

La crisis hipotecaria en Estados Unidos

RICARDO SOLÍS ROSALES

Profesor investigador de la Universidad Autónoma

Metropolitana-Iztapalapa. El autor agradece a Carlos Obregón,

Jerome de Boyer, Guillermo Knochenhauer y Gonzalo Rosado por los

comentarios hechos a una versión preliminar del artículo.

A mediados del año pasado estalló una crisis financiera en Estados Unidos originada por el deterioro de los llamados créditos *subprime* o créditos de alto riesgo. Los efectos en la economía estadounidense fueron inmediatos. Para el último trimestre se habían reflejado en una desaceleración. A principios de 2008 se convirtió en una crisis internacional cuando los problemas financieros se extendieron a toda la economía y se confirmó que se corría el riesgo de una recesión. A pesar de que EU sólo genera 21% de la economía mundial, sigue siendo la economía número uno. Las malas noticias con las que comenzó el año provocaron un ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento de 2008 en el resto del mundo.

Los primeros afectados por la crisis hipotecaria fueron las instituciones financieras. Para el primer trimestre de 2008 las pérdidas seguían acumulándose y sumaban 230 mil millones de dólares, equivalentes a 1.8% del PIB. A principios de abril el FMI consideró que el problema estaba lejos de haber sido resuelto y que habría más números rojos.¹ Por lo que se refiere a los hogares, el daño ha sido devastador: se estima que en Estados Unidos 2.2 millones de deudores hipotecarios perdieron sus viviendas a causa de los embargos durante 2007.² Para Alan Greenspan, ex presidente de la Junta Directiva de la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, esta crisis es la más dolorosa que se ha registrado desde el final de la segunda guerra mundial.

En el nuevo contexto, el FMI pronosticó que el crecimiento del PIB en 2008 será de 0.5%, cifra muy distante del 2.2 de 2007. Considerando las crisis anteriores, la disminución de 1.7 puntos provocará que el país se tome, al menos, dos años en recuperar la tendencia perdida.³ Hasta ahora, la

economía estadounidense lleva dos trimestres (el último de 2007 y el primero de 2008) con una tasa de crecimiento de 0.6%. En España, que también vive un ajuste en el sector inmobiliario, el crecimiento en el primer trimestre de 2008 ha sido de entre 0.3 y 0.4%, lo que anualizado significa entre 1 y 1.5%, que no es ni la mitad del ritmo tendencial de los últimos 12 años: 3.7% anual.⁴

Las consecuencias podrían ser mayores en economías como la de México, cuyo débil mercado interno no podrá compensar el impacto de un deterioro de sus exportaciones al vecino del norte. Recientemente el FMI estimó que la tasa de crecimiento para 2008 será de 2%, contra 2.8% previsto por las autoridades mexicanas.

¿Qué son los créditos *subprime*?

Son créditos al consumo, incluyendo los hipotecarios, que se conceden a individuos con un historial crediticio incompleto o con antecedentes que les impide calificar para un crédito convencional (*prime*). Por esas razones, los riesgos de la operación son más altos. Las tasas de interés (o las comisiones, los cargos por seguros y otros gastos) son mayores a las que se aplican a los deudores normales. Por ello, quienes financian estos créditos obtienen rendimientos superiores a las operaciones de riesgo bajo.

La expansión crediticia tuvo como eje la disposición de muchos inversionistas a participar en el financiamiento de la vivienda, especialmente a través de la compra de títulos garantizados con hipotecas, lo que significa que aceptaban los riesgos correspondientes. De hecho, el ascenso de los precios de los inmuebles (entre 2000 y 2006 se duplicó el índice Case-Shiller de la vivienda) y la facilidad con la que se podían vender los títulos



garantizados con hipotecas, generaron la idea de que se trataba de títulos de alta rentabilidad y liquidez, con riesgos razonables.

Los deudores aceptan esas condiciones ya que de otro modo sería muy difícil hacerse de una vivienda propia. La esperanza es que, a lo largo de la vigencia del contrato, mantengan su empleo y sus ingresos, que la tasa de interés y demás gastos aplicables sean abordables y que el precio del inmueble adquirido se incremente a un ritmo anual superior a la inflación. La plusvalía obtenida les permitirá compensar al menos una parte de las sobretasas pactadas.

Entre 2002 y 2003 las tasas de interés fueron relativamente bajas. En aquellos años, el banco central estadounidense, entonces bajo la conducción de Alan Greenspan, adoptó una política monetaria que implicó reducciones sucesivas en la tasa de interés que aplica en sus operaciones. Al final de 2003 dicha tasa llegó a situarse en 1%, después de que en diciembre de 2000 había alcanzado un pico de 6.5%. Gracias a esa política se reanimó la economía. Sin embargo, en la expansión crediticia crecieron los créditos clasificados como *subprime*. Lamentablemente, a partir de 2004 se incrementaron las tasas que se aplicaban a estos contratos.

En 2006 el índice de precios de la vivienda llegó a su máximo y comenzó su descenso y, entre julio y agosto de 2007, la burbuja estalló y empezó la crisis hipotecaria.

Los factores determinantes

Paul Krugman, profesor de la Universidad de Princeton y articulista del *New York Times*, sostiene que entre las causas de la crisis actual destacan el aumento de la liquidez provocada por la estrategia de la Reserva Federal entre 2002 y 2003 y los excesos en que incurren todos los actores durante la expansión del crédito.

Alan Greenspan asumió la responsabilidad de la política monetaria durante esos años. Según él, las medidas que entonces se tomaron fueron indispensables para impedir que la economía estadounidense cayera en recesión. Por ello, una vez superada la coyuntura, el banco central retomó sus objetivos tradicionales relacionados con el control de la inflación, incrementando la tasa de interés del instituto central.⁵

Queda el argumento de los excesos. El auge inmobiliario llevó, sin duda, a algunos intermediarios financieros a tomar riesgos excesivos. Desde luego, existe la posibilidad de que los bancos que otorgaron los créditos hipotecarios no hayan evaluado correctamente en todos los casos la capacidad de los solicitantes de crédito para cumplir sus compromisos. Todo parece indicar que tampoco los intermediarios de títulos garantizados con hipotecas calcularon correctamente los riesgos asociados con esas inversiones. El reporte del Financial Stability Forum sostiene que la demanda de títulos con altos rendimientos y bajos riesgos indujo el relajamiento de los estándares habituales en el otorgamiento de crédito, no sólo en el mercado de los *subprime*. En particular, continúa el reporte, los analistas financieros subestimaron los riesgos asociados a un eventual debilitamiento del mercado inmobiliario o a una reducción en la liquidez de los mercados de deuda.⁶

En todo caso, las cosas se complicaron después de que en 2006 comenzó el descenso de los precios de las viviendas y un número significativo de deudores se vio en la imposibilidad de pagar el servicio de su deuda. Quienes se atrasaron en el pago de sus mensualidades por un periodo mayor al establecido en el contrato como tolerancia, vieron finalmente cómo eran rematadas sus casas. Cuando el ingreso por la venta de los bienes recibidos como garantía no alcanzaban a cubrir el saldo pendiente los bancos registraban pérdidas también.

El anuncio de las primeras pérdidas bancarias provocó el endurecimiento de la política de crédito de los bancos, lo cual contribuyó al descenso de los precios de los bienes raíces. Las cosas empeoraron cuando las agencias calificadoras decidieron cambiar el nivel de riesgo de los títulos garantizados con hipotecas. El castillo de naipes se desplomó: los bancos reducían cada vez más sus créditos y los inversionistas dejaron de comprar títulos vinculados al sector inmobiliario aunque fueran de riesgo medio o bajo. La confianza y el optimismo que acompañaron al auge se convirtieron en incertidumbre y desaliento.

Todos los partícipes en el financiamiento del sector inmobiliario se pusieron nerviosos, amplificando los efectos. El sistema crediticio bancario se desarticuló. Había más vendedores y menos compradores que en 2006 y en el primer semestre de



2007. En enero de 2008, el índice Case-Shiller reflejaba una disminución de precios de 10.7% sobre bases anuales para las 20 aglomeraciones más importantes.⁷

En los mercados de los títulos hipotecarios los tenedores de valores garantizados intentaron deshacerse de ellos cuando tomaron consciencia de los verdaderos riesgos, y provocaron nuevas caídas en sus precios. Otros, la minoría, que incluyó a algunos bancos, se resistieron a reconocer las pérdidas y mantuvieron sus tenencias.⁸ Confiaban, contra la opinión ya mayoritaria, en que los problemas serían pasajeros. Para entonces las pérdidas ya eran significativas. En julio de 2007, según la Reserva Federal, las pérdidas institucionales generadas por las hipotecas *subprime* ascendían ya entre los 50 mil y los 100 mil millones de dólares. En agosto, la crisis hipotecaria se había trasladado a los mercados financieros de todo el mundo.

Escasez, agravamiento e internacionalización

Uno de los primeros efectos de la crisis fue la escasez de liquidez. El flujo normal de dinero entre los bancos se interrumpió. La desconfianza que invadió a los bancos con excedentes de dinero respecto a la capacidad de pago de los demás redujo la disponibilidad habitual de recursos en los mercados interbancarios. La demanda creciente de liquidez de los bancos deficitarios tuvo entonces que ser atendida por los bancos centrales, que cumplieron su función habitual de prestamistas de última instancia. Después del 9 de agosto de 2007 el Banco Central Europeo inyectó a los mercados el equivalente a 150 mil millones de dólares. La Reserva Federal hizo lo mismo en Estados Unidos con una inyección de 24 mil millones de dólares. Desde entonces, las mayores inyecciones de liquidez al mercado se han hecho en EU a una tasa de interés cada vez más baja: a partir del 18 de septiembre, la Reserva Federal ha recortado su tasa de interés en siete ocasiones, de 5.25 al 2.00% actual.

Después de un verano turbulento, en octubre de 2007 las cosas parecían haberse calmado. Pero en noviembre se hizo patente el debilitamiento creciente del mercado inmobiliario en Estados Unidos. Eso provocó nuevas tensiones en los mercados bursátiles. Algunos de los bancos que formaban parte de la lista de los diez más importantes del mundo

anunciaron enormes pérdidas en sus activos y, con ellas, la necesidad de incrementar sus capitales.

Los problemas se agravaron a principios de 2008. El nerviosismo en los mercados bursátiles se extendió a prácticamente todas las bolsas de valores importantes del mundo. Al mismo tiempo, la percepción de la desaceleración de la economía de Estados Unidos afectó las expectativas de crecimiento de los principales países del mundo.

Son dos las instituciones que han llegado a la antesala de la quiebra. En el Reino Unido fue el banco hipotecario Northern Rock, de Newcastle. Después de varios meses de problemas y de intentos de solución, el gobierno del primer ministro Gordon Brown decidió nacionalizarlo. Eso ocurrió el 17 de febrero, en espera de una solución definitiva que permita sacarlo a flote. La ciudad de Nueva York vivió un mes después una experiencia análoga. El Bear Stearns, la quinta correduría de Estados Unidos, con una plantilla de 14 mil empleados, registró pérdidas iguales al tamaño de su capital. Para evitar su quiebra (y los efectos en cadena que podría ocasionar) J.P. Morgan lo adquirió, en una operación supervisada por la Reserva Federal, por un valor simbólico de 2 dólares por acción, cuando en mayo de 2007 su precio de mercado había alcanzado los 150 dólares.

Sin embargo, hubo instituciones que salieron fortalecidas con la crisis. Uno de ellos es precisamente el J.P. Morgan. Pese a las pérdidas registradas por la crisis hipotecaria en el último trimestre de 2007, logró recuperarse y acotar las pérdidas en su valor bursátil, mientras otros bancos perdían porcentajes significativos.

Por supuesto, en esta locura especulativa también ha habido ganadores. Uno de ellos fue, paradójicamente, un ex funcionario del Bear Stearns: John Paulson, que multiplicó su fondo de 6 mil millones de dólares a 28 mil millones, adquiriendo productos cuyo valor aumenta si el riesgo de morosidad sube.⁹ Otro administrador que corrió con la misma suerte fue Andrew Lahde, cuyo fondo, el US Residential Real State, registró un rendimiento de 1000% en 2007, también apostando a la caída de los títulos garantizados con hipotecas.

Desde finales de 2007, la crisis crediticia rebasó las fronteras norteamericanas. Al igual que en Estados Unidos, aunque por diferentes razones, en España y en Inglaterra las burbujas inmobiliarias

habían alcanzado su tope y estaban en una fase de desaceleración, sin la gravedad del ajuste que se vivía en EU. Sin embargo, la crisis hipotecaria de las *subprime* empujó los ajustes que los mercados estaban llevando a cabo, obligando a las autoridades a tomar medidas preventivas y de ayuda. Con todo, en ninguno de los dos casos se considera que la morosidad y el descenso de los precios de los inmuebles puedan convertirse en un problema mayor.

Una visión panorámica del impacto en el sector bancario se muestra en el cuadro 1. En él se describen las variaciones en los valores bursátiles de una muestra de los principales bancos del mundo.

Desde que se destapó el agujero en agosto pasado, hasta abril de 2008, los índices que agrupan a los bancos cayeron un 20% en promedio, lo cual refleja el enorme impacto que la crisis ha tenido en su valorización bursátil. Pero por lo que se refiere al mercado bursátil (medido con el índice MSCI World) sólo ha perdido 3%, lo cual indica que las pérdidas de los principales bancos no han tenido un impacto significativo en la actividad bursátil como un todo.

Además de las enormes pérdidas sufridas por algunos de ellos, los nuevos valores bursátiles han

cambiado las posiciones relativas. Citigroup pasó del 1 al 8. Bank of America del 2 al 3. El ICBC, de China, pasa del lugar 4 al 1 y del HSBC, del Reino Unido, asciende del 3 al 2. A este banco se le criticaba por mantenerse en su negocio de servicios bancarios para el consumidor, en vez de establecer las divisiones de inversiones en valores que impulsaron las ganancias de sus rivales.

La intervención de los bancos centrales y el apoyo de los fondos soberanos

El impacto de la crisis hipotecaria ha obligado a los bancos centrales de los principales países, entre otros, de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la Unión Europea, a cubrir la demanda extraordinaria de liquidez generada en los mercados interbancarios y a ampliar las fórmulas de apoyo a los bancos. Por ejemplo, la Reserva Federal anunció el 11 de marzo que otorgaría préstamos a 28 días a bancos que ofrezcan colateralmente títulos con garantías hipotecarias, siempre que sean de alta calidad (AAA/Aaa)¹⁰. Estos apoyos constituyen un respiro invaluable para las instituciones financieras con problemas de liquidez.

Variación del valor bursátil de una muestra de bancos grandes durante 2007 y principios de 2008 (en miles de millones de dólares corrientes)

Bancos	Valor al 2 de enero 2007	Valor al 28 de diciembre 2007	Valor al 5 de mayo de 2008	Variación en el año 2007 en %	Variación entre 1/1/2007 y 5/5/2008 en %	Lugar en enero de 2007	Lugar en mayo de 2008
Citigroup	290.0	148.0	127.4	-49.0	-56.2	1	8
Bank of America (EU)	237.3	185.5	174.1	-21.8	-26.6	2	3
HSBC (Reino Unido)	216.9	206.3	206.8	-4.8	-4.7	3	2
Ind & Co Bank (China)	266.6	338.9	281.7	+27.1	+5.7	4	1
J.P. Morgan (EU)	163.4	138.7	164.4	-15.1	+0.6	5	5
Bank of China	169.0	197.8	171.2	+17.0	+1.3	6	4
China Construction Bank	165.9	204.9	165.2	+23.5	-0.004	7	6
UBS (Suiza)	145.0	98.2	79.8	-32.2	-45.0	8	13
Mitsubishi UFJ (Japón)	132.3	103.5	86.7	-21.7	-34.5	9	12
Royal Bank of Scotland (RU)	140.1	60.1	77.0	-57.1	-45.0	10	14
Wells Fargo (EU)	117.9	68.4	102.9	-41.9	-12.7	11	9
Santander (España)	117.9	138.7	136.8	+17.6	+16.0	12	7
Wachovia (EU)	111.9	76.8	58.4	-31.0	-47.8	13	15
BNP Paribas (Francia)	116.4	67.4	100.8	-42.1	-13.4	14	10
BBVA (España)	97.2	94.2	87.8	-3	-9.6	15	11
Merrill Lynch (EU)	92.2	51.3	51.5	-44.3	-44.6	16	17
Morgan Stanley (EU)	90.3	58.8	53.9	-34.8	-40.3	17	16

En Europa las presiones son menores, pero las autoridades del Banco Central Europeo y de los ministerios del Tesoro de todos los países han atendido también las necesidades de liquidez y han tomado medidas para mejorar en la transparencia de los riesgos financieros que toman las instituciones, respectivamente. Uno de los acuerdos tomados por los ministros de economía de la Unión Europea obliga a las instituciones financieras a cuantificar y dar a conocer, a partir del 14 de mayo, el impacto de las hipotecas *subprime* en sus resultados del primer semestre.

Los quebrantos registrados por los bancos y las pérdidas de capital han llevado por un camino distinto al habitual: la búsqueda de recursos en los fondos soberanos. Así se conocen las instituciones de inversión creadas por los gobiernos que han acumulado excedentes de sus operaciones en los mercados petroleros, o de otras materias primas o del conjunto de sus operaciones internacionales. Esos fondos se localizan en países tan diferentes como Dinamarca, Noruega, Nigeria, Rusia, India, Singapur o China. En su conjunto, estos fondos han aportado cerca de 180 mil millones de dólares al capital de los bancos en dificultades.

Uno de los primeros casos en requerir el apoyo de esos fondos fue el banco estadounidense Morgan Stanley. En el cuarto trimestre de 2007 perdió, por los créditos *subprime*, 9 400 millones de dólares. Como parte de su saneamiento, anunció que recibiría una inyección de 5 mil millones de dólares a su capital provenientes de un fondo soberano controlado por el gobierno chino (China Investment Corporation). Con esa aportación, Pekín se hizo del 9.9% del capital del banco, lo que lo convierte en su segundo mayor accionista.

Por su parte, Citigroup, el banco más grande de Estados Unidos, anunció en noviembre de 2007 que había recibido 7 500 millones de dólares del fondo soberano de Abu Dhabi. Las pérdidas del último trimestre de 2007 fueron de 9 830 millones de dólares, las mayores en sus casi dos siglos de historia. A principios de 2008, el banco anunció una inyección de capital de 12 500 millones de dólares financiada, entre otros, por el fondo soberano de Singapur y por el príncipe de Arabia Saudita Alwaleed bin Talal. Este último posee con la nueva aportación 4% del capital del banco que lo sitúa como el accionista individual más importante.

Merrill Lynch anunció el cierre de 2007 con un resultado negativo de 7 800 millones de dólares.¹¹ Para la institución se trata de las primeras pérdidas anuales desde 1989. También hizo pública la emisión de 6 600 millones de dólares en acciones preferentes, que serán suscritas principalmente por el fondo soberano de Singapur, Temasek Holdings y por Davis Selected Advisors. Al cierre del primer trimestre de 2008, el tercero con números rojos para la institución, las pérdidas fueron de 1 950 millones de dólares y las acumuladas suman 15 mil millones. Nunca antes, en sus 94 años de vida, Merrill Lynch había registrado una situación tan mala.

El banco UBS de Suiza encabeza la lista europea con pérdidas acumuladas por 37 400 millones de dólares, derivadas principalmente de sus tenencias de valores vinculados a los créditos *subprime*. También se ha visto obligado a solicitar, contra la opinión de un sector importante de accionistas, la intervención de los fondos soberanos.

La crisis también impactó a las aseguradoras de bonos (conocidas como *monolines*). Ambac Financial anunció el 23 de abril pérdidas de 1 660 millones de dólares en el primer trimestre de 2008. A ellas se agrega un ajuste de 1 725 millones por pérdida de valor de derivados de crédito, a los que suma 1 042 millones en provisiones por su exposición a las hipotecas de alto riesgo y 292 millones en mermas por otras inversiones. Las pérdidas anunciadas el 22 de abril para el primer trimestre contrastan con un beneficio de 213 millones de dólares entre enero y marzo de 2007. Sus títulos cayeron un 35% después del anuncio.¹²

El efecto y las medidas

En sus informes de principios de año, algunas firmas de inversión estimaron que el crecimiento de Estados Unidos en el último trimestre de 2007 había caído de 4.9 a poco menos de 1%, y advirtieron que la economía podía entrar en recesión en algún momento de 2008. Confirmando ese peligro, el presidente Bush anunció el 18 de enero un programa de alivio fiscal de aproximadamente 150 mil millones de dólares. La ayuda consistía en devoluciones de impuestos a individuos y empresas para incentivar el consumo y la inversión, respectivamente. Ben Bernanke, presidente del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos consideró



que ese programa podría ser parte del plan para evitar la recesión en 2008.

Sin embargo, los inversionistas reaccionaron negativamente al anuncio del programa antirrecesivo del presidente Bush. Lo juzgaron tardío e insuficiente. Según ellos, el mandatario no consideraba adecuadamente la amplitud con la que el sistema financiero se había debilitado y el impacto que estaba teniendo en la economía real. La reacción de los inversionistas se manifestó en los principales mercados bursátiles del mundo, bajo la forma de una caída generalizada el lunes 21. Los diarios le llamaron el lunes negro. La caída bursátil fue semejante a la que ocurrió en 1987, hace 21 años.

El 21 y el 22 de enero de 2008 en Wall Street

La Bolsa de Valores de Nueva York se salvó del lunes negro ya que en Estados Unidos ese día se celebraba el aniversario del nacimiento de Martin Luther King y no hubo operaciones. Al día siguiente, el mercado bursátil neoyorkino abrió con fuertes pérdidas por las órdenes que se habían dado el día anterior. Sin embargo, conforme avanzó la jornada, el Dow Jones, su principal indicador, se recuperó y cerró con una baja moderada del 1%. Desde el máximo de octubre pasado la caída acumulada al 22 de enero era de 15.5%, la mitad de la cual se registró en el primer mes del nuevo año.

En el comportamiento del martes 22 influyó la decisión de emergencia que tomaron el día 21 por la tarde las autoridades monetarias después de conocer lo que había ocurrido en las bolsas de todo el mundo. En una teleconferencia, celebrada el lunes por la tarde desde la sede del Fed, Bernanke anunció un recorte de emergencia en el tipo de interés, de 4.25 a 3.5%. La medida sirvió para evitar un derrumbe en Wall Street.

Conviene recordar que el Comité de Política Abierta del banco central estadounidense tenía programada una reunión para el 29 y 30 de enero, de la cual se esperaba una baja en la tasa de interés de referencia. Pero lo ocurrido el lunes 21 forzó al banco central estadounidense a reducir su tasa antes de lo previsto. Desde 1982 no imponía un recorte tan contundente de los fondos federales. Al fijarla en 3.5%, la tasa quedó por debajo del 4% que mantiene el BCE. Para los deudores, la reducción de las tasas de referencia pue-

de ser un alivio. Aunque las tasas que se aplican a sus hipotecas no están directamente ligadas a las tasas del banco central, podrían evolucionar en la misma dirección. De hecho las tasas de interés de estos préstamos han estado bajando, incluso para los créditos de alto riesgo. En promedio, estaban en 5.75 la segunda semana de enero, según Moody's Economy. Com. Eso sugiere que los deudores con buenos antecedentes podrán renegociar sus hipotecas a tasas de interés más bajas. Las dudas subsisten entre quienes no se encuentran en esa situación.

Como era de esperarse, la crisis ha forzado algunos cambios en las cúpulas de las instituciones calificadoras y financieras. El 31 de agosto de 2007 Kathleen A. Corbet, de Standard & Poor's, dejó su lugar a Deven Sharma. El 30 de octubre siguiente Stanley O'Neal, dirigente del Citigroup, se vio obligado a renunciar a su cargo. Algunos días después, el 4 de noviembre, Charles Prince, de Merrill Lynch, también debió salir de la empresa. En Inglaterra, el nacionalizado Northern Rock quedó en manos de Ron Sandler, ex directivo de la aseguradora Lloyd's de Londres. En Suiza, el UBS quedó a cargo del abogado Marcel Kurer. Por su parte, los accionistas del Royal Bank of Scotland pidieron la cabeza de su consejero delegado Fed Goodwin, tras la ampliación obligada del capital por 12 mil millones de libras esterlinas, aprobada el 22 de abril del año en curso.

También las agencias calificadoras han salido mal paradas, entre ellas las más importantes: Standard & Poor's, Moody's y Fitch IBCA. Los supuestos sobre los cuales hicieron sus calificaciones no fueron confirmados por la realidad. La evolución de los títulos mostró que, en general, las calificadoras no habían medido adecuadamente los riesgos de algunos instrumentos asociados a los *subprime*. Esta experiencia les produjo costos en su principal activo: la credibilidad.

Asimismo, han sido cuestionadas las autoridades reguladoras de los países afectados, principalmente de Estados Unidos. Muchos analistas consideran que no actualizaron sus normativas y los mecanismos de supervisión bancaria. La crisis actual los ha obligado a hacer ajustes en esos campos, principalmente en lo relacionado con la regulación de Basilea II, según la cual a mayores riesgos mayores provisiones y capital.

Las reacciones a la crisis hipotecaria

Los analistas de los mercados financieros esperaban que al comienzo de 2008 el banco central estadounidense reaccionara como lo hizo: bajando sus tasas de interés de referencia y abasteciendo toda la liquidez que requirieran los mercados. El riesgo de la recesión sugería una intervención con esas características.

Lo que nadie imaginó es que el lunes 21 de enero, día en que no hubo actividades en Wall Street, se registrara un colapso de las bolsas europeas y asiáticas y que el mismo día, por la tarde, las autoridades monetarias convocaran a una reunión de emergencia en la que decidieron un fuerte ajuste en la tasa de interés.

A partir de entonces se han logrado recuperaciones importantes en los índices bursátiles, aunque todavía a mediados de abril de 2007 subsistía una parte de la volatilidad registrada desde principios de año en las principales bolsas de valores del mundo. Parte importante de la incertidumbre que prevalece se origina por las dudas respecto a las medidas que se pondrán en marcha en Estados Unidos para revertir la problemática de los créditos *subprime*.

El 13 de febrero se anunció en Estados Unidos que seis bancos (Bank of America, Citigroup, Wells Fargo, Countrywide, J.P. Morgan y Washington Mutual), que concentran la mitad de las hipotecas concedidas, aceptaban otorgar una tregua de 30 días a quienes tenían más de 90 días de demora, para iniciar renegociaciones de sus deudas. No se aclaró qué ventajas tendrían los deudores que acepten reestructurar sus adeudos. Sin embargo, 30 días de gracia no pueden convertirse en la solución al problema. Para mediados de mayo la crisis continuaba en los mismos términos. Un indicador de las expectativas que se forman en este contexto es el índice de confianza de los consumidores que había caído, en abril, al 61, el número más bajo desde octubre de 1993.

Las hipotecas *subprime*

Para poner en contexto lo que implica la crisis hipotecaria en los diferentes países es importante considerar algunas cifras básicas. Como se mencionó antes, el tamaño del mercado hipotecario en EU

asciende actualmente a 9 850 mil millones de dólares, cifra equivalente al 75% del PIB.¹³ En Inglaterra, el valor de las hipotecas representa 85% del PIB.

En el Reino Unido, la desaceleración del sector inmobiliario ha provocado una disminución de las colocaciones de títulos garantizados con hipotecas, que representan la mitad del mercado hipotecario (la otra parte se ha financiado con los ahorros depositados en los bancos que otorgan esos créditos). Para contrarrestar esta tendencia, el Banco de Inglaterra anunció el 20 de abril que ofrecerá créditos nuevos a los bancos, por un periodo de un año, por aproximadamente 100 mil millones de dólares. Los bancos que tengan hipotecas o títulos garantizados por hipotecas de alta calidad podrán obtener bonos del Tesoro británico en una proporción de 80 de bonos por 100 de hipotecas. Los bonos recibidos podrán ser utilizados como colateral para conseguir financiamientos en el mercado.

El Fed está pensando hacer una operación similar otorgando a los bancos préstamos por un año o más garantizados por hipotecas o títulos con garantía hipotecaria. Hasta ahora ha aceptado el canje de bonos gubernamentales por hipotecas pero por un plazo de hasta 28 días. Por su parte, el Banco Central Europeo siempre ha permitido que las hipotecas sirvan como colaterales de los préstamos que otorga, extendiendo recientemente los plazos máximos a 60 días.

Los riesgos actuales en el sector

¿A cuánto ascienden los créditos *subprime*? ¿Qué porcentaje de ellos está en riesgos de incumplimiento? Éstas son las preguntas que deben ser contestadas para vislumbrar un esquema de solución.

Reinhart y Rogoff, especialistas en crisis financieras, estiman que los *suprime* representan aproximadamente 30% del total de los créditos hipotecarios, algo así como tres millones de millones de dólares, pero no señalan el porcentaje que estaría en riesgo.

Paul Krugman, considera que las hipotecas pendientes de pago ascienden a 1 150 miles de millones de dólares. No cuantifica tampoco el monto de los créditos que estarían en riesgo de convertirse en pérdida de la vivienda para los interesados.¹⁴ Philippe d'Arvisenet, analista del banco francés Paribas, estima en 1 200 miles de millones de dólares el saldo pendiente de los créditos *subprime*.¹⁵



En un escenario extremo, si la totalidad de la cifra mencionada por Krugman implicara algún tipo de riesgo de impago, y cada una de las hipotecas ascendiera a 500 mil dólares, el número de deudores involucrados sería de 2.3 millones, semejante al que en 2007 no pudo pagar sus créditos y vio cómo se remataban sus viviendas. Seguramente las cifras reales son menores. De todos modos, como dice Krugman, las soluciones anunciadas por las autoridades estadounidenses son, en relación al tamaño del problema, una gota en el desierto.

Las posibles soluciones a la crisis

En España, el gobierno puso en marcha, en abril, un programa gubernamental de apoyo al sector inmobiliario. En lo inmediato, busca compensar los efectos del alza en la tasa de interés de referencia para el pago de las hipotecas, el euríbor, que subió a 4 802, el máximo de este año. También busca contrarrestar el aumento en el número de desocupados por la menor demanda de trabajadores, sobre todo en el sector de la construcción. Ambos indicadores acrecientan el temor de que las familias no puedan hacer frente a las hipotecas. En todo caso, el gobierno ha declarado que no mantendrá artificialmente al sector inmobiliario y que buscará el desarrollo de otros sectores más vinculados a la ciencia y la innovación tecnológica como pivotes del crecimiento económico del futuro.¹⁶

En Estados Unidos las sugerencias para salir de la crisis han salido principalmente de los medios académicos. Una de ellas fue formulada recientemente por Paul A. Samuelson, uno de los economistas de mayor prestigio en el mundo.¹⁷ Considera, sin adelantar argumentos para su preocupación, que EU podría estar corriendo el riesgo de que esta crisis sea tan prolongada como la de 1929-33 o, como ocurrió en Japón en los años 20 y 90 del siglo pasado. De esta última, que empezó como una crisis inmobiliaria, Japón no se ha recuperado del todo, pese a que el banco central llegó a fijar una tasa de interés de cero.

Samuelson sugiere que se tome como referencia lo hecho por el presidente Roosevelt en la crisis de 1929-33. El problema por resolver ahora serían las graves heridas del sistema financiero y la situación de la vivienda. En aquella época se fundó una Sociedad Financiera para la Reconstrucción, cuya fun-

ción era la de asumir inversiones de riesgo. Ahora propone que se cree una institución que podría llamarse Sociedad de Préstamos a Propietarios de Vivienda o una Autoridad Nacional de la Vivienda.

Aclara que los bancos centrales han cumplido con su función de prestamistas de última instancia, aportando la liquidez¹⁸ Pero esas medidas no han logrado resolver la indisposición de los ahorradores para comprar títulos hipotecarios, aun cuando se trate de operaciones con riesgos moderados. La función de las instituciones que propone sería la de asumir inversiones de riesgo, por ejemplo mediante la compra de títulos con garantía hipotecaria. El riesgo consiste en la posibilidad de absorber pérdidas en la gestión de esos títulos. La contrapartida de ese riesgo es la salida de la crisis, como ocurrió finalmente en los años 30.

Entre los criterios a seguir, Samuelson sugiere excluir de los programas de apoyo a los deudores irresponsables que adquirieron compromisos que no podían cumplir y a instituciones que siguieron estrategias temerarias como Bear Stearns o Merrill Lynch.

En el plano político, sus esperanzas se cifran en el cambio de gobierno que resultará de las elecciones de noviembre próximo. Según Samuelson, los nuevos responsables en la Casa Blanca y en el Congreso harán lo necesario para devolver la estabilidad a los mercados financieros de Estados Unidos y otros países.

Eso indica que la recuperación tardará todavía meses, dependiendo del nuevo gobierno y de la rapidez con la que logre poner en marcha las medidas adicionales para resolver la crisis y recuperar el sendero del crecimiento.

Conclusiones

Los problemas generados por los incumplimientos de los créditos *subprime* de Estados Unidos llevan ya ocho meses sin que se pueda decir que están siendo resueltos. La crisis parece tener muchas determinantes posibles: la abundancia de dinero de la era Greenspan, la desregulación de algunas de las innovaciones financieras, los errores de medición y de gestión de los riesgos crediticios por parte de los bancos, las aseguradoras y las agencias calificadoras, la llamada exuberancia irracional de los mercados, la evolución natural del ciclo inmobiliario, con sus excesos de oferta y consecuente

desaceleración de los precios, el alza en las tasas de interés y la imposibilidad de un sector de los deudores *suprime* para pagar sus adeudos, que finalmente provocó la subasta de un número significativo de viviendas y con el sentimiento de que la morosidad podría incrementarse cundió la incertidumbre y el desaliento en los mercados financieros vinculados con las hipotecas.

Los bancos centrales de todos los países, comenzando por EU, han cumplido puntualmente su papel en la provisión de las necesidades de liquidez de los mercados. Los países que poseen enormes reservas por su posición estratégica en los mercados de materias primas o en el comercio internacional han aportado el capital que necesitaban las instituciones financieras más afectadas por la crisis. Al hacerlo han ayudado a crear la confianza de que la crisis puede no ser más grave ni más duradera que las anteriores.

Lamentablemente, las inyecciones de liquidez y de recursos frescos para los capitales de los bancos se han revelado insuficientes para resolver la crisis. Falta el apoyo a los deudores, en particular aquellos que, por razones muy diversas, enfrentan el retraso en los pagos y el temor de perder su vivienda y que con poco pueden resolver su situación. Son ellos los que deben atraer la atención de las autoridades. Para dar respuesta a su problemática se requiere, según Paul Samuelson, la creación de nuevas instituciones cuyo objetivo sea evitar que la desaceleración se convierta en una depresión prolongada. Al parecer, la mejor forma de hacerlo es ayudando a los millones de deudores que están en riesgo de no pagar oportunamente sus deudas hipotecarias. Los flujos de dinero volverán a su cauce, se reconstruirá la confianza de los inversionistas y volverá el funcionamiento normal de los mercados financieros. Si eso se logra, los beneficios de una solución como la que propone Samuelson resultan mucho mayores que los costos fiscales que conlleva.

¹ “El FMI estima en 600 mil millones de euros las pérdidas de la crisis financiera”, *El País*, 09/04/08.

² *El País*, 13/02/08.

³ Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff., “¿Is the 2007 U.S

Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparaison”, borrador, febrero 5 de 2008.

- ⁴ Ángel Laborda, “Flirteando con la recesión”, *El País*, 11/5/2008.
- ⁵ Morgan Housel, “The Impending Destruction of the U.S. Economy: Part 1”, diciembre 11, 2007, publicado por *The Motley Fool* (www.fool.com/investing/general/2007) y *El País*, Negocios 27/01/08.
- ⁶ Cf. Financial Stability Forum, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, 7 de abril de 2008, p. 5.
- ⁷ Phillipe d’Arvisenet. Retour sur la crise du subprime. *Conjuncture*, abril, 2008, p. 19 Una descripción del índice Case-Shiller de vivienda se puede consultar el texto *Exuberancia irracional* de Robert Shiller (2003) y en la segunda edición en inglés de 2005. También pueden consultarse las series que publica el Bank for International Settlements, estudiadas en *Explaining Changes in House Prices*, de Gregory D. Sutton (2002)
- ⁸ Los bancos tenían parte de estas tenencias en registros fuera de balance, gracias, sobre todo, a las ventajas regulatorias aplicables, que les permitían no contabilizar estas inversiones como parte de los activos de riesgos que tenían que soportar con capital. Cf. Financial Stability Forum (2008) p. 5.
- ⁹ *El País*, 20/04/08.
- ¹⁰ Esta calificación significa que el pago del capital y los intereses está totalmente asegurado. Las calificaciones entre Aaa/AAA y Baa3/BBB son consideradas escala de inversión, esto es, que no tienen riesgo de impago. Las calificaciones entre Ba1/BB y C/D son “escala de especulación”, es decir, donde corren peligro el principal o los intereses.
- ¹¹ Cf. *El País*, 17/01/2008.
- ¹² *El País*, 24/04/08.
- ¹³ En España equivale al 37% del PIB.
- ¹⁴ Paul Krugman, *La teoría de la bofetada*, *El País*, 23/03/08
- ¹⁵ “Retour a la crise du subprime”, en: *Conjuncture*, abril 2008, núm. 4, p. 19.
- ¹⁶ *El País*, 9/05/2008.
- ¹⁷ Paul A. Samuelson. “Cómo prevenir una larguísima depresión”, *El País*, 27/04/08.
- ¹⁸ A diferencia de lo que ocurrió en la crisis de 1929-33. Según los trabajos de Barry Eichengreen (“Gold Fetters. The Gold Standard and the Great Depresión 1919-1939” publicado en 1992) y Peter Temin (“¿Did the Monetary Forces caused the Great Depression?, publicado en 1976), las rigideces del patrón oro y la inadecuada política monetaria seguida por la Reserva Federal durante los años más críticos, actuaron en contra de una salida rápida de la crisis.