

UNA CRISIS



de confianza

. . . y mucho más

Laura Kodres

LA ACTUAL crisis es la más grave que afrontan los mercados financieros maduros en varios decenios, y aún no ha terminado. En el período anterior a la crisis, las bajas tasas de interés nominales, la abundante liquidez, la escasa volatilidad de los mercados financieros y una sensación general de complacencia animaron a muchos inversionistas a asumir más riesgos. Se preveía que el largo período de evolución favorable de los mercados financieros continuaría; el crecimiento mundial se había mantenido vigoroso, y los excesos anteriores de la burbuja tecnológica parecían muy lejanos: en resumen, muchos creían en un nuevo paradigma para los mercados financieros. Por lo tanto, las estrategias y la inversión en activos más riesgosos se convirtieron en lo normal, y en muchos casos no se entendían bien los riesgos subyacentes ni se disponía de capital suficiente para respaldarlos.

A pesar de las repetidas advertencias del sector oficial de que la intensa “búsqueda de rendimientos” podía comprometer la estabilidad financiera, los incentivos ofrecidos por el sector privado siguieron alentando la asunción de nuevos riesgos. En la primavera de 2007, incluso los altos funcionarios de algunas de las principales instituciones financieras comenzaron a expresar públicamente su preocupación, en particular por los títulos crediticios estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo y la flexibilidad de los acuerdos de préstamo y las condiciones que respaldaban la actividad relacionada con las adquisiciones apalancadas. Sin embargo, dadas las tasas de interés aún bajas y la abundancia de liquidez, la demanda de productos de crédito estructurado con una calificación de AAA y con rendimientos más altos de lo normal se mantuvo hasta mediados de 2007

(gráfico 1). Los supervisores no tenían la información ni la influencia suficientes para frenar la proliferación de títulos sobrevalorados. Por lo tanto, las presiones competitivas para emitir y vender estos productos eran tan intensas que —como señaló Charles Prince, Presidente y Director General de Citigroup, a un reportero a principios de julio de ese año— la Gerencia consideró: “Mientras la música suene, hay que seguir bailando”.

Como en muchas crisis de crédito anteriores, la relajación de las condiciones crediticias durante la fiebre prestamista causó las primeras pérdidas. Aunque el creciente incumplimiento de pagos de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos —en particular en el mercado hipotecario de alto riesgo— desencadenó la crisis inicial, los efectos secundarios han sido

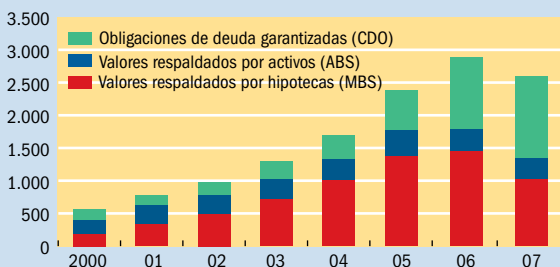
Para mejorar la estabilidad financiera los incentivos deben ser más atractivos para todos los participantes en el mercado

Gráfico 1

Creciente popularidad

La emisión de créditos estructurados aumenta en Estados Unidos y Europa.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co., y Foro Europeo de Titulización.

Nota: CDO, por sus siglas en inglés = collateralized debt obligations; ABS, por sus siglas en inglés = asset-backed securities, incluidos automóviles, tarjetas de crédito, etc., y MBS, por sus siglas en inglés = mortgage-backed securities excluyen los valores respaldados por hipotecas de entidades estadounidenses.

especialmente graves. La falta de transparencia y la complejidad de la creciente variedad de productos de crédito estructurado ocultaron, incluso a veces a las propias instituciones financieras, la ubicación, el tamaño y el apalancamiento de las posiciones mantenidas. La ampliación de los efectos de la crisis también ha sorprendido y ha inquietado a muchos inversionistas. Resolver estos problemas no será fácil porque los incentivos que fueron la causa básica de la crisis están muy arraigados en el comportamiento del sector privado y, en algunos casos, incluso se ven reforzados por la reglamentación vigente.

Evolución de la crisis

¿Cómo se convirtió en una crisis tan grave? Es la primera vez que el mercado de productos de crédito estructurado complejos se ve confrontado con una desaceleración. La demanda de valores de rendimiento alto con calificación AAA contribuyó a que los emisores de estos productos recurrieran a préstamos subyacentes de calidad cada vez más baja para satisfacer esta demanda, agrupando y dividiendo los flujos de caja obtenidos en múltiples “tramos”, lo que permitía a los inversionistas de algunos de estos tramos recibir primero los pagos y justificaba la calificación AAA (véase el recuadro). Estos valores de rendimiento más alto y con calificaciones elevadas podían venderse fácilmente a muchas compañías de seguros, fondos de pensiones y otros bancos pequeños dispersos por todo el mundo. Para otros inversionistas, como los *hedge funds* (fondos de cobertura) y los que estaban dispuestos a asumir más riesgo, los tramos de estos valores estructurados con calificaciones más bajas también parecían ofrecer rendimientos atractivos.

En un entorno financiero estable con abundante liquidez, los inversionistas no se sintieron obligados a prestar mucha atención a los riesgos relacionados con los productos estructurados complejos que habían adquirido y, en cambio, pensaron que podían devolver o vender estos productos a otros inversionistas en caso necesario. Confiaron en que las entidades calificadoras evaluaban adecuadamente los riesgos. A posteriori, se dio demasiada importancia a las calificaciones asignadas y muy poca a la documentación sobre los productos o la investigación independiente de los instrumentos subyacentes.

Estos productos complejos tenían dos problemas: el deterioro de la garantía subyacente —principalmente hipotecas de alto riesgo originadas en las últimas etapas de la fase de expansión— y la falta de información sobre el funcionamiento de estas estructuras durante una desaceleración económica o cuando caducaron las “tasas gancho” aplicadas inicialmente a los préstamos. Las correlaciones entre los préstamos y otros tipos de valores no se sometieron a suficientes “pruebas de tensión” con respecto a una desaceleración del ciclo de crédito, cuando las correlaciones suelen aumentar, o con respecto a un descenso a nivel nacional de los precios de la vivienda en Estados Unidos. Además, aunque las calificadoras de riesgo insistieron en que solo calificaron el riesgo de incumplimiento efectivo (es decir, el riesgo de crédito), estos productos también contenían riesgos de liquidez y de mercado, los cuales muchas veces los inversionistas no consideraron.

Aunque los inversionistas tal vez no hayan entendido plenamente el alcance de los riesgos asumidos, por los cuales son responsables, la estructura de incentivos de las calificadoras de riesgo también contribuyó a la proliferación de productos de

¿Qué es el financiamiento estructurado?

El financiamiento estructurado implica normalmente la agregación de múltiples riesgos subyacentes (como los riesgos de mercado y de crédito) agrupando varios instrumentos sujetos a estos riesgos (por ejemplo, bonos, préstamos o valores respaldados por hipotecas) y luego dividiendo los flujos de caja resultantes en “tramos”, o partes, pagados a los diferentes tenedores. Hay un orden de prelación de los pagos a los tenedores de estos tramos, de forma que los tramos preferentes o *senior* (con menos riesgos) son los primeros que reciben los pagos, seguidos por los distintos niveles hasta el tramo subordinado o *equity* (el de mayor riesgo) (véase el gráfico).

Si no se obtiene una parte de los flujos de caja esperados del conjunto de los activos (por ejemplo, por impago de algunos préstamos), cuando se agote el flujo de caja de resguardo, los tenedores del tramo *equity* serán los primeros en absorber las pérdidas. Si los flujos de caja esperados se reducen aún más, el siguiente grupo de tenedores (el tramo *mezzanine*) no recibirá el pago completo.

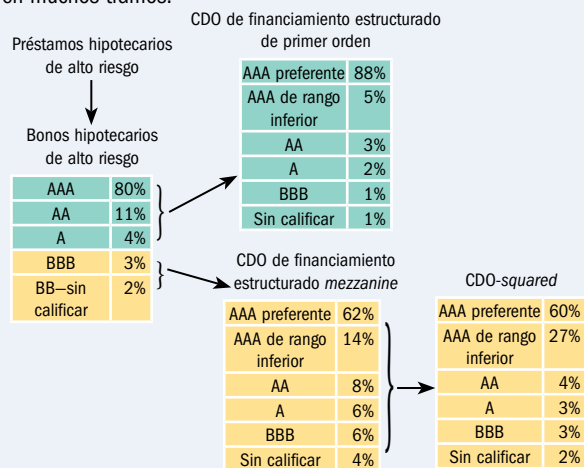
Normalmente, los tramos superpreferentes y *super senior* en la parte superior de la estructura de capital se construyen de tal forma que obtienen calificaciones crediticias AAA, es decir, que la probabilidad de que no reciban los pagos prometidos es muy baja.

Hasta julio de 2007, cuando estalló la crisis financiera, los productos de crédito estructurado crecieron de manera exponencial. Por ejemplo, la emisión de algunos productos de crédito

estructurado en Estados Unidos y Europa creció de US\$500.000 millones en 2000 a US\$2.600 billones en 2007.

Muy complejos

Los productos de crédito estructurado se agrupan y subdividen en muchos tramos.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Notas: CDO (por sus siglas en inglés, *collateralized debt obligation*) = Obligación de deuda con garantía. Los porcentajes representan la proporción de bonos en el tramo calificado.

crédito estructurado. Los estructuradores solicitaban una calificación para los distintos tramos de riesgo dentro de una estructura. Si el tamaño o las características de los distintos tramos se consideraban inadecuados para lograr las calificaciones que permitían satisfacer la demanda correspondiente a estos tramos, las calificadoras recomendaban cambios estructurales (por ejemplo, reforzar las garantías) para alcanzar dichas calificaciones. Estas idas y venidas entre los estructuradores, que pagaban por las calificaciones, y las calificadoras, que las otorgaban, parecen como mínimo haber contribuido a socavar la independencia del proceso de calificación.

Contracción de la liquidez

Las dificultades más graves aparecieron cuando se descubrió que los métodos de financiamiento utilizados por los bancos para mantener estos productos de crédito estructurado difíciles de valorar e ilíquidos tenían fallas. Muchos de estos productos se mantenían en entidades fuera del balance de los principales bancos —por lo general, vehículos de inversiones estructuradas (VIE) o fondos especiales (*conduits*)— para aprovechar el menor costo financiero de estas operaciones, lo que permitía aumentar el apalancamiento en otros sectores del balance de los bancos. Estos fondos especiales se financiaban con papeles comerciales garantizados con activos a corto plazo (ABCP, por sus siglas en inglés), mientras que los pasivos de los VIE comprendían alrededor de una tercera parte de los ABCP y dos terceras partes del financiamiento a más largo plazo. El problema principal era la opacidad, ya que los inversionistas de ABCP no disponían de información exacta sobre las tenencias de estas entidades, y el público inversionista o algunos supervisores bancarios en general no estaban al corriente de la estrategia de financiamiento.

Cuando la confianza se deterioró, muchos tenedores de ABCP respaldados por productos de crédito estructurado ilíquidos se deshicieron de sus tenencias, redujeron el plazo de vencimiento que estaban dispuestos a aceptar o exigieron rendimientos más altos, especialmente si sospechaban que los productos de cré-

dito mantenidos estaban expuestos a las hipotecas de alto riesgo. Muchos VIE tenían líneas de crédito contingente con su banco matriz por si los compradores de ABCP decidían no renovar sus papeles. La contracción de la liquidez en el mercado de ABCP en agosto de 2007 dio lugar a una falta de liquidez general en el mercado interbancario, cuando se efectuaron giros sobre algunas de estas líneas de crédito contingente, o cuando los bancos transfirieron los activos de los VIE a sus balances para evitar el riesgo de dañar su reputación ante los inversionistas. A medida que los bancos comenzaron a tener dudas con respecto a sus propias necesidades de liquidez, decidieron acaparar liquidez, lo que agravó la falta de liquidez en el mercado interbancario.

Inicialmente, los bancos centrales proporcionaron liquidez de emergencia al sistema financiero, pero la necesidad ahora es crónica, lo que obligará a los bancos centrales a determinar nuevas formas de suministrar liquidez. Los principales bancos centrales han modificado sus operaciones —algunos en mayor medida que otros— para ajustarse a la actual contracción de la liquidez. En algunos casos, los bancos centrales han tenido que aceptar nuevos tipos de garantías, a veces de calidad inferior, para mantener el funcionamiento del mercado interbancario.

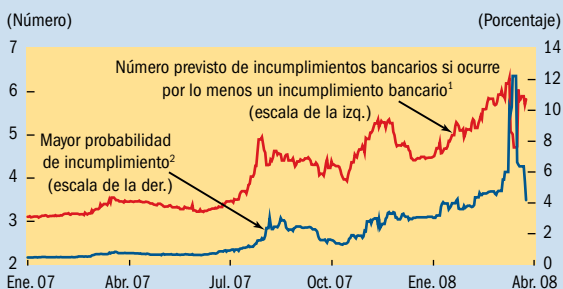
A pesar del respaldo de liquidez del banco central y, en algunos casos, de la reducción de las tasas de interés de referencia, la crisis se ha agravado y se ha ampliado. Las pérdidas de las principales instituciones financieras no solo incluyen las vinculadas con las hipotecas de alto riesgo estadounidenses (préstamos y productos estructurados conexos) sino también las pérdidas por los préstamos apalancados y sus productos estructurados conexos, otros tipos de hipotecas estadounidenses, inmuebles comerciales y préstamos empresariales. Según las estimaciones del FMI, correspondientes a todo tipo de instituciones financieras, tanto en Estados Unidos como en el extranjero, las pérdidas relacionadas con este país podrían ascender a unos US\$945.000 millones (FMI, 2008). Si bien estas estimaciones están sujetas a error debido a la información inadecuada sobre las exposiciones y el uso de precios de mercado, que podrían haber exagerado el valor de los títulos teniendo en cuenta los fundamentos económicos y los flujos de caja, parecen indicar que aún no se han revelado todas las pérdidas.

La confianza de las contrapartes se ha visto, por lo tanto, comprometida, y las instituciones financieras con balances menos sólidos que deben obtener más capital y garantizar su financiamiento observan que ahora es más costoso lograr dicho financiamiento. Los costos de financiamiento mediante bonos y capital accionario han aumentado, lo que puede observarse al examinar la evaluación del riesgo de insolvencia por el mercado. Estos riesgos, calculados según los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento, han aumentado, en promedio, más del doble, con respecto a principios de 2007, aunque se redujeron ligeramente después de que la Reserva Federal de Estados Unidos interviniera para facilitar la absorción de Bear Stearns por JPMorgan Chase (el gráfico 2). Además, utilizando una técnica que examina las posibilidades de que si un banco quiebra también quiebren otros, la probabilidad de que se produzcan muchos incumplimientos ha aumentado igualmente de manera considerable, lo que parece indicar que hasta cinco bancos podrían quebrar si uno quiebra. Por lo tanto, los riesgos de contagio de los principales bancos también se han incrementado.

Gráfico 2

Riesgos para la estabilidad financiera mundial

El riesgo de quiebras bancarias ha aumentado desde el verano de 2007.



Fuentes: Bloomberg L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹De una muestra de 15 instituciones financieras grandes y complejas.

²Mide la mayor probabilidad de incumplimiento de la muestra de estas 15 instituciones cada día.

Se agrava la situación

Varias tendencias recientes han agravado la situación actual. En primer lugar, *existe una dependencia creciente de la evaluación cuantitativa de los riesgos, especialmente los de crédito, sin aplicar un enfoque global a la gestión del riesgo*. En los últimos años, se han aplicado métodos cada vez más complejos para cuantificar los diversos riesgos, especialmente los de crédito. La evaluación de los productos de crédito estructurado complejos es particularmente difícil porque estos contienen no solo riesgos de crédito sino también de liquidez y de mercado.

En segundo lugar, *la aplicación más frecuente de reglas por parte de las instituciones financieras basadas en los precios al valor del mercado ha contribuido a reducir más rápidamente los precios a través de ventas forzadas*. Este tipo de comportamiento puede ocurrir cuando las valoraciones al precio de mercado se reducen por debajo de un umbral predeterminado, establecido normalmente a un nivel que evite nuevas pérdidas, o por un agente regulador para proteger a los inversionistas, por ejemplo, en los fondos de pensiones.

Por último, *el creciente uso del financiamiento al por mayor y a corto plazo para respaldar el modelo de “origenación y distribución” ha revelado una nueva vulnerabilidad*. En este nuevo modelo, que se basa en agrupar inmediatamente los préstamos en productos titulizados y venderlos a otros inversionistas, el crecimiento del crédito (titulizado) depende en mayor medida de la disposición de los inversionistas de mantener los papeles y títulos respaldados por activos para financiar los nuevos activos titulizados que de los depositantes estables a largo y corto plazo en los bancos para financiar los préstamos tradicionales. Este cambio estructural significa que existe menos liquidez en forma de depósitos estables a largo plazo y, en cambio, los bancos dependen de la “bondad de personas desconocidas”. El alcance de esta vulnerabilidad ha agravado la crisis, ya que se ha agotado la liquidez en los mercados de financiamiento que, por lo general, suelen funcionar en forma adecuada, y la creación de crédito a través de productos titulizados se ha reducido drásticamente.

Incentivos y más incentivos

¿Cómo resolver estos problemas? En el mercado inmobiliario, cualquier agente le dirá a un comprador potencial que los tres elementos fundamentales para invertir en este mercado son “la ubicación, la ubicación y la ubicación” de la propiedad. En los mercados financieros mundiales, la respuesta es “incentivos, incentivos e incentivos”. Existen muchos incentivos que afectan al comportamiento de los mercados financieros, algunos de los cuales dependen de la flexibilidad con la que operan los mercados mientras que otros son impuestos por las normas y regulaciones. Todos son difíciles de cambiar.

Problemas de gestión del riesgo. A menos que cambie la estructura de gobierno de las principales instituciones financieras de forma que tanto los gerentes de operativos como los de gestión de riesgos tengan la misma importancia para la gerencia, es poco probable que esta preste la atención suficiente al riesgo en la disyuntiva riesgo-beneficio. Convendría pagar a los operadores sobre una base ajustada en función del riesgo, y a la gerencia sobre una base cíclica. Esto eliminaría el doble problema de que no se

presta atención suficiente a los riesgos en la fase de expansión y de que a los operadores se les paga por mantener valores que aportan ganancias importantes a la empresa pero que son muy riesgosos. Los gerentes de gestión de riesgos deben ser recompensados por un análisis adecuado de los riesgos, aun cuando la gerencia no actúe según sus recomendaciones.

Para que ocurran estos cambios, los accionistas deben insistir en ellos en el marco de los resultados a largo plazo (y, por lo tanto, también deben tener una orientación a largo plazo), o los organismos reguladores deben imponerlos para abordar la preocupación por la estabilidad financiera, la cual, debido a su naturaleza de bien público, no afrontarían las distintas empresas.

Modelo de origenación y distribución. En el punto máximo del ciclo, los originadores de préstamos pudieron transferirlos a otros sin tener que mantener ellos mismos los riesgos. Por lo tanto, al no mantener riesgo alguno, no tenían ningún incentivo para comprobar la capacidad de pago del deudor. Los casos más evidentes fueron los denominados préstamos NINJA, los cuales no requerían ingresos, trabajo ni activos.

Podrían establecerse incentivos para fomentar la disciplina crediticia si el originador mantuviera una parte del riesgo de las perspectivas futuras de los préstamos, ya fuera a través de la reglamentación o porque los potenciales inversionistas en productos titulizados insistieran en ello. En ambos casos, es difícil de lograr. Existen muchas maneras de contrarrestar el riesgo de los préstamos, aun cuando se mantengan en el balance. El uso de derivados es común, y es difícil relacionar algunos métodos complejos con los propios préstamos, lo que complica la verificación. También podría exigirse al originador que garantizara que los préstamos originados sean “adecuados”, manteniendo una parte del riesgo en su balance sin apalancarlo, y supervisando los préstamos. Verificar el cumplimiento de este sistema exigiría tiempo y más recursos de supervisión. No obstante, el verano pasado las entidades de regulación bancaria de Estados Unidos emitieron nuevas directrices bancarias más estrictas para frenar en el origen los tipos más riesgosos de préstamos hipotecarios, y muchos estados también adoptaron estas directrices para los originadores hipotecarios no bancarios.

Vehículos fuera del balance. Un tema conexo es el incentivo del costo regulatorio de colocar activos y su financiamiento en vehículos fuera del balance, donde los riesgos son menos transparentes para los inversionistas de la institución financiera matriz, así como para los supervisores y las entidades reguladoras. Los avances en el establecimiento de normas de suficiencia de capital más adecuadas para los bancos de todo el mundo —lo que se conoce como el marco de Basilea II— pueden ayudar a reducir el incentivo relacionado con estos vehículos, pero solo si los supervisores utilizan plenamente su discreción para juzgar si los riesgos se transfieren verdaderamente a estas entidades y si el banco puede, por lo tanto, obtener alivio de capital.

Calificadoras de riesgo. Dado que los emisores que pagan a estas entidades son los que solicitan las calificaciones, es posible que tengan el incentivo de otorgar una calificación muy alta al activo subyacente para garantizar que el emisor pueda atraer compradores y, cuando las condiciones se deterioren, evitar una depreciación demasiado rápida de la categoría de modo que el sistema de calificación parezca creíble y estable. Este incentivo adverso se reduce, por lo menos en cierta medida, porque es necesario ser preciso y

realista en el proceso de análisis del riesgo crediticio a fin de garantizar la credibilidad y la demanda final de los valores calificados.

A raíz de los acontecimientos recientes, las calificadoras de riesgo coinciden en la necesidad de establecer “cortafuegos” entre los distintos ámbitos de sus operaciones de forma que haya verificaciones independientes entre los que otorgan las calificaciones iniciales y los que se encargan de modificar las calificaciones a lo largo del tiempo.

Financiamiento al por mayor. Por último, existe el incentivo de las instituciones financieras de no protegerse en forma suficiente ante las crisis de liquidez sistémica. La tendencia al uso del financiamiento al por mayor puede atribuirse al entorno de tasas de interés bajas y estables y a la decisión de los bancos de mantener activos más negociables en sus balances, lo que significa que el financiamiento al por mayor es menos costoso y más eficiente, pero solo “en los buenos tiempos”, cuando puede obtenerse fácilmente. En tiempos difíciles, los inversionistas que proporcionan estos fondos huyen hacia activos de alta calidad y, por lo tanto, los bancos tienen más dificultades para obtener financiamiento sólido. Cuando la situación se agrava considerablemente, muchas grandes instituciones financieras suponen que los bancos centrales intervendrán para resolver sus dificultades.

Obviamente los problemas financieros nunca son agradables para una institución, pero si la mayoría de ellas también afronta las mismas dificultades, entonces la necesidad de autoprotegerse es menos urgente. Dado que las instituciones nunca pueden estar seguras de que los problemas de financiamiento que experimentan originarán una respuesta del banco central a nivel de todo el sistema, tienen algún incentivo para mejorar sus propios sistemas de gestión del riesgo de liquidez, pero este mecanismo no será eficaz si perciben que los bancos centrales probablemente vendrán a rescatarlas, como lo han hecho.

Por lo tanto, si la estabilidad de todo el sistema es importante y las propias empresas no tienen el incentivo de proporcionar una protección de liquidez suficiente, será necesario establecer algún sistema de supervisión o regulación. Este sistema variará de un país a otro y, tal vez, por tipo de institución financiera, pero debe tener como objetivo lograr que

la institución financiera asuma una mayor parte del costo de protegerse ante un problema de liquidez.

Un método sería exigir a las instituciones que aumenten los activos líquidos a corto plazo que pueden utilizar como garantía de los préstamos de otras instituciones o del banco central. Estos coeficientes de activos líquidos son frecuentes en muchos países, pero tal vez deberían actualizarse a fin de considerar los nuevos tipos de instrumentos líquidos o establecer coeficientes más altos. Otra opción sería pagar más por un seguro o un servicio de liquidez contingente. Los bancos ya adquieren este tipo de seguro, pero es difícil determinar la solidez de estos contratos en caso de dificultades sistémicas. Por lo tanto, este seguro puede ser mucho más eficiente si se obtiene a través de una entidad pública. En teoría, la centralización del riesgo de liquidez dentro de una institución pública, como el banco central, puede ser preferible a la obtención de un seguro privado.

* * * * *

Una de las cuestiones difíciles que plantean los acontecimientos recientes es determinar hasta qué punto el problema de las hipotecas de alto riesgo podría haber puesto en peligro la estabilidad financiera mundial. Y aún será más difícil hallar mecanismos prácticos y eficaces para corregir los arraigados incentivos y estructuras —tanto en el mercado como en los sistemas de supervisión y regulación— que han provocado una profunda alteración de la intermediación financiera que podría afectar considerablemente al bienestar financiero de los ciudadanos de muchos países, muchos de los cuales están muy lejos del epicentro de la crisis. ■

Laura Kodres es Jefa de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Referencias:

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2007, Global Financial Stability Report, octubre, Estudios económicos y financieros (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, abril, Estudios económicos y financieros (Washington).



FMI *Boletín*

*Consulte la versión electrónica
del Boletín del FMI en
www.imf.org/imfsurvey*