzo de 2008.

Debido fundamentalmente a:

- El apoyo claro e inequívoco de los bancos centrales (FED, BoE, ECB)
- La mayor transparencia de las entidades financieras respecto a su exposición al riesgo. Reconocimiento de pérdidas.
- Las medidas de recapitalización de las entidades bancarias afectadas.

Conclusión:

Los mercados parecen descartar una crisis sistémica del sistema financiero y centran su atención en la desaceleración de la economía real.

2. ¿Dónde estamos?

Un futuro incierto

Dos posibles escenarios (BoE):

- Más probable:
 - Círculo virtuoso:
 - La incertidumbre disminuye y la liquidez mejora
 - La fuerte corrección de los precios de los activos con buenos fundamentos comienza a revertir.
 - La confianza de los inversores mejora y éstos vuelven al mercado.
 - Las pérdidas contables derivadas del *mark-to-market* descienden y permiten recuperar provisiones.
- Menos probable, pero posible:
 - Círculo vicioso:
 - La prima de riesgo no mejora.
 - Los inversores no retornan al mercado.
 - La liquidez deprime aún más los precios de los activos.
 - Las entidades bancarias sufren más pérdidas, intensifican la reducción de la oferta de crédito, agravando la desaceleración económica (desacelerador financiero).

3. Soluciones

1. Apagar el fuego.
2. Evitar la aparición de nuevos fuegos.

❑ A corto plazo (Apagar el fuego):

Prioridad: Reducir la duración de la crisis y su intensidad.

(GFSR. Abril 08)

- Reducir la incertidumbre.
- Aumentar la confianza en el sistema financiero.

Para ello:

- Las autoridades deben facilitar la liquidez de los activos bancarios y el restablecimiento de los mercados.
- Las entidades financieras:
 - Mejorar la transparencia.
 - Asumir las pérdidas.
 - Recapitalizarse.

3. Soluciones

- ❑ A medio plazo (Evitar la aparición de nuevos fuegos):

Atacar las CAUSAS de la crisis:

I. Identificación de las causas:

a) Genéricas:

a.1. Hipotecas *subprime* USA.

a.2. ABUSO del modelo bancario OTD:

- De la Titulización.
- De los SPV.
- De esconder los riesgos fuera de balance.
(SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA)

a.3. Política monetaria laxa:

- Gran liquidez.
- Bajos tipos de interés reales.

3. Soluciones

I. Identificación de las causas:

b) Específicas:

b.1. Exceso de riesgo:

- Por apalancamiento excesivo (Falta de CAPITAL).
- Por descuadre excesivo de vencimientos y multiplicación de plazos (Falta de LIQUIDEZ).
- Errores en la gestión del riesgo.

b.2. Falta de Transparencia (para ocultar el b.1.):

- En los instrumentos financieros (CDO).
- En las entidades.
- En los SPV.
- En las Agencias de Rating.

b.3. Regulación y supervisión laxas (que permiten el b.1. y el b.2.).

3. Soluciones

II. Combatir las CAUSAS de la crisis:

a) Política monetaria:

- Atención al precio de los activos, en especial de la vivienda (acelerador / desacelerador financiero).
- *Leaning against the wind* (contrarrestar la fuerza del viento).

b) Regulación y supervisión:

- Recomendaciones del FMI, FSF y BCBS.

3. Soluciones

Recomendaciones de los organismos internacionales FMI, FSF, BCBS

1. Fortalecer la supervisión y regulación:
 - del capital.
 - de la liquidez.
 - de la gestión del riesgo.
2. Aumentar la transparencia y mejorar las prácticas de valoración.
3. Revisar el funcionamiento de las Agencias de Rating y mejorar sus calificaciones crediticias.
4. Mejorar el funcionamiento de las autoridades supervisoras, reguladoras y financieras.
5. Mejorar los mecanismos de gestión de las crisis financieras.

3. Soluciones

Recomendaciones de los organismos internacionales FMI, FSF, BCBS



3. Soluciones

Fortalecer la supervisión y regulación del capital, de la liquidez y de la gestión del riesgo

I. Fortalecer Basilea II:

- Mayores requerimientos de capital para:
 - Actividades fuera de balance.
 - Productos estructurados (p.e. CDO de ABS).
 - Liquidez comprometida con SPV fuera de balance.
 - *Trading book*.
- Mejorar la gestión del riesgo de liquidez y su supervisión.
- Gestión y supervisión global de los riesgos bancarios incluyendo:
 - Riesgos fuera de balance.
 - Actividades de titulización.
 - Riesgos con contrapartes apalancadas.

II. Fortalecer los sistemas de compensación y liquidación de Derivados OTC.

3. Soluciones

Aumentar la transparencia y mejorar las normas de valoración

- Mejorar la información sobre:
 - Exposición a los riesgos.
 - Valoración.
 - Actividades fuera de balance.
- Mejorar las normas de valoración.
- Mejorar la información sobre los procesos de titulización en cada una de sus fases.

3. Soluciones

Revisar el funcionamiento de las Agencias de Rating y mejorar las calificaciones de crédito

- Revisión de los códigos de conducta de las agencias de calificación (conflicto de intereses, ...).
- Diferenciar las calificaciones para productos estructurados de las utilizadas para deuda corporativa.
- Las calificaciones crediticias no deben sustituir el adecuado análisis y gestión del riesgo por parte de los inversores.

3. Soluciones

Mejorar los mecanismos de gestión de las crisis financieras

- Pasar eficazmente del análisis de los riesgos a la acción supervisora:
 - Aumentar la capacidad de anticipación para mitigar los riesgos y de reacción para combatirlos.
- Mejorar la cooperación e intercambio de información entre las autoridades:
 - A nivel nacional e internacional.
 - Colegios internacionales de supervisores.
 - Cooperación entre supervisores y bancos centrales.
 - Fortalecer el funcionamiento de los organismos internacionales (IMF, FSF).

3. Soluciones

Mejorar los mecanismos de gestión de las crisis financieras

- Bancos centrales:
 - Mayor flexibilidad en sus operaciones en cuanto a frecuencia, plazo, garantías y contrapartes.
 - Revisión de sus objetivos operacionales y sus instrumentos.
- Supervisores:
 - Avanzar en los sistemas de resolución de crisis en entidades internacionales.
 - Establecimiento antes de finales de 2008 de un grupo reducido de supervisores y bancos centrales responsabilizado del seguimiento de las entidades financieras con mayor presencia internacional.
- Fondos de garantía de depósitos:
 - Acuerdo internacional de principios.

Muchas gracias
por su atención