

Mala deuda nunca muere

José Antonio y Miguel Ángel Herce
22 junio, 2020

¿No crees, admirado hermano, que llevamos algunas semanas escribiendo de instituciones sociales (la Riqueza o la Deuda) que, de haberse manifestado siempre con todas las virtudes con que las adornamos, habrían contribuido a un melódico, si no modélico, concierto de naciones? Ya sé que nos curamos en salud con advertencias sobre el mal uso de dichas instituciones y que alertamos sobre lo frecuentemente caro que perseguir lo barato nos resulta. Pero nunca está de más avisar cuando nos acercamos a una piedra en la que los humanos venimos tropezando una y otra vez. Por eso, hoy nos vamos a entretener en una constante histórica que no cesa de causar estragos: la mala deuda.

Como las familias infelices a las que se refiere León Tolstói en el primer párrafo de Ana Karenina, cada mala deuda lo es a su manera; una maldad diferente según qué factores fallen entre aquellos que hacen a la deuda virtuosa¹. Una de las peores malas deudas (la peor, no nos engañemos) es la que mete en sus redes a prestamistas y prestatarios, compromete al sistema financiero en su conjunto y, por inevitable carambola, deja a la economía real al borde de un precipicio del que se salva solamente sacrificando un porcentaje siempre alto, y casi siempre el más desprotegido, de sí misma.

Esto es lo que sucedió con la crisis financiera de 2007-2008 (en fechas de su inicio en los Estados Unidos) y lo que pudiera volver a suceder de nuevo, y pronto, exacerbado el fenómeno por la pandemia del coronavirus, con los amenazantes niveles de deuda de aquellas empresas que, imposibilitadas de acceder a la emisión de acciones o de bonos, recurren al endeudamiento bancario en condiciones de riesgo tanto para los bancos que prestan como para las empresas que se endeudan de esta manera. Vayamos por partes y hagamos, en primer lugar, un resumen de las bien entendidas características de la crisis financiera de 2007-2008, para después delinear las que pudieran repetirse ahora.

Las desgracias nunca vienen solas o *When it rains, it pours*

La oleada de hipotecas de alto riesgo (*sub-prime mortgages*) que se suscribieron en los Estados Unidos y en muchos otros países durante los primeros años del presente siglo se estrelló abruptamente en las arenas movedizas de su propia contradicción en el curso de la segunda mitad de 2007 y de la mayor parte de 2008. Esta oleada se había sustentado sobre las bases inestables de precios crecientes de la vivienda y abundante oferta de fondos en búsqueda de oportunidades a cualquier precio.

La creencia irracional de que el precio de la vivienda seguiría subiendo indefinidamente facilitó la relajación de los estándares de evaluación de riesgos hasta el punto de abrir la puerta a numerosas prácticas de préstamos predatorios². Y la abundancia de financiación con destino a hipotecas *sub-prime* fue facilitada por un **ingenioso mecanismo de ingeniería financiera** (el CDO o *collateralized debt obligation*) que atrajo a multitud de inversores sofisticados, muchos de los cuales, francamente, no entendían lo que compraban. Para complicar las cosas, las agencias de calificación de riesgos (S&P, Moody's y Fitch) cometieron errores de bulto en la asignación del grado de riesgo a estas maravillas financieras, errores que en ocasiones fueron deliberados. Por todo esto decimos que las desgracias nunca vienen solas. Y cuando llegaron, no dejaron títere con cabeza³.

Merece la pena que intentemos, en el párrafo que sigue (que puede evitarse sin perder comba), desentrañar brevemente ese **ingenioso mecanismo de ingeniería financiera** a que nos referimos más arriba, ya que es un arma de doble filo, brillante en tiempos de calma financiera y peligrosamente temperamental cuando las correlaciones estadísticas se vuelven tormentosas⁴.

Un CDO es un instrumento de deuda emitido por una institución financiera (un banco, por ejemplo), cuya capacidad de proporcionar rentabilidad al inversor que lo compra se basa en un bloque de préstamos propiedad del emisor. Es decir, es el pago de intereses y devolución del principal por parte de los deudores en dicho bloque de préstamos, menos las oportunas comisiones para el emisor, lo que constituye el rendimiento para los compradores del CDO. La ingeniería financiera en la creación de un CDO consiste en **reorganizar** los pagos de intereses y devolución del principal en un bloque de miles o decenas de miles de préstamos **y convertirlos** en pagos a los inversores en el CDO. Estos pagos se dividen en unos pocos tramos (tres o cuatro, generalmente), cada uno con una calificación de riesgo diferente. Esta es la gracia: la

conversión crea tramos que van desde el más seguro, calificado AAA, al que tiene una mucho mayor probabilidad de resultar en impago, calificado de B (algo así como *junk investment grade*, inversión basura). La complejidad aumenta considerablemente cuando se diseñan CDOs sobre la base de un bloque de CDOs, denominados «CDOs al cuadrado». Un «CDO al cuadrado» es mucho más opaco y temperamental que un CDO, y su abuso fue un factor importante en la debacle de 2007-2008⁵.

La conversión de un bloque de decenas de miles de préstamos individuales en un CDO no es alquimia. El método matemático y estadístico es bien conocido, con las salvedades que destacaremos a continuación, y es, todo hay que decirlo, un desarrollo fundamental en la capacidad de los mercados financieros para proporcionar financiación de forma efectiva y eficiente⁶.

El problema surge cuando esta tecnología se aplica (1) a bloques de préstamos de alto riesgo, (2) bajo hipótesis sin fundamento sobre el crecimiento indefinido del precio de la vivienda, (3) en condiciones de deterioro económico generalizado y (4) con la desidia y hasta criminalidad con que se relajaron los criterios de concesión de hipotecas y de calificación de riesgos de CDOs y de «CDOs al cuadrado». La actitud que en ocasiones adoptaron las agencias calificadoras de ignorar lo que sus modelos les estaban diciendo está recogida en el artículo de Coval, Jurek y Stafford que acabamos de citar (en la página 20), en que se relata cómo un analista de Fitch responde a las preguntas del analista de un *money manager* durante una conferencia telefónica ¡en marzo de 2007!:

Money Manager: ¿Qué pasaría si el precio de la vivienda se mantuviera constante por un periodo largo?

Fitch: El modelo empezaría a fallar.

Money Manager: ¿Y si el precio bajara un 1% o 2% durante un periodo largo?

Fitch: El modelo fallaría completamente.

Money Manager: ¿Y con una bajada sostenida del 2%, hasta qué tramo podría verse afectado?

Fitch: Podría afectar al tramo AA o al AAA (el más seguro).

Incluso errores de programación en los modelos acabaron produciendo calificaciones de riesgo demasiado optimistas (AAA) para miles de millones de dólares en CDOs, como Moody's admitió en mayo de 2008 (Coval, Jurek y Stafford, página 20). *When it rains, it pours!*

El endeudamiento que precipitó la crisis financiera de 2007-2008 y la crisis económica que aquella desató, es un ejemplo infame de la mala deuda. Hubo, además de comportamientos poco o nada profesionales y éticos, abundante actividad criminal de guante blanco. Con todo, pocos de quienes la perpetraron acabaron rindiendo cuentas a la justicia.

La historia de los intentos de la administración Obama para encausar criminal o civilmente a quienes abusaron de un sistema financiero que fue la envidia del mundo entre 1935 y los últimos 80, deja un sabor agridulce: varias de las más importantes instituciones financieras de

Wall Street han pagado multas por valor de 190 mil millones de dólares. Pero este dinero ha salido del bolsillo de los accionistas, no de banqueros o *traders* individuales responsables directos de los desaguisados. Solamente una causa criminal ha prosperado... con unos meses de cárcel⁷.

Esta vez es diferente, ¿o no?

En respuesta a la catástrofe financiera, los esfuerzos de reguladores, legisladores y organismos internacionales (como los Acuerdos de Basilea del Banco de Pagos Internacionales) han resultado en un sistema financiero internacional mejor capitalizado. Al mismo tiempo, el apetito por CDOs desapareció casi por completo y la hacienda pública, al menos en los Estados Unidos, parece haber recuperado con creces los cientos de miles de millones de dólares empleados en rescatar al sistema financiero. ¿Qué podría salir mal?

En breve, estamos a punto de volver a tropezar, y por las mismas razones, en la misma piedra: la mala deuda.

El apetito por los CDOs lleva unos años reapareciendo, esta vez en forma de apetito por CLOs (no, no estamos hablando de *La vida de Brian*, de Monty Python; se llaman así por las siglas de la expresión en inglés, *collateralized loan obligations*). A diferencia de las hipotecas personales y comerciales en los CDOs, las deudas que se colateralizan en un CLO son préstamos de alto riesgo a empresas en dificultades con limitado acceso a la emisión de acciones o bonos. Por lo demás, estos son esencialmente similares a aquellos y responden a los mismos principios: transferir el riesgo de bloques de préstamos propiedad de bancos a otros inversores. Y al igual que en el caso de los CDOs, los riesgos de impago en los bloques de préstamos subyacentes a los CLOs son grandes; muy grandes. Además, el tamaño del mercado ha crecido sustancialmente. El Banco de Pagos Internacionales estimaba en unos 640 mil millones de dólares el total de CDOs emitidos hasta finales de 2007. Hoy se estima que por lo menos 880 mil millones de dólares, de un total de cerca de 1,5 billones de dólares en préstamos de alto riesgo a empresas, han sido convertidos en CLOs⁸. Al menos hoy, y esta es una lección aprendida en 2007-2008, el estrato adicional de opacidad y potencial destructivo que representan los «CDOs al cuadrado» no existe.

Una vez más, ¡oh paradoja!, muchos de esos CLOs, diseñados para transferir el riesgo de los bancos a otros inversores, han acabado en la hoja de balance de otros bancos, disfrazados creativamente para no ser detectados por los reguladores (que siempre van con retraso).

Una vez más, ¡vaya por Dios!, el presidente de la Reserva Federal y el Secretario del Tesoro americanos, que hoy son Jerome Powell y Steven Mnuchin, respectivamente, creen que dichos CLOs no han sido retenidos por el sistema bancario.

Y una vez más, ¡qué casualidad!, las agencias calificadoras siguen confiando en que las tasas de impago de los préstamos bancarios a empresas de alto riesgo serán tan bajas como en el pasado (ya están aumentando significativamente) y que la correlación de riesgos entre empresas y sectores no se acercará al 100%, que es lo que pasa cuando lo idiosincrático se

convierte en sistémico. Y no digamos nada de los errores de cálculo que los modelos de las agencias siguen teniendo.

Esta vez, sin embargo, los votantes parecen haber perdido el apetito por los rescates bancarios. ¿Qué podría salir mal?

¹. Jared Diamond enuncia el «principio de Ana Karenina» en su obra *Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies*, publicado en 1997 por W. W. Norton & Company. Según este principio, un proyecto o programa fracasaría cuando fracasa cualquiera de los factores necesarios para su éxito.

². ¿Por qué preocuparse por verificar riesgos, se decían a sí mismos los banqueros con menos escrúpulos, si cuando el prestatario no pueda pagar la hipoteca, el valor del colateral será mayor que lo prestado? De esta forma, hubo banqueros que animaron a muchos que no podían permitírselo a endeudarse hasta los ojos. La expresión, «No credit? No problem!» se veía en las televisiones americanas de aquellos años.

³. Una rigurosa y muy inteligible exposición de las condiciones del mercado hipotecario USA desde los primeros 2000 hasta 2008 es Christopher Mayer, Karen Pence, and Shane M. Sherlund, «The Rise in Mortgage Defaults», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), Winter of 2009, pages 27-50.

⁴. En mercados financieros en calma, los riesgos de inversiones diferentes, idiosincráticos, no tienen por qué estar alineados en la misma dirección (baja correlación entre ellos). Cuando hay turbulencia, riesgos dispares se pueden alinear en la misma dirección convirtiéndose en un riesgo sistémico (alta correlación entre riesgos individuales).

⁵. Para una detallada explicación de la construcción de un CDO y de un «CDO al cuadrado», véase Joshua Coval, Jakub Jurek, and Eric Stafford, «The Economics of Structured Finance», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), Winter of 2009, pages 3-25.

⁶. Las agencias patrocinadas por el gobierno federal USA, Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae llevaban décadas creando *mortgage-backed securities*, o MBSs, una variante de CDOs, y contribuyendo a la posibilidad de adquirir una vivienda, hasta que la crisis de 2007-2008 las devoró.

⁷. En un estupendo artículo, William Cohan atribuye la debacle de 2007-2008 al cambio en la actitud con respecto al riesgo que se produjo en los banqueros de *Wall Street* cuando dejaron de tener su riqueza personal comprometida con el éxito de sus bancos y los convirtieron en sociedades cotizadas en bolsa, cambiando el énfasis de una cultura de la administración prudente de riesgos a otra de *performance bonuses*, *stock options* y, simplemente, avaricia. William D. Cohan, «How We Got the Crash Wrong», *The Atlantic Monthly*, June 2012. La historia de las escasas responsabilidades penales y sus posibles razones la relata el mismo William Cohan, también en *The Atlantic Monthly*: «How Wall Street's Bankers Stayed Out of Jail», *The Atlantic Monthly*, September 2015.

⁸. Véase https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1909w.htm para la situación presente en el mercado de préstamos de alto riesgo a empresas (*leveraged loans*), la deuda subyacente a la mayoría de CLOs. Sobre la capacidad de los CLOs para desatar una crisis financiera peor que la de 2007-2008 y como referencia para los párrafos que siguen, véase Frank Partnoy, «The Looming Bank Collapse», *The Atlantic*, July/August 2020.