

## Sobre música, riesgos y apalancamiento 10 años después de Lehman

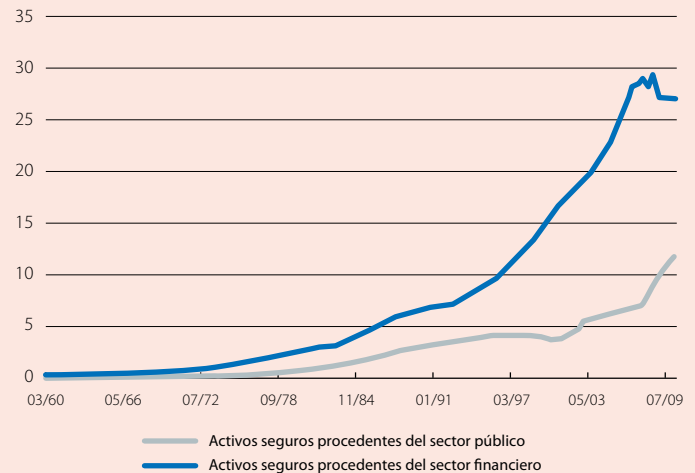
Hace 10 años, el 15 de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers sumió al mundo en la peor crisis financiera desde la Gran Depresión de los años treinta. Si su origen se encontraba en un mercado relativamente pequeño (las hipotecas *subprime* de EE. UU.), ¿cómo se explica su explosión? Sabemos<sup>1</sup> que la crisis financiera vino precedida por un largo periodo de desequilibrios globales, condiciones financieras laxas y una regulación financiera inadecuada. A ellos se sumaron una toma de riesgos excesiva y el auge del endeudamiento para cristalizar en una crisis financiera. Veamos qué papel jugaron estos dos factores y qué secuelas arrastramos todavía.

### Cómo la aversión al riesgo engendró una mayor toma de riesgos

Para empezar, hay que remontarse a las crisis asiáticas de finales del siglo XX y el *crash* bursátil de 2001, que desencadenaron un aumento de la aversión al riesgo y un mayor deseo, a nivel global, de poseer activos seguros. Esta demanda, inicialmente insatisfecha por la oferta existente, incentivó el sistema financiero de las economías avanzadas (con EE. UU. a la cabeza) a crear activos seguros mediante el llamado proceso de titulización. Por ejemplo, en el mercado hipotecario, este proceso consistía en empaquetar créditos hipotecarios en un nuevo título, llamado MBS,<sup>2</sup> que daba derecho a recibir regularmente los pagos de las hipotecas que conforman el MBS. Los MBS agrupaban un número muy elevado de hipotecas y, por ello, se consideraba altamente improbable que todas estas hipotecas dejaran de pagarse a la vez. Así, este flujo se consideraba «seguro» y se podía titular en un activo que también sería seguro. En efecto, el sector financiero de EE. UU. produjo una gran oferta de activos aparentemente seguros con la que satisfacer la demanda (véase el primer gráfico). De hecho, el atractivo fue tan grande que la práctica se extendió rápidamente, hasta el punto en el que las instituciones financieras compraban y vendían estos activos entre ellas y los guardaban en balance. Sin embargo, ello generó fuertes interconexiones en el sistema financiero: era la semilla que transmitiría los problemas del mercado de hipotecas a todo el sistema financiero internacional.

### EE. UU.: oferta de activos seguros \*

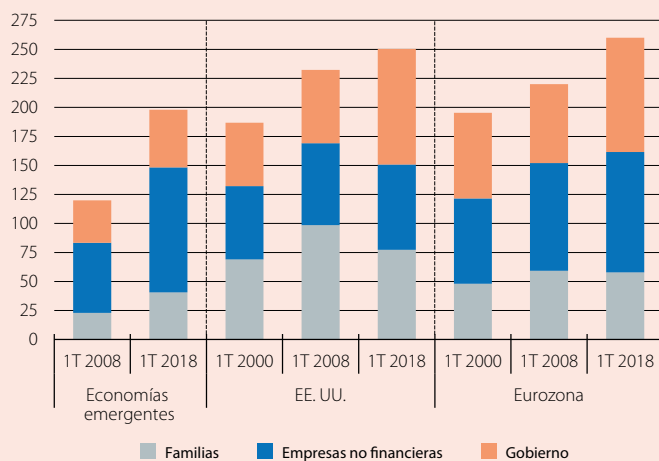
(Billones de dólares)



**Nota:** \* Conforman el universo de activos seguros, en su mayoría, títulos de deuda de emisores de contrastada solvencia y estabilidad institucional.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Gorton et al. (2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.

### Crédito total al sector no financiero

(% del PIB)



**Nota:** El Banco de Pagos Internacionales no proporciona datos sectoriales para el conjunto de economías emergentes antes de 2008.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Pagos Internacionales.

### Implosión

Más allá de las interconexiones, la percepción de «seguridad» de estos activos tenía un fallo inherente: infraestimaba la probabilidad de aumento generalizado de los impagos de hipotecas. En el entorno de principios del siglo XXI, con bajos tipos de interés y una actividad económica dinámica, no era sino humano pensar que el futuro no sería muy diferente, que el coste del crédito se mantendría bajo y las tasas de impago serían mínimas. Sin embargo, al sembrar algunos nubarrones sobre este sentimiento optimista, el aumento de los impagos de hipotecas hizo que los inversores se preguntaran sobre la seguridad real de esos activos. Es más, al tomar conciencia de que muchas de las instituciones financieras tenían en balance estos activos, que ahora habían pasado a percibirse como menos valiosos, se cuestionaron su solvencia. Finalmente, la propia opacidad y complejidad del producto (un MBS podía contener miles y miles de hipotecas) acentuó la desconfianza, ante la que se evaporó la concesión de préstamos entre instituciones y, en definitiva, la liquidez.

1. Véanse los otros tres artículos de este mismo Dossier para un análisis en profundidad de cada uno de estos factores.

2. Las siglas de su nombre inglés, *mortgage-backed security*, es decir, título respaldado por crédito hipotecario.

No solo eso, sino que las dudas sobre la solvencia se vieron acentuadas por el otro protagonista de este artículo: el llamado apalancamiento. Y es que las instituciones financieras habían financiado la expansión de sus balances (que acumulaban titulizaciones) con un aumento del apalancamiento, o sea, a través de la deuda (en contraposición a utilizar el capital propio). Por un lado, ello venía favorecido por una mala regulación, dado que la titulización permitía reducir los requisitos de capital exigidos. Por el otro, el exceso de optimismo retroalimentó dicho apalancamiento y creó un círculo aparentemente virtuoso: la expectativa de revalorización de los activos elevaba el valor del colateral, permitía tomar más riesgo y el nivel de deuda contraída aumentaba, lo que todavía revalorizaba más los activos. De hecho, incluso a sabiendas de que el optimismo era excesivo, los agentes querían seguir apostando: el optimismo del resto de la economía seguía elevando el valor de los activos y retroalimentaba el círculo. En palabras de Charles Prince, entonces uno de los máximos dirigentes de Citigroup, «mientras suene la música, debes levantarte y bailar». Sin embargo, cuando paró la música, el círculo virtuoso se convirtió en vicioso: tener un elevado apalancamiento significaba disponer de relativamente poco capital para absorber pérdidas, lo que cuestionaba la solvencia de las instituciones y les endurecía el acceso a la financiación. Ello las forzaba a vender activos y deprimía los precios, con lo que la pérdida consiguiente de valor volvía a cuestionar su solvencia y, de nuevo, retroalimentaba el círculo.

De este modo, las fuertes interconexiones generadas por el proceso de titulización y el elevado apalancamiento actuaron como correa de transmisión para que el aumento de los impagos de hipotecas *subprime* en 2007 se filtrara a gran parte del sistema financiero internacional y lo llevara al borde del colapso.

### Riesgos y deuda 10 años más tarde

Hoy en día todavía arrastramos secuelas de aquella crisis, tanto en términos de apalancamiento como de toma de riesgos. Por un lado, en las economías avanzadas, el sector financiero se ha desapalancado significativamente, pero ello ha venido compensado por un aumento del endeudamiento del sector público. Además, la deuda de las familias y de las empresas no financieras sigue siendo elevada y, en las economías emergentes, se ha producido un fuerte crecimiento de la deuda, especialmente entre las empresas no financieras y en China (cuyo sistema financiero exhibe fuertes y opacas interconexiones).<sup>3</sup>

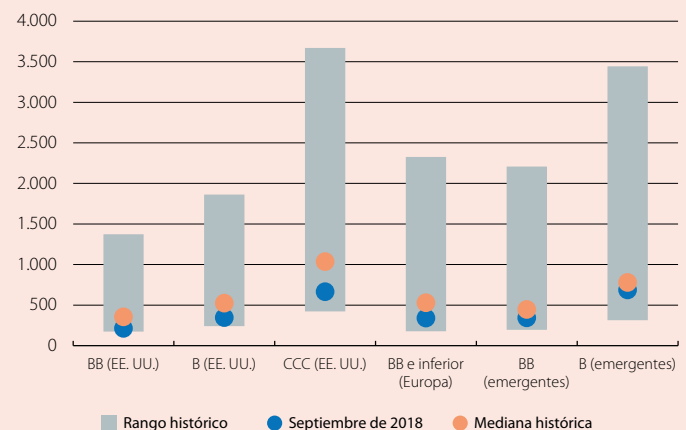
Por otro lado, la política monetaria acomodaticia y los bajos tipos de interés que imperan desde 2008 (fruto de la propia severidad de la crisis financiera y la gran recesión que la siguió) han incentivado la toma de riesgos en búsqueda de mayores retornos. Así, aunque, a grandes rasgos, el sistema financiero y económico internacional goza de una mejor salud, han aparecido focos de riesgo localizados. En cuanto a la toma de riesgos, al comprimir las primas de riesgo en mínimos históricos (véase el tercer gráfico), las condiciones financieras acomodaticias han facilitado la emisión de bonos corporativos de peor calidad. Además, en lo referente al apalancamiento, la búsqueda de retornos ha provocado una expansión masiva del mercado mundial de los llamados préstamos apalancados (préstamos comerciales concedidos a instituciones con un riesgo de impago elevado o que ya tienen elevados niveles de deuda): en 2017, estos alcanzaron los 788.000 millones de dólares y superaron los niveles de 2007. Es más, en este mercado están apareciendo señales propias de una fase madura del ciclo económico global: empresas con una solvencia dudosa siguen teniendo abundante acceso al crédito, los *ratings* de la deuda corporativa han mostrado cierto deterioro y las nuevas emisiones de deuda incorporan menor protección al inversor.<sup>4</sup> Por último, el fuerte aumento del endeudamiento corporativo entre las economías emergentes también refleja la posibilidad de acceder a una financiación barata en dólares o euros. Sin embargo, ya estamos viendo cómo el sentimiento puede virar con la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Fed y el BCE.

Con todos estos elementos, el mundo transita por un camino sinuoso. Los principales bancos centrales se enfrentan al reto de retirar aquel estímulo monetario que fue necesario para reavivar la economía mundial, precisamente para evitar que, de nuevo, la acumulación de vulnerabilidades desemboque en turbulencias financieras. Parafraseando a Warren Buffet, solo al final del proceso, cuando las aguas del estímulo monetario se hayan retirado, veremos si la economía global lleva o no bañador.

Adrià Morron Salmeron  
CaixaBank Research

### Primas sobre la deuda corporativa según su nota crediticia (1999-2018)

Diferencial con el tipo soberano de EE. UU. (p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bank of America Merrill Lynch.

3. Véase el Focus «El *shadow banking* en China: una sombra alargada», en el IM02/2017.

4. Para más detalles, véase el Informe de estabilidad financiera global de abril de 2018 que elabora el Fondo Monetario Internacional