

Sobre música, riscos i palanquejament 10 anys després de Lehman

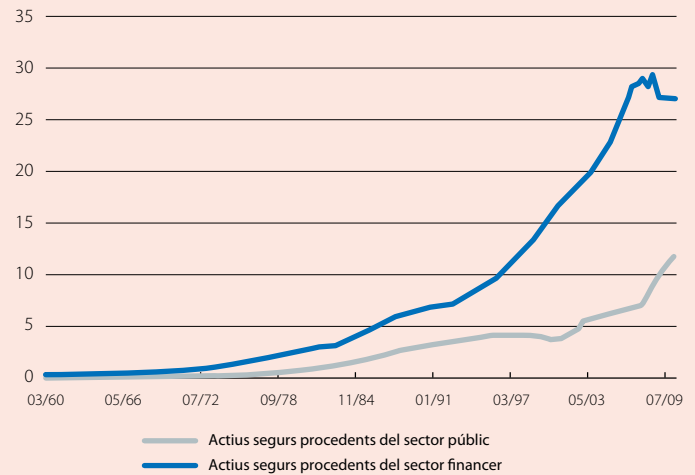
Fa 10 anys, el 15 de setembre del 2008, la fallida de Lehman Brothers va sumir el món en la pitjor crisi financera des de la Gran Depressió dels anys trenta. Si el seu origen se centrava en un mercat relativament petit (les hipoteques *subprime* dels EUA), com s'explica la seva explosió? Sabem¹ que la crisi financera va ser precedida per un llarg període de desequilibris globals, de condicions financeres laxes i d'una regulació financera inadequada. A tot plegat s'hi van afegir una presa de riscos excessiva i l'auge de l'endeutament per cristal·litzar en una crisi financera. Vegem quin paper van jugar aquests dos factors i quines seqüeles arrossegueu encara.

Com l'avversió al risc va engendrar una major presa de riscos

Per començar, cal remuntar-se a les crisis asiàtiques de les acaballes del segle XX i al *crash* borsari del 2001, que van desencadenar un augment de l'avversió al risc i un major desig, a nivell global, de posseir actius segurs. Aquesta demanda, inicialment insatisfeta per l'oferta existent, va incentivar el sistema financer de les economies avançades (amb els EUA al capdavant) a crear actius segurs mitjançant l'anomenat procés de titulització. Per exemple, al mercat hipotecari, aquest procés consistia a empaquetar crèdits hipotecaris en un nou títol, anomenat MBS,² que donava dret a rebre regularment els pagaments de les hipoteques que conformen l'MBS. Els MBS agrupaven un nombre molt elevat d'hipoteques, i, per aquest motiu, es considerava molt improbable que totes aquestes hipoteques deixessin de pagar-se alhora. Així, aquest flux es considerava «segur» i es podia titulitzar en un actiu que també seria segur. En efecte, el sector financer dels EUA va produir una gran oferta d'actius aparentment segurs per satisfer la demanda (vegeu el primer gràfic). De fet, l'atractiu va ser tan gran que la pràctica es va estendre ràpidament, fins al punt que les institucions financeres compraven i venien aquests actius entre elles i els guardaven en balanç. Malgrat tot, això va generar fortes interconnexions en el sistema financer: era la llavor que transmetria els problemes del mercat de les hipoteques a tot el sistema financer internacional.

EUA: oferta d'actius segurs *

(Bilions de dòlars)

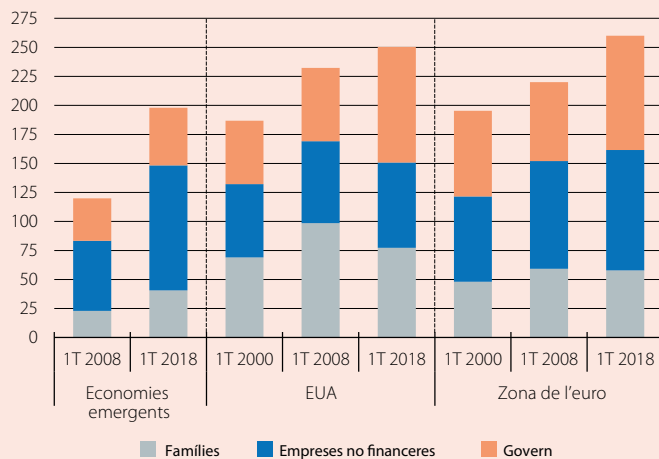


Nota: * Conformen l'univers d'actius segurs, en la seva majoria, títols de deute d'emissors de contrastada solvència i d'estabilitat institucional.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Gorton et al. (2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.

Crèdit total al sector no financer

(% del PIB)



Nota: El Banc de Pagaments Internacionals no proporciona dades sectorials per al conjunt d'economies emergents abans del 2008.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.

Implosió

Més enllà de les interconnexions, la percepció de «seguretat» d'aquests actius tenia una fallada inherent: infraestimava la probabilitat d'augment generalitzat dels impagaments d'hipoteques. Al voltant de l'inici del segle XXI, amb tipus d'interès baixos i amb una activitat econòmica dinàmica, era ben humà pensar que el futur no seria gaire diferent, que el cost del crèdit es mantindria baix i que les taxes d'impagament serien mínimes. No obstant això, en sembrar alguns núvols sobre aquest sentiment optimista, l'augment dels impagaments d'hipoteques va fer que els inversors es preguntessin sobre la seguretat real d'aquests actius. És més, en prendre consciència que moltes de les institucions financeres tenien en balanç aquests actius, que ara havien passat a ser percebuts com menys valuosos, van qüestionar-ne la solvència. Finalment, l'opacitat i la complexitat del producte (un MBS podia contenir milers i milers d'hipoteques) van intensificar la desconfiança, davant la qual es va evaporar la concessió de préstecs entre institucions i, en definitiva, la liquiditat.

1. Vegeu els altres tres articles d'aquest mateix Dossier per a una anàlisi en profunditat de cada factor.
2. Les sigles corresponen, en anglès, a *mortgage-backed security*, és a dir, títol recolzat per crèdit hipotecari.

No només això, sinó que els dubtes sobre la solvència es van intensificar per l'altre protagonista d'aquest article: l'anomenat palanquejament. I és que les institucions financeres havien finançat l'expansió dels balanços (que acumulaven titulitzacions) amb un augment del palanquejament, és a dir, a través del deute (en lloc d'utilitzar el capital propi). D'una banda, això era afavorit per una mala regulació, atès que la titulització permetia reduir els requisits de capital exigits. De l'altra, l'excés d'optimisme va retroalimentar el palanquejament i va crear un cercle aparentment virtuós: l'expectativa de revaloració dels actius incrementava el valor del col·lateral, permetia prendre més risc i el nivell de deute contret augmentava, la qual cosa encara revalorava més els actius. De fet, fins i tot sabent que l'optimisme era excessiu, els agents volien continuar apostant: l'optimisme de la resta de l'economia continuava incrementant el valor dels actius i retroalimentava el cercle. En paraules de Charles Prince, llavors un dels màxims dirigents de Citigroup, «mentre soni la música, has d'aixecar-te i ballar». No obstant això, quan va parar la música, el cercle virtuós es va convertir en viciós: tenir un palanquejament elevat significava disposar de relativament poc capital per absorbir les pèrdues, la qual cosa qüestionava la solvència de les institucions i n'enduria l'accés al finançament. Això les forçava a vendre actius i deprimia els preus, de manera que la pèrdua consegüent de valor tornava a qüestionar-ne la solvència i, de nou, retroalimentava el cercle.

D'aquesta manera, les fortes interconnexions generades pel procés de titulització i per l'elevat palanquejament van actuar com a corretja de transmissió perquè l'augment dels impagaments de les hipoteques *subprime* el 2007 es filtrés a gran part del sistema financer internacional i l'apropés al col·lapse.

Riscos i deute 10 anys més tard

Avui dia encara arrosseguem seqüeles d'aquella crisi, tant en termes de palanquejament com de presa de riscos. D'una banda, a les economies avançades, el sector financer s'ha despalanquejat de forma significativa, però això ha estat compensat per un augment de l'endeutament del sector públic. A més a més, el deute de les famílies i de les empreses no financeres continua sent elevat, i, a les economies emergents, s'ha produït un fort creixement del deute, en especial entre les empreses no financeres a la Xina (el sistema financer de la qual exhibeix interconnexions fortes i opaques).³

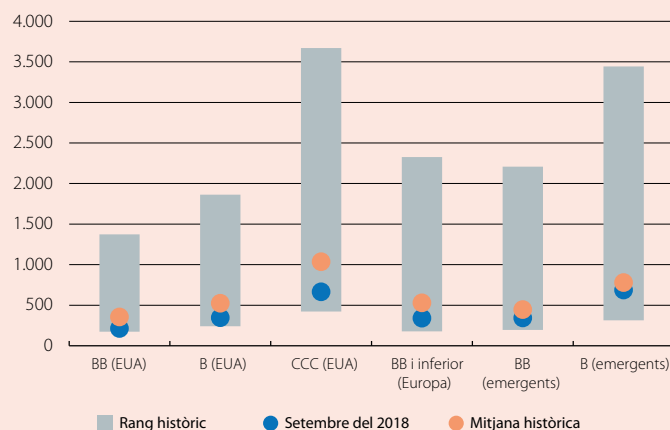
De l'altra, la política monetària acomodaticia i els tipus d'interès baixos imperants des del 2008 (fruit de la severitat de la crisi financera i de la gran recessió posterior) han incentivat la presa de riscos a la recerca de retorns més elevats. Així, malgrat que, a grans trets, el sistema financer i econòmic internacional gaudeix d'una salut millor, han aparegut focus de risc localitzats. Pel que fa a la presa de riscos, en comprimir les primes de risc en mínims històrics (vegeu el tercer gràfic), les condicions financeres acomodaticies han facilitat l'emissió de bons corporatius de pitjor qualitat. A més a més, pel que fa al palanquejament, la recerca de retorns ha provocat una expansió massiva del mercat mundial dels anomenats préstecs palanquejats (préstecs comercials concedits a institucions amb un risc d'impagament elevat o que ja tenen elevats nivells de deute): el 2017, aquests préstecs van pujar als 788.000 milions de dòlars i van superar els nivells del 2007. És més, en aquest mercat, apareixen senyals propis d'una fase madura del cicle econòmic global: empreses amb una solvència dubtosa continuen tenint accés abundant al crèdit, els *ratings* del deute corporatiu han mostrat un cert deteriorament i les noves emissions de deute incorporen menys protecció per a l'inversor.⁴ Finalment, el fort augment de l'endeutament corporatiu entre les economies emergents reflecteix també la possibilitat d'accedir a un finançament barat en dòlars o en euros. No obstant això, ja veiem que el sentiment pot virar amb la retirada dels estímuls monetaris per part de la Fed i del BCE.

Amb tots aquests elements, el món transita per un camí sinuós. Els principals bancs centrals s'enfronten al repte de retirar l'estímul monetari que va ser necessari per revifar l'economia mundial, precisament per evitar que, de nou, l'acumulació de vulnerabilitats desembocchi en turbulències financeres. Parafrasejant Warren Buffet, només al final del procés, quan les aigües de l'estímul monetari s'hagin retirat, veurem si l'economia global du vestit de bany o no.

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

Primes sobre el deute corporatiu segons la seva nota creditícia (1999-2018)

Diferencial amb el tipus sobirà dels EUA (p. b.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bank of America Merrill Lynch.

3. Vegeu el Focus «El *shadow banking* a la Xina: una ombra allargada», a l'IM02/2017.

4. Per a més detalls, vegeu l'Informe d'estabilitat financera global de l'abril del 2018 elaborat pel Fons Monetari Internacional.