

# El flagelo de las

Randall Dodd y Paul Mills

**Cualquiera de los innumerables problemas del mercado hipotecario de Estados Unidos se hubiese podido remediar, pero al conjugarse generaron una crisis que se propagó por todo el mundo**

**Y**A SE aprecian las causas de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Todo empezó con fallas en las prácticas de colocación de los préstamos, que se fueron multiplicando. Los daños se propagaron en cada etapa de un complicado proceso de originación de una hipoteca de alto riesgo, convertida luego en un valor garantizado por un activo que pasaba a integrar una obligación de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés), que se calificaba y se vendía a inversionistas.

No está muy claro cómo la crisis llegó a otros sectores del sistema financiero mundial. Como un virus invisible que infecta a muchas personas y comunidades, la crisis financiera se propagó cuando las pérdidas de los intermediarios en un mercado no transparente despertaron inquietud con respecto a la liquidez y la solvencia de otro. Así como las enfermedades se transmiten por contacto con personas, animales o alimentos contaminados, esta crisis se ha transmitido a través de instituciones y mercados interconectados, dejando a otros prácticamente incólumes.

En este artículo se examinan los orígenes de la crisis hipotecaria y los distintos lugares, algunos inusitados, en que se han observado sus efectos, como los mercados de préstamos interbancarios, de papeles comerciales a corto plazo o incluso de bonos municipales.

## El virus de los préstamos de alto riesgo

La concesión de préstamos a personas de bajo ingreso y bajas calificaciones de crédito no es mala ni irresponsable de por sí, pero es prudente controlar los riesgos mediante un examen más detenido del prestatario, normas más estrictas para las garantías y tasas acordes con la magnitud de los riesgos.

Muchas veces, sin embargo, se relajaron las normas para los préstamos de alto riesgo y de tipo "Alt-A" (un riesgo intermedio entre el primer grado y el grado inferior). Incluso muchas hipotecas eran de tipo "ninja" (a personas sin ingresos, sin empleo y sin activos) y, para empeorar las cosas, inicialmente ofrecían tasas bajas como "gancho" u otras condiciones, como la opción



# hipotecas de alto riesgo

de pagar únicamente intereses o de amortización negativa, que las hacía parecer más asequibles a los deudores, los cuales podían obtener una hipoteca mayor, pero con pagos futuros más altos cuando la tasa “gancho” expirase o empezaran los pagos al principal.

Ese comportamiento tan arriesgado se justificaba argumentando que los precios de las viviendas se apreciaban aceleradamente y en Estados Unidos no habían bajado a nivel nacional desde los años treinta. Por consiguiente, los altos precios de las garantías mitigarían o eliminarían gran parte de los posibles problemas de reembolso. Si el deudor no pagaba a tiempo, el aumento del valor de la vivienda facilitaría un refinanciamiento o, en caso de embargo, esta cubriría el préstamo y los intereses y multas acumulados. Si los precios de las viviendas seguirían aumentando y las razones préstamo/valor siempre bajarían, ¿qué podría salir mal?

La transformación de los préstamos para vivienda en valores (cuyos pagos de renta y amortización se transfieren a los inversionistas a través de un fideicomiso) creó más problemas. Si bien todos los valores respaldados por hipotecas (MBS) que son emitidos por entidades patrocinadas por el gobierno (EPG) de Estados Unidos (Fannie Mae y Freddie Mac) tienen normas comunes de colocación, los MBS emitidos por las principales firmas de Wall Street no tenían normas homogéneas. Ello elevaba considerablemente el costo de entender la información revelada, así como las primas para mantener la confianza. La debida diligencia de los inversionistas no bastaba ante esta mayor carga de información.

Los inversionistas se valieron de las agencias calificadoras del riesgo crediticio. Estas agencias tienen una larga y reconocida trayectoria en la calificación de bonos, pero los MBS y los CDO hipotecarios de alto riesgo eran instrumentos nuevos y más complejos. Los CDO son valores estructurados respaldados por conjuntos de valores, préstamos o derivados de crédito cuyos flujos de caja se dividen en segmentos, llamados tramos, con diferentes características de reembolso y rentabilidad.

Como las hipotecas de alto riesgo eran nuevas, había poca información sobre sus resultados anteriores, una deficiencia muy importante a la hora de evaluar su comportamiento —individual o en grupo— en casos de tensión económica. Gracias al optimismo que había con respecto a su desempeño, más del 90% de los préstamos de alto riesgo titulizados se convirtieron en valores con la calificación máxima de AAA (FMI, 2008).

Los incentivos del mercado para los originadores, tituladores e incluso agencias calificadoras del riesgo de los préstamos no despertaron escepticismo en torno a estos títulos difíciles de entender. Al contrario, los incentivos incrementaban el volumen de las transacciones e incitaban a soslayar aspectos como la calidad del crédito y la prudencia, ya que a los jugadores se les pagaba para que cerraran negocios y el riesgo en última instancia correría por cuenta de otros: los inversionistas finales.

La complejidad de estas inversiones estructuradas —los valores se dividen en varios tramos, cada uno con un riesgo diferente y

vendidos por separado— planteaba retos adicionales para la calificación del riesgo. El modelo de calificación del riesgo resultó inadecuado para prever el incumplimiento no solo a nivel individual sino también simultáneo en los distintos mercados de vivienda de Estados Unidos, e impedía calcular correctamente el riesgo de crédito de cada tramo. Se suponía que los tramos superiores, mejor calificados, tenían poca correlación con los tramos inferiores, más arriesgados. Sin embargo, cuando se conoció la baja calidad de los préstamos y se rebajó la calificación de los títulos, todos empezaron a perder valor.

**Se argumentaba que los precios de las viviendas se apreciaban aceleradamente y en Estados Unidos no habían bajado a nivel nacional desde los años treinta.**

Una vez que los títulos se distribuyeron y se negociaron en bolsa, surgieron más problemas. La vulnerabilidad de las posiciones de inversión apalancadas, o poco capitalizadas, y la iliquidez de muchos mercados de crédito estructurados salieron a relucir cuando se suspendieron las negociaciones en otros mercados, como los de MBS vinculados a hipotecas de alto riesgo, los CDO, los papeles comerciales garantizados con activos (ABCP), y los derivados de crédito (Dodd, 2007). La estrategia de fuerte apalancamiento, a través de deuda o derivados, para elevar la rentabilidad del capital, puso a los inversionistas a merced de una gran oscilación de los precios del mercado. Los originadores de hipotecas, agentes y operadores, fondos de cobertura, y vehículos de inversiones estructuradas (VIE) que los bancos mantenían fuera de su balance, estaban muy apalancados. La principal estrategia de gestión del riesgo era procurar negociar rápidamente las posiciones generadoras de pérdidas. Pero esa estrategia, que se basa en la liquidez de los mercados, falló cuando estos quedaron ilíquidos.

Una situación en la que todas las negociaciones van en una sola vía (todos tratando de vender o de comprar) resulta difícil para los mercados financieros; pero la liquidez de algunos mercados ha resultado más fiable que la de otros. Las bolsas de valores de Estados Unidos permanecieron líquidas incluso durante el desplome de 1987 y el mercado bajista que siguió al boom informático de principios de este decenio. Ello no ocurrió en el caso de los mercados extrabursátiles de títulos relacionados con hipotecas y derivados de crédito. Estos mercados no tienen agentes obligados o comprometidos a mantener la liquidez del mercado mediante ofertas de compra y venta en el curso de la jornada. En los períodos de tensión, los agentes pueden suspender la creación

de mercado, y la falta de negociaciones elimina una manera independiente de ajustar las posiciones al valor de mercado (véase “El abecé de los mercados extrabursátiles” en la pág. 34). A medida que aumentaba la volatilidad en los mercados de crédito y MBS, aumentó el riesgo de crear mercados y mantener valores en existencia. Ello redujo la voluntad de los agentes para ofrecer liquidez a quienes deseaban operar en el mercado.

### El virus se propaga

Cualquiera de estos problemas por sí solo habría planteado una situación difícil, pero quizá autocorregible y confinada al mercado de alto riesgo. Las pérdidas causadas directamente por las hipotecas de alto riesgo han sido relativamente pequeñas, y equivalen a una caída del 2%–3% en los precios de las acciones estadounidenses. Pero los problemas se conjugaron y propagaron a sectores clave del sistema financiero y la economía. En general, el FMI estima, en su Informe sobre la estabilidad financiera mundial de abril de 2008 que las pérdidas mundiales podrían llegar a US\$945.000 millones una vez que se incluyan otras, como las de los inmuebles comerciales. La velocidad y amplitud de la propagación fue sorprendente, y muchos de los siguientes 10 efectos secundarios de la crisis hipotecaria desconcertaron a los analistas.

**Pésima calidad de las normas para los créditos de alto riesgo y Alt-A en 2006–07.** A medida que se acumulan los incumplimientos y ejecuciones hipotecarias, la baja calidad de los préstamos concedidos en 2006–07 no deja de asombrar a los analistas. Sin una recesión que genere este tipo de pérdidas, dos cosas quedaron claras. Primero, muchos solo podían pagar su hipoteca si la apre-

ciación de la vivienda porque continuaba, lo cual les permitiría refinanciar antes de que terminaran sus tasas “gancho”. Al bajar los precios en muchas partes, se multiplicaron los incumplimientos y las ejecuciones porque los deudores no podían refinanciar la hipoteca. Segundo, un gran número de deudores, agentes y tasadores inflaban los precios de las viviendas y los ingresos de los solicitantes de crédito. Si la apreciación de las viviendas no continuaba, no habría modo de pagar muchas de estas hipotecas. Aunque el reajuste de las tasas en algunos casos está agravando los problemas de incumplimiento, ello no fue la causa inicial.

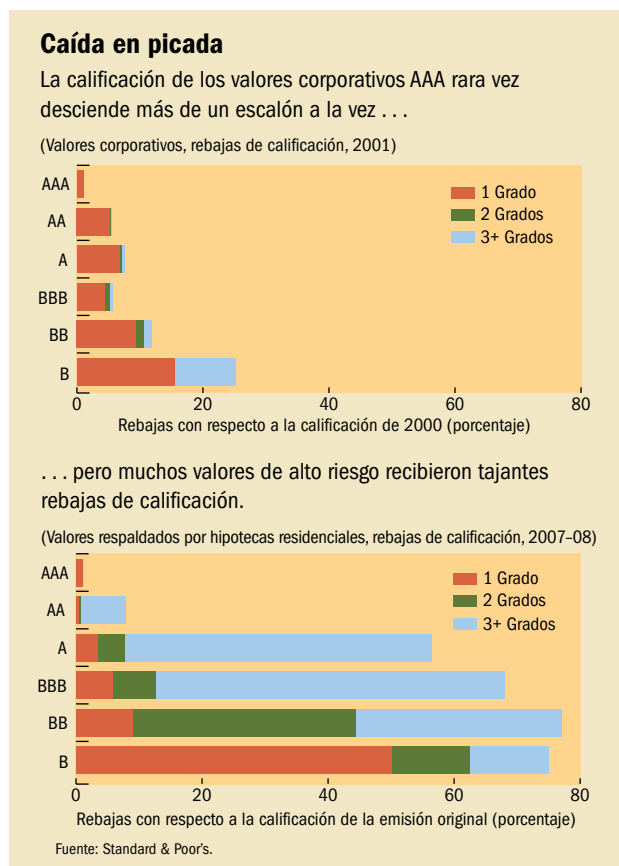
**Grado y velocidad de reclasificación de los valores respaldados por activos.** Los inversionistas han aprendido en carne propia que la calificación de los títulos de crédito estructurados tiene mayores posibilidades de sufrir un rápido y severo descenso que la de los bonos corporativos (véase el gráfico). Las reclasificaciones de los títulos de alto riesgo no solo se aceleraron, sino que solían bajar varios escalones debido a la sensibilidad de la calificación de esos valores a los supuestos aumentos de las pérdidas crediticias. Como resultado, ha disminuido la fe de los inversionistas en las opiniones de las agencias calificadoras del riesgo: a partir de agosto de 2007, las primas de riesgo de crédito de los MBS de viviendas de Estados Unidos con calificación AAA son semejantes a las de los bonos corporativos de calificación BBB.

Este problema ha afectado especialmente a los bancos que conservaron los tramos de CDO de calificación AAA “superior privilegiada” que ellos patrocinaban. Algunos bancos no tenían la pericia para analizar los riesgos de estos instrumentos respaldados por activos, y su debida diligencia efectivamente se basaba en el análisis de las agencias calificadoras, de modo que cuando empezaron a bajar de categoría en julio de 2007, los bancos registraron importantes pérdidas por ajuste a los precios del mercado.

### Pánico en los fondos del mercado monetario en agosto de 2007.

El primer descenso general de los mercados ocurrió en julio, tras una ronda importante de reclasificación de MBS de alto riesgo (en vista del aumento de los incumplimientos) y dos fondos de cobertura patrocinados por la firma Bear Stearns de Wall Street trataron de liquidar grandes posiciones en esos valores. Tras el anuncio del banco francés BNP en agosto de que suspendía los retiros de algunos fondos del mercado monetario, se generalizó la turbulencia en el mercado interbancario. Temiendo una fuerte demanda de efectivo por retiros de los clientes, los fondos trasladaron defensivamente sus carteras de depósitos bancarios y papeles comerciales a mediano y largo plazo (en la práctica, pagarés empresariales) a vencimientos ultracortos y a un día. Esto provocó una fuerte demanda de liquidez a corto plazo y un colapso del mercado de ABCP, los efectos de corto plazo utilizados para financiar las inversiones, no incluidas en el balance, en activos a largo plazo. Lo anterior dificultó la obtención de préstamos por parte de los bancos de Europa y Norteamérica a plazos mucho mayores de un día. Pese a que en ese momento había poca preocupación por la solvencia de los bancos, los beneficios de otorgar préstamos a vencimientos más largos no alcanzaban a compensar el riesgo de otorgar créditos a contrapartes que podrían caer en desgracia.

**Un sistema bancario “oculto”.** El desplome de la demanda de ABCP enfocó la atención hacia los VIE que varios bancos patrocinaban directamente o a través de considerables compromisos de crédito. En esencia, estas entidades no incluidas en el balance



transformaban la liquidez: tomaban los productos a corto plazo de las ventas de ABCP y compraban activos a más largo plazo, a semejanza de lo que tradicionalmente hacen los bancos en el balance, tomando depósitos y concediendo préstamos; pero como no estaban incluidos en el balance, no necesitaban tanto capital para cumplir las normas de capitalización bancaria. Cuando el mercado de ABCP se desplomó, los bancos tuvieron que conceder préstamos a estas entidades y pronto tuvieron que decidir si las incluían oficialmente en sus balances. Algunos bancos lo hicieron, acrecentando sus balances y el capital requerido; pero otros no, lo cual suscitó ventas de activos y pérdidas para los inversionistas. Aunque las agencias calificadoras y las autoridades sabían de estas entidades, su tamaño (activos por más de US\$1 billón) y su contribución a la demanda de activos de riesgo no eran bien conocidos antes de agosto de 2007.

**Grado de los compromisos de liquidez de los bancos.** Ante las dificultades para financiarse en los mercados al por mayor, los bancos empezaron a “acaparar” liquidez conservando los activos más próximos al efectivo y reduciendo los plazos de sus préstamos a otros bancos. Los bancos se interesaron más

por el número de compromisos de crédito que habían suscrito con otros bancos, fondos de cobertura y empresas. Al mismo tiempo, como les resultaba más difícil recaudar fondos mediante la venta de préstamos en los mercados de valores, elevaron el número de préstamos que mantenían en sus libros. Los bancos sufrían presiones de liquidez por ambos lados: tuvieron que conservar préstamos que planeaban vender y cumplir compromisos de crédito que no deseaban. Esto coincidió con la creciente renuencia de los bancos a conceder préstamos a otros bancos. El resultado fue una iliquidez sin precedentes en los mercados interbancarios.

**Rápida fuga de los bancos hacia la liquidez.** Ante la inquietud por el crédito de la contraparte y la acaparación de activos líquidos, hasta los bancos solventes tienen dificultades para financiarse. Northern Rock, del Reino Unido, requirió fondos de emergencia del Banco de Inglaterra ya que no pudo titular ni vender las hipotecas que poseía, no pudo obtener efectivo de otros bancos, y sus activos líquidos solo le alcanzaban para unas pocas semanas. Bear Stearns sufrió una “corrida” del mercado al por mayor pese a que los supervisores garantizaban que su capital regulatorio excedía los requisitos. Bear Stearns agotó en tres días su reserva de liquidez por US\$17.000 millones, a pesar de que la Reserva Federal de Nueva York y JPMorgan Chase negociaban su rescate. Northern Rock y Bear Stearns ilustran la fragilidad de la confianza en los mercados al por mayor y la rapidez con que se puede agotar el dinero de una entidad cuando se mancha su reputación y los mercados están ilíquidos.

El miedo a manchar la reputación ayuda a entender por qué los bancos han sido reacios a utilizar las líneas de crédito entre ellos. Temen suscitar rumores de pérdida de liquidez. Tampoco han querido utilizar el apoyo de los bancos centrales. Como resultado, la Fed amplió su ventanilla de ofertas de liquidez de manera anónima. Otros bancos centrales están adoptando medidas semejantes.

**Concentración del riesgo de crédito de las hipotecas de alto riesgo en los aseguradores de bonos.** Algunos aseguradores de

bonos (las compañías “monolínea”), que antes se especializaban en ofrecer protección para el riesgo de crédito de los bonos municipales y de infraestructura, en 2003 empezaron a asegurar valores respaldados por activos y CDO para reforzar las calificaciones AAA de los tramos más seguros. El aumento de la morosidad y las ejecuciones hipotecarias llevó al desplome de estos valores e incrementó los pasivos de los aseguradores, que fueron reclasificados o su calificación fue puesta bajo observación por las agencias calificadoras. Se estima que los dos mayores aseguradores, Ambac y MBIA, habrían perdido US\$23.000 millones y se vieron obligados a recaudar capital adicional.



**Desplome de los mercados de bonos municipales y préstamos estudiantiles.** Los graves problemas de las compañías monolínea afectaron los mercados de bonos municipales y valores respaldados por préstamos estudiantiles. Más de la mitad de los US\$2,6 billones en bonos municipales en circulación son garantizados por compañías monolínea y reciben una calificación de crédito AAA. Estas garantías homogeneizan gran parte de los más de 2 millones de diversos bonos que circulan, convirtiéndolos en valores de calificación AAA.

En los últimos años, el mercado ha reemplazado los bonos tradicionales de cupón fijo por otros instrumentos innovadores, como los valores a un tipo de adjudicación (ARS). Si bien para los deudores los ARS suelen ser instrumentos a largo plazo, los prestamistas los consideran a corto plazo porque su tasa de interés se reajusta con frecuencia en un sistema de subasta a la baja, en que los tenedores también tienen la opción de vender el título. En circunstancias normales, los intereses son menores para el emisor y la inversión es más líquida para los administradores de dinero de las empresas e instituciones; pero los problemas de los aseguradores suscitaron dudas sobre la calificación crediticia de los ARS y, si bien los agentes-operadores tradicionalmente presentaban ofertas para equilibrar el mercado, dejaron de hacerlo cuando descubrieron que estaban adquiriendo un volumen excesivo de valores. Como resultado, las subastas fracasaron, y muchos municipios tuvieron que pagar tasas de interés mucho más altas.

Muchas firmas especializadas en préstamos estudiantiles utilizaban la técnica ARS, y tras el fracaso de las subastas tuvieron que suspender sus operaciones o la concesión de nuevos préstamos.

**El mercado hipotecario de Estados Unidos dependía de entidades patrocinadas por el gobierno para hacer frente a la crisis.** Las autoridades estadounidenses se han valido más que de costumbre de organismos federales y empresas patrocinadas por el Estado para brindar apoyo al mercado hipotecario. Este apoyo ha asumido la forma de refinanciamiento de hipotecas (Federal Housing Administration), fuerte aumento de los préstamos a los bancos hipotecarios que necesitan liquidez y mayor adquisición de MBS (Federal Home Loan Banks), compra de más hipotecas y emisión y compra de más MBS (EPG), y suministro de liquidez con una gama más amplia de garantías hipotecarias de un mayor número de contrapartes (Reserva Federal). En resumen, las autoridades estadounidenses han movido casi todas las palancas a su disposición para sostener la actividad hipotecaria.

**Escala del desapalancamiento forzoso de los bancos.** Los bancos han sufrido pérdidas, han incorporado a sus balances activos de VIE y fondos de cobertura quebrados, y han tenido que cumplir compromisos de préstamo. Como resultado, se han visto obligados a racionar el capital más estrictamente. Con el capital deteriorado y difícil de recaudar externamente, los bancos han tratado de reducir los préstamos voluntarios y endurecido las condiciones para los créditos ya concedidos, ya sean préstamos de consumo garantizados por el capital inmobiliario o préstamos a fondos de cobertura. Los bancos comerciales son por naturaleza apalancados, y un descenso relativamente pequeño del capital puede traducirse en un descenso mucho mayor en el total de préstamos. Según una estimación, las pérdidas del sistema bancario estadounidense por US\$400.000 millones en la crisis actual se traducirían en un descenso de US\$2 billones en el total de préstamos y una reducción del 1,2% en el PIB del país (Greenlaw y *et al.*, 2008; FMI, 2008).

### La resistencia: No todas las sorpresas fueron malas

Si bien fueron muchas las malas noticias durante la propagación de la crisis, hubo unas cuantas sorpresas favorables.

Primero, hasta el **momento, la propagación de los problemas a los mercados emergentes ha sido limitada, y el crecimiento y la demanda mundial de materias primas se mantienen pujantes.** Los mercados emergentes no han sido del todo inmunes. En algunos países, como Kazajistán e Islandia, se han sentido tensiones en el sector bancario; las primas de los bonos de los mercados emergentes han aumentado, y algunas bolsas han caído precipitadamente (tras un fuerte aumento en unos pocos años anteriores). Pero hasta el momento no ha ocurrido ninguna crisis considerable, ni se ha producido una fuga de capital masiva y desestabilizadora, ni las economías reales se han contraído.

Segundo, la **disposición de los fondos soberanos de inversión para suministrar capital a los bancos comerciales y de inversión en apuros ha sido favorable para la estabilidad financiera mundial.** Hasta marzo de 2008, estos fondos habían aportado capital a los bancos y a aseguradores por US\$45.000 millones, aunque la continuación de las pérdidas en el mercado hace menos probables nuevas inyecciones de capital en el corto plazo.

### Algunos remedios posibles

Si bien las medidas de política aún están en la fase de diseño, se deben tener en cuenta varios objetivos clave para corregir los problemas actuales y evitar que se repitan:

- **Atenuar el apalancamiento.** Ciertos elementos de los mercados financieros modernos requieren tanto apalancamiento que son vulnerables a grandes oscilaciones de los precios y a la iliquidez del mercado. Como hemos visto, el desapalancamiento empeora la escasez de crédito, y las ventas forzosas generan un movimiento excesivo de los precios. Las autoridades deben aplicar límites de prudencia más estrictos para el apalancamiento, quizá elevando los requisitos de capital o de constitución de garantías.

- **Mejorar la gestión de liquidez.** Algunas instituciones principales han resultado menos resistentes de lo previsto a los shocks de financiamiento. Los participantes clave del mercado deben buscar mejores maneras de proporcionar liquidez para las operaciones.

- **Fomentar la liquidez del mercado.** En los mercados extrabursátiles, la liquidez del mercado, y a su vez el descubrimiento de precios, ha resultado endeble. Se requieren medidas para reforzar la confianza en la liquidez de estos mercados, por ejemplo, formalizando las obligaciones de cotizar que tienen los operadores (como ocurre en el mercado del Tesoro de Estados Unidos).

- **Promover la diligencia debida.** Los inversionistas demostraron falta de diligencia debida y excesiva confianza en las calificaciones crediticias al invertir en valores estructurados. Los inversionistas institucionales, en particular, requieren una mayor diligencia al adquirir una nueva clase de activos. Para mejorar la vigilancia, los productos de crédito estructurados deben ser más sencillos y fáciles de valorar independientemente por parte de los inversionistas.

- **Mayor transparencia.** La falta de transparencia del precio de mercado en los instrumentos de crédito estructurados ha agravado los desafíos contables y de valoración creados por la crisis. El aumento de información al público sobre los precios y las negociaciones contribuirá al descubrimiento de los precios y a la valoración a precios de mercado. Además, los bancos necesitan incentivos para consolidar entidades que no se incluyen en los balances.

### Una epidemia pertinaz

¿Qué hemos aprendido? Primero, la titulización ha transferido algunos riesgos de crédito del sistema bancario, pero no tantos como se preveía, y a expensas de la transparencia. El descubrimiento de dónde se acumulan las pérdidas está demorando mucho. Segundo, los mercados extrabursátiles no son siempre líquidos en tiempos difíciles. La perturbación de los mercados interbancarios ha sido más profunda y duradera que lo previsto antes de agosto de 2007, lo cual significa que las instituciones deben estar en condiciones de sobrevivir con sus propios recursos por un tiempo largo. Tercero, la gestión del riesgo en cada banco se ha enfocado en proteger a la institución, prácticamente sin tener en cuenta los riesgos sistémicos. Como resultado, las medidas individuales, racionales para la supervivencia, colectivamente han generado resultados irracionales. Por último, la resolución de la crisis ha sido extremadamente compleja en un mundo de dispersión de riesgos y productos derivados. Los bancos centrales se han visto obligados a innovar rápidamente para contener los brotes, y aun así la crisis ha persistido. La lucha contra esta epidemia ha resultado más difícil de lo que imaginaron los médicos. ■

*Randall Dodd es Asesor y Paul Mills es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

#### Referencias:

Dodd, Randall, 2007, "Los tentáculos de la crisis hipotecaria", Finanzas & Desarrollo, vol. 44 (diciembre), págs. 15-19.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008, Global Financial Stability Report, abril (Washington).

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap y Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", documento presentado en un foro sobre la política monetaria de Estados Unidos el 29 de febrero.