

Estamos a tiempo

La tensión en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas ha sido muy elevada, y se aceleró aún más en los últimos días de la semana pasada. El brusco deterioro en el funcionamiento de los mercados fue la gota que colmó el vaso para que las autoridades financieras en numerosos países anunciaran medidas agresivas para enfrentar un problema que venía incubándose desde hace ya más de un año.

¿A qué extremos llegó el mercado la semana pasada? A movimientos financieros tan bruscos y tan rápidos que no solo están fuera de patrones de comportamiento histórico de las últimas décadas, sino que solo son replicables imponiendo choques enormes (y muy atípicos) en los modelos de comportamiento de esas variables financieras. Lo que se percibió claramente fue el desplome de las bolsas, la fuerte depreciación de la mayoría de las divisas emergentes, y la reasignación de flujos a instrumentos más seguros como deuda soberana a corto plazo. Lo que se vio menos claramente, pero de consecuencias potencialmente más dañinas, fue la ausencia de funcionamiento del mercado interbancario y el deterioro mayor del mercado de papel comercial.

La semana pasada, las entidades preferían pagar por mantener esa liquidez con un riesgo bajo en vez de recibir una tasa de interés positiva: más valía tener un título emitido por el Tesoro americano a corto plazo, a una tasa próxima al 0%, que comprar cualquier otro título de mayor riesgo o prestar a cualquier otra entidad. En EEUU, cualquier entidad financiera que necesitara liquidez para sus operaciones, tenía que ir a la Reserva Federal en vez de pedir prestado a otras entidades. El acceso a la ventanilla de descuento se situó en \$98 mil millones, impulsando el promedio semanal al doble de la semana anterior, que ya era un máximo histórico.

Al mismo tiempo, también la semana pasada, el mercado de papel comercial registró un brusco descenso en su saldo vivo. Este mercado es vital para financiar las necesidades de gestión de liquidez de las empresas y, en general, es un mercado con un riesgo de crédito muy reducido. El mal funcionamiento del mercado interbancario y de papel comercial levantó las alarmas por las consecuencias que puede tener sobre la actividad.

Este funcionamiento deficiente de los mercados viene *a pesar* de acciones bien agresivas por parte de las autoridades en los últimos meses; y muy especialmente en Estados Unidos, donde están aplicando el manual de cómo enfrentar una crisis. No se han quedado precisamente cortos de medidas.

La Reserva Federal, aparte de haber bajado agresivamente los tipos de interés, ya otorgaba cada vez más liquidez en dólares como contraprestación de cada vez más activos diferentes (y a través de la colaboración con otros bancos centrales, en muchos países fuera de EEUU), prestaba a muchos más tipos de entidades de las que regula (algo inédito), había "comprado" y salvado compañía de seguros, y venía apoyando la liquidación o compra de, por ejemplo, bancos de inversión. El Tesoro Americano nacionalizó (aunque dice que temporalmente) entidades hipotecarias que garantizan en torno al 50% de las hipotecas del país, ya cubría las pérdidas de fondos de inversión monetarios,

impulsó un paquete fiscal de devolución de impuestos y programas de reducción de embargos hipotecarios. La SEC ya había prohibido cierto tipo de ventas en corto y ya propuso, junto con los organismos contables pertinentes, una cierta laxitud contable en la valoración de activos poco líquidos.

Por su parte, a través del seguro de depósitos (FDIC en inglés), se facilitó la venta de Washington Mutual (que ha quebrado), y de Wachovia (aunque esta operación tardó un poco en cerrarse). Y esto mientras gestionaba con diligencia la quiebra de algunas entidades más pequeñas y hace poco aumentaba el fondo de garantía de depósitos de \$100.000 a \$250.000.

Pero el deterioro seguía presente y amenazaba con extenderse aún más.

Ante eso, las medidas de esta semana han roto ya todos los moldes. Primero, porque muchas de ellas han venido de países diferentes a EEUU, muy especialmente de Europa, donde han presentado planes con mucha mayor coordinación de la que se había visto hasta ahora. Pero especialmente, porque han cambiado las reglas del juego para intentar desbloquear el problema.

Sin entrar en detalles de cada uno, los planes de todos los países, incluidos los cambios recientes en Estados Unidos, se basan, con mayor o menor grado, en varios principios. El primero es la protección de los depositantes (en algunos países garantizando la totalidad de los depósitos, o incluso de más pasivos). En segundo lugar, medidas para proveer de liquidez a las entidades financieras para que liberen recursos y puedan seguir operando con el sector real (en algunos casos a través de bancos centrales, y en otros casos a través del gobierno directamente). En tercer lugar, otorgando una garantía estatal a la deuda nueva emitida por las entidades financieras (a cambio de una comisión, claro está). Y en cuarto lugar, en un movimiento que no han seguido todos los países, pero sí muchos, a través de programas de inyección de capital público en los bancos (primordialmente a través de acciones preferentes). Y las cantidades han sido bien grandes en todos los países: EEUU, Alemania, Francia, España, Italia, etc. Y están encontrando eco en países asiáticos.

Estamos en un momento de cambio del sistema financiero y la manera cómo se gestione la situación actual es clave. Conseguir un punto de inflexión, haciendo ganar confianza a los agentes en el mercado es el objetivo más importante. El papel de las autoridades económicas debe ir orientado a conseguirlo. Y las medidas tomadas, en gran medida de carácter global, apuntan poderosamente en esta dirección. Es esperanzador ver la reacción reciente de las autoridades. En términos económicos, los peores escenarios todavía se pueden evitar si los planes ya aprobados se implementan bien. Recuperar la confianza de los agentes es la condición de corto plazo necesaria para avanzar hacia una resolución eficiente de la crisis financiera global. Y, ahora sí, creo que vamos por buen camino, aunque no se solucionen los problemas rápidamente y aunque abra problemas e inquietudes regulatorias y de competencia, con los que habrá que tener cuidado, y que habrá de solucionarse en el futuro.

Jorge Sicilia

Economista Jefe Norteamérica, Servicio de Estudios BBVA