

Las hipotecas de mala calidad y la crisis financiera internacional. Sus causas⁽¹⁾

Resumen

Santiago Gastaldi
Profesor Facultad de Ciencias
Económicas (UNL)
E-mail: sgastaldi@eco.unrc.edu.ar;
sgastald1@arnet.com.ar

Se analiza la crisis financiera internacional presente, nacida en el mercado hipotecario norteamericano, claramente identificable a partir de agosto de 2007. Las bolsas de valores entre ese momento y los primeros días de diciembre de 2008 mostraron significativas caídas en los principales papeles que se comercian en los distintos lugares del mundo y la elevada volatilidad de las cotizaciones caracterizó su performance. Al momento de escribir este artículo, las mejoras bursátiles llevan dos semanas consecutivas, lo que parece una respuesta a la importante tarea de salvatajes coordinados por parte de los países más avanzados del mundo en los últimos 90 días. La crisis ha sido tan intensa que hace que muchos analistas la comparen con la surgida luego del *crac* bursátil de octubre de 1929. Se teme que le siga, como en aquella época, un período de un año o dos años de fuerte recesión económica, cuando no de depresión.

El escrito muestra, en el primer apartado, el sistema financiero y sus componentes a los fines de localizar el núcleo de la crisis. En el segundo detalla cómo esta crisis originada en los intermediarios financieros propiamente dichos —bien distinta a lo que es una crisis bancaria tradicional— puede llegar a afectar a los bancos y potencialmente al sistema monetario. En el tercer apartado, señala los elementos concurrentes que dieron lugar a la crisis actual, que son: la política de tasa de interés seguida por la Reserva Federal de EE.UU. a partir del año 2001, el relajamiento de los estándares sobre las condiciones económicas del deudor para hacerse del crédito —sobre todo del crédito inmobiliario—, y la falta de una adecuada regulación de las “finanzas estructuradas”. Estos elementos, en conjunción, permitieron potenciar el ratio de deuda sobre el patrimonio

(1) Trabajo elaborado en diciembre de 2008.

neto de los intermediarios financieros propiamente dichos y la aparición de problemas de riesgo moral, generándose burbujas especulativas sobre el mercado hipotecario. Éstas, al reventar, produjeron efectos disruptivos sobre el sistema financiero, tanto americano como de otros países avanzados del mundo, esparciéndose en forma de recesión en el sector real de las economías.

Palabras clave

- *Crisis*
- *internacional*
- *hipotecas*
- *mala calidad*
- *causas*

En el escrito se señalan los hitos más notorios de esta crisis y las medidas que se fueron sucediendo para contrarrestarla. En los últimos apartados se esboza cómo será la estructura del sistema financiero, cómo serán los impactos sobre la economía real del país y las restricciones para el diseño de la política económica.

Abstract

It analyses the present international financial crisis, borned in the north american mortgages market, clearly identifiable from August 2007.

The bourses of values between this moment and the first days of December 2008, have showed significant falls un the main papers that trade in different places of the world, and the overhead volatility of the quotation has characterized its performance.

To the moment to write this article, the improvements carry two consecutive weeks, what seems to be the answer to the important task of coordinated salvage operations by the most advanced countries of the world in the last 90 days.

The crisis has been so intense that many analysts compare it with that arisen after the bursatil Crac of October 1929. It is feared that follows it, as in that period, a period of a year or two of strong economic recession, if not a depression.

The writing shows the financial system and its components in the first item, to the purpose of locating the core of the crisis. Secondly, it details how this crisis originated in the financial intermediate –very different from a traditional bank crisis– may affect to the banks and potentially to the monetary system. In the third item, it points the current elements that took place to the current crisis that are the politics of bank rate followed by the Federal Reserve of the US from 2001. The relaxation of the standards on the economic conditions of the mortgager to take the credit and the lack of an accurate regulation of the structured finances. These elements, in conjunction, allowed to potentiate the ratio of debt over the net wealth in the financial intermediate and the arisen problems of moral risk, generating speculative bubbles on the mortgages market. These, when popping, have produced disruptives effects on the financial sistem, so much american and of other advanced countries of the world, scattering in form of recession in the real path of economies.

Key words

- *Crisis*
- *international*
- *mortgage*
- *bad quality*
- *cause*

1. El sistema financiero y el lugar de inicio de la crisis

Los sistemas financieros tienen como componentes al “sector monetario”, integrado por la autoridad monetaria —el Banco Central o la Reserva Federal en el caso de los EE.UU.—, los bancos comerciales de depósitos y descuentos y el “sector financiero propiamente dicho”, que comprende a las instituciones que realizan la intermediación entre el ahorro y la inversión.

El sector monetario produce los servicios de liquidez que requiere la economía para funcionar con fluidez en sus transacciones. La liquidez de la economía viene vía el Banco Central, que es el creador del dinero base del sistema, y los bancos comerciales, que generan el dinero secundario a través de la expansión múltiple de los depósitos cuando realizan préstamos a los particulares⁽¹⁾. Los bancos comerciales, en general, reciben depósitos de corto plazo y otorgan préstamos de corto plazo⁽²⁾, pero los plazos activos (préstamos) son bien más largos que los plazos pasivos (depósitos).

Por otro lado, el “sector de los intermediarios financieros propiamente dicho” produce servicios al mercado de capital. Este sector, compuesto por la bolsa de valores, los fondos comunes de inversión, las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones⁽³⁾, las compañías de seguros, las cajas de créditos, los bancos de inversión, los bancos hipotecarios, los fondos de cobertura, las administradoras de carteras de inversión, los vehículos de inversión, etc., reciben fuentes de financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda y de participación —salvo las Bolsas— siendo los fondos obtenidos destinados a financiar la inversión⁽⁴⁾. También una

característica de estos intermediarios es que emiten instrumentos de deuda en el que los plazos activos son mucho más largos que los plazos pasivos y son, además, de mucha mayor extensión que los plazos de los intermediarios bancarios⁽⁵⁾. Estos intermediarios financieros propiamente dichos no generan dinero para el sistema económico pero sí desarrollan la actividad de crédito.

Tanto los bancos comerciales como los intermediarios financieros propiamente dichos, por la asimetría entre los plazos activos y pasivos, pueden verse, en ciertas circunstancias problemáticas, sometidos al riesgo de iliquidez, ya que la liquidación de los activos encierra plazos más largos que la exigibilidad que tienen los pasivos. En épocas normales, estas organizaciones sortean sin dificultades la asimetría anterior, pues ellas generan, a través de sus acciones, la armonización entre los plazos activos y pasivos. Dan incentivos para que intertemporalmente las operaciones queden calzadas. Estos intermediarios también tienen el riesgo de insolvencia, que es cuando el valor presente de sus activos resulta inferior al de sus pasivos, y esto puede suceder cuando un volumen relevante⁽⁶⁾ de los prestatarios tienen serias dificultades para el repago de sus deudas.

La clasificación anterior de los sistemas financieros se asocia a una especie de tipo ideal, en el sentido de que nítidamente están separados dos mercados: el mercado del dinero y el mercado del crédito. Y esta separación tendría sus virtudes, ya que los problemas potenciales que podrían existir en el último mercado no afectarían a la monetización de la economía o, dicho de otra manera, no afectarían a su sistema de pagos; con tal separación se propen-

(1) Esto es posible en los sistemas bancarios de encajes fraccionarios, dominantes en todo el mundo.

(2) Mirando a las firmas, para financiar los adelantos que exige el proceso de la producción. Véase Arnaudo (1987), Cap. 2.

(3) En el caso argentino, en el mes de noviembre de 2008, por Ley de Estatización, han pasado los fondos de las AFJP al organismo estatal ANSES.

(4) La inversión, que permite la expansión del flujo productivo de una firma, requiere, en general, financiamientos de largo plazo para poder ser concretada.

(5) Véase Arnaudo (1987), Caps. 2 y 3.

(6) Este “volumen relevante” depende del *ratio* deuda/patrimonio neto.

dería a la solvencia de los sistemas financieros. En la literatura monetaria se encuentra la organización conocida como Banca Simons⁽⁷⁾, que extrema la idea del efectivo quiebre de ambos mercados.

Por otra parte, colocados aquéllos en los países en concreto, la clasificación tiene los matices que dan las normas legales y regulaciones de cada realidad nacional⁽⁸⁾. Y las matizaciones hacen que la separación de los mercados no sea tan tajante, que existan vasos comunicantes, facilitando la contaminación de problemas del mercado del crédito al mercado del dinero⁽⁹⁾. En el caso de la crisis presente, en el sistema norteamericano se dictaron algunas leyes que tendieron a erosionar las delimitaciones de los sectores antes mencionados⁽¹⁰⁾.

La presente crisis⁽¹¹⁾ está radicada en la segunda parte del sistema financiero, con menos regulaciones y supervisiones por las autoridades y entes reguladores —en casi todos los lugares del mundo— que las que registran los bancos comerciales, y nace en el sector generador de financiamiento de la adquisición de viviendas a través de la concesión de créditos hipotecarios de mala calidad, esto es, créditos de largo plazos concedidos a personas con riesgo de insolvencia, ocurrido ello, fundamentalmente, en los EE.UU. Luego, por el proceso de finanzas estructuradas y globalización, se difumina hacia otras partes del sistema, no sólo a nivel nacional sino internacional; afecta no solamente a las organizaciones cargadas de préstamos de mala calidad, sino además a organizaciones originalmente sanas que hacían operaciones similares a las realizadas por las compañías con problemas, por los efectos contagio que se desarrollan en el

mundo financiero; e igualmente afecta a las compañías de seguro que cubren el riesgo de insolvencia de los deudores hipotecarios y llega, en algunos casos, a afectar a los mismos bancos comerciales si estos intermediarios adquirieron títulos de deuda originados en el sector financiero de las viviendas o debieron salir a cubrir las necesidades de liquidez de algunos vehículos de inversión relacionados.

2. Los elementos concurrentes del boom crediticio y la crisis financiera

Varios elementos son concurrentes en la crisis financiera actual. En primer lugar, la política monetaria expansiva de reducción de la tasa de interés seguida por la Reserva Federal de EE.UU. desde el año 2001, sobre todo luego del atentado a las Torres Gemelas del 11 de septiembre y que llega hasta junio de 2004. Esta política pone la tasa de referencia que administra la Reserva Federal en el orden del 1% anual y fue seguida por la Reserva Federal de los EE.UU. (FED) en épocas del presidente Alan Greenspan para sacar a la economía norteamericana de la recesión. Ésta venía, hacia el año 2001, en un sendero recesivo, donde la crisis de las tecnológicas (empresas “punto com”) habían hecho su impacto, que se agudizó a partir del atentado a las Torres⁽¹²⁾. Es sabido el efecto reactivador que puede tener la baja de la tasa de interés y la incidencia que ésta tiene en la demanda por viviendas.

En segundo lugar, y a la par, está la flexibilidad en los estándares sobre la concesión de créditos inmo-

(7) Banca Simons se denomina al sistema financiero ideado por Henry Simons, en plena época de la Gran Depresión de la década del '30 del siglo pasado, para atender al problema de las quiebras bancarias. Véase, Fernández (1987).

(8) Aunque tratando de atender la regulación prudencial sugerida por las normas emitidas por el Banco Central de Basilea.

(9) Aquí implícitamente se considera que, en ausencia de problemas de insolvencia fiscal intertemporal, los bancos comerciales, cuando son adecuadamente supervisados por la autoridad monetaria y existe “estabilidad de las reglas de juego”, difícilmente puedan perturbar al mercado del crédito.

(10) Véase Anexo 2 “Algunos cambios regulatorios en el sistema financiero de EE.UU.”.

(11) Véase el Anexo 1 para una conceptualización de la crisis financiera.

(12) Ese atentado afectó, sobre todo, a las actividades ligadas al turismo y a las compañías de seguros.

biliarios, que permitió que amplios sectores medios y medios bajos de ingresos se hicieran calificables para la obtención del crédito hipotecario. La misma fue promovida para ayudar a la salida de la recesión, pero también se vio incentivada por los intereses de algunos operadores clave que están presentes en el esquema de finanzas estructuradas y que más abajo se explicitan.

En tanto, los contratos de préstamos hipotecarios en el contexto de la baja en la tasa de interés de esa época, que fue un elemento que sirvió de atractivo para el endeudamiento de los sectores de ingresos bajos, ya introducían un factor que podría afectar a futuro la capacidad de repago del deudor, que era la toma de deuda a tasa de interés variable. Cuando, a partir de junio de 2004, Alan Greenspan cambió la política de tasa de interés, haciéndola subir por los temores de haber ingresado la economía a un recalentamiento, empezaron a notarse algunas dificultades de cobranza de los servicios de la deuda hipotecaria, pero recién adquirió un nivel de preocupación hacia fines de 2006 y comienzos de 2007 con las quiebras de las primeras instituciones de créditos hipotecarios que tenían en sus activos hipotecas de baja calidad (*sub prime*).

Hubo igualmente una falta de regulación en las finanzas estructuradas, la que permitió la multiplicación desmesurada de los pasivos de los intermediarios financieros. De forma simple, ¿en qué consiste el esquema de las finanzas estructuradas y dónde están las fallas regulatorias?

Supóngase un banco de inversión o un banco hipotecario o una institución que financia la adquisición a largo plazo de viviendas, que consigue fuentes de fondos a través de la emisión de certificados de deuda⁽¹³⁾, fondos que se colocan en créditos hipotecarios, quedándose los intermediarios financieros con esas hipotecas en sus activos y que van a rendir una determinada tasa de interés neta. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que estas emisiones de

papeles requieren de los dictámenes favorables de las agencias de calificación de riesgo.

Continuando con la descripción del proceso, si la institución crediticia colocó todos los fondos obtenidos, se enfrenta a un racionamiento de fondos para seguir prestando; una alternativa que se le abre es emitir nuevos certificados de deuda que van a financiar adquisiciones de nuevas viviendas por parte de los deudores. Para dar incentivo a que nuevos colocadores de fondos adquieran estos certificados de deuda, está, aparte del dictamen antes señalado, la colateralización de esa deuda con la garantía de las hipotecas, las cuales están en el activo de la entidad financiera que está emitiendo nuevos certificados de deuda; y, además, existen compañías de seguros que cubren el riesgo de *default* del deudor hipotecario. Para dar incentivo a la adquisición de nuevas viviendas por parte de los deudores, está el proceso del crecimiento vigoroso del precio de la vivienda, que supera al crecimiento de la deuda vía la tasa de interés. En este período la gente se endeuda para adquirir un activo que crece en su precio a un ritmo fenomenal, capaz de producir, por lo tanto, la expectativa de elevadas ganancias de capital. El crecimiento de la demanda por viviendas por encima de los ritmos de generación de nuevas viviendas es el que da fundamento a la suba de los precios en este mercado. La suba del precio de las viviendas, a su vez, mejora la calidad de las carteras activas de las instituciones financieras que han participado del proceso de expansión crediticia.

Pero es importante hacer aparecer en escena a las que han resultado ser el facilitador excepcional del *boom* crediticio: las Agencias Calificadoras de Riesgo. Éstas, con sus prácticas, permitieron que el esquema de finanzas estructuradas no revele el verdadero riesgo que encierra el préstamo hipotecario acordado sino el probable *default* asociado a los paquetes de préstamos que se van a comercializar⁽¹⁴⁾. Ésta y otras fallas regulatorias

(13) Estas emisiones requieren de los dictámenes favorables de las agencias calificadoras de riesgo.

(14) En un próximo esfuerzo de investigación se abordará con más extensión este punto tan importante para el desarrollo de la burbuja crediticia.

—como las relacionadas al escaso control de los vehículos de inversión de los bancos, junto a los otros elementos concurrentes señalados, están en el trasfondo de la burbuja especulativa creada en el mercado de viviendas.

Estrictamente, la dinámica del crecimiento de los préstamos hipotecarios de largo plazo es más compleja que la señalada, ya que se basa en el comportamiento de una única unidad que consigue fondos y otorga préstamos, pero en esencia es eso. Si se da entrada a esas complejidades, se tendrá que las entidades que otorgan préstamos hipotecarios logran fondos al vender paquetes o parcelas de los préstamos hipotecarios, donde hay buenas y malas hipotecas en los mismos, a bancos de inversión y fondos de inversión, que esperan que de la compra de dichos paquetes se les genere una adecuada tasa de rentabilidad neta. Estos bancos de inversión y fondos de inversión, a su vez salen a vender certificados de deudas, que retribuyen con una cierta tasa de rendimiento a los colocadores, con los cuales se hacen de fondos para seguir comprando esos paquetes de préstamos hipotecarios. Esta es la forma en que se fue diseminando por todo el sistema financiero, norteamericano e internacional, primero, la burbuja que afectó al mercado de viviendas con la suba desmesurada de sus precios, y luego, cuando aparecen las dificultades, la crisis de las hipotecas *sub prime*.

Ahora bien, la crisis surge de la insolvencia de los deudores hipotecarios que eran riesgosos, y su *riesgosidad* fue en ascenso con la suba de la tasa de interés a partir de junio de 2004. Como la cantidad de créditos problemáticos reveló ser importante, alrededor del 20%, esto comenzó a traer problemas a las instituciones que no podían repagar los certificados de deuda al vencimiento, y esto se difunde como información al mercado. Vale la pena tener en cuenta que estos certificados de deuda se comercializan en los mercados secundarios, y les permite a

los detentadores de esos activos hacerse de liquidez, pero ocurre que la información sobre la mala calidad de los activos hipotecarios subyacentes hace que los precios de aquellos certificados vayan a la baja. Por otro lado, la incapacidad de pago de los deudores hipotecarios genera la ejecución de la garantía, la vivienda, y como no se trata de un caso aislado sino que afecta a masas importantes de personas, es también una información que pasa a afectar el precio de las viviendas, que también comienzan a ir en un raudo sentido de descenso⁽¹⁵⁾. Con el descenso del precio de las viviendas, se reduce el valor del activo de las instituciones concedentes del crédito hipotecario, lo cual retroalimenta negativamente el precio de los certificados de deuda. Además, la fuerte caída en el precio de la vivienda hace que el valor de la deuda supere al valor de realización del activo, lo que genera incentivos a que los propietarios dejen de pagar sus compromisos y abandonen las viviendas. Cuando esto sucede de forma simultánea respecto de numerosas instituciones y localidades, las bolsas de valores empiezan a sentir los impactos por la huida de papeles que desean concretar los tenedores de los certificados, y cae el valor de las acciones, fundamentalmente de las compañías financieras.

Ahora bien, los impactos desbordan a esas compañías, ya que al difundirse la desconfianza en el sector financiero, en posteriores rondas se empieza a afectar el precio de las acciones de empresas no financieras, por la consecuencia que tendrá la creciente restricción crediticia que sobrevendrá para los sectores de la economía real. Muy especialmente afectado, aparte del sector de la vivienda, ha sido el sector automotriz —el norteamericano y de otros países avanzados—, intensivo demandante de crédito para poder colocar su mercadería, que con la crisis empieza a desaparecer de la escena.

Finalmente, la política fiscal expansiva norteamericana, relacionada con las guerras de Irak y Afganistán, si bien no tiene la misma densidad causal

(15) El mercado de viviendas norteamericano, en los últimos dos años, ha tenido el comportamiento descrito.

que las anteriores, también contribuyó a la expansión de la demanda agregada, que a su vez terminó impactando en los precios de diversos mercados, entre ellos el de la vivienda.

3. Los momentos destacables de la crisis financiera

Como ya se mencionara, el primer momento de registro de la crisis ocurre hacia fines de 2006 y a principios de 2007, cuando ya Greenspan había concretado gran parte del *raid* al alza de la tasa de interés norteamericana. Sin embargo, es agosto de 2007 el mes más reconocido como de exteriorización de la crisis, con la liquidación de nuevas firmas del sector e inclusive ya con serios impactos a nivel internacional, como es el caso de tres fondos de inversión del gran banco de Francia, el Paribas, a los que le suspende la cotización bursátil porque no estaban en condiciones de repagar sus deudas. En marzo de 2008, la situación comienza a ser disruptiva cuando quiebra el famoso banco de inversión norteamericano Bear Steers. El registro de la crisis adquiere nuevo y más elevado dramatismo cuando hacia fines de agosto de 2008 el gobierno de George Bush hace el salvataje de las organizaciones Freddie Mac y Fannie Mae, entidades mitad privadas mitad públicas que tienen entre las dos el 50 por ciento del crédito hipotecario norteamericano⁽¹⁶⁾. Sin embargo, la complejidad y temores por la crisis aumenta a mediados de septiembre de 2008, cuando el día 15 se produce la caída del Lehman Brothers —uno de los más grandes bancos de inversión de EE.UU., con 158 años de existencia—, y el día 16 el salvataje de la compañía de seguros American Insurance Group (que cubre los riesgos de *default* de créditos). Esta compañía es una de las aseguradoras más grande del mundo, con ramificación de actividades por todo el orbe.

Desde el 16 de septiembre de 2008 los mercados bursátiles se mantuvieron en un descenso neto, hasta hace 15 días de escrito este artículo, y con fuerte volatilidad. Hubo momentos de excepción, como fue lo ocurrido el día 13 y 14 de octubre, por razones ligadas a anuncios coordinados de grandes paquetes de ayuda para salvar a los sistemas financieros de los países más avanzados del orbe. En la última quincena, ha cesado la elevada volatilidad, con buenas mejoras de cotizaciones, y parece que la crisis, desde el punto de vista financiero, ha encontrado su piso, estimándose al menos dos razones para este cambio de comportamiento: uno, el salvataje del City Group, ícono de la industria financiera del mundo, de hace un mes; otra, la generación de un nuevo paquete de salvataje por 800 mil millones de dólares, luego del paquete de 700 mil millones de dólares ya aprobado por el Congreso de los EE.UU.

Para la mayoría de los analistas, esta crisis comenzó como una crisis de liquidez pero fue mutando a una crisis de solvencia y contagió a los bancos de inversión más grandes de EE.UU. y de otros países avanzados. Se fue convirtiendo en crisis de solvencia, lo que refiere de la inviabilidad de la firma financiera en el largo plazo, y es la desconfianza en el valor patrimonial encerrado en los activos un elemento central para su configuración. Es fundamental la desconfianza porque fundado en ella cesan los incentivos para la aparición de los financiamientos requeridos para atender la demanda de los titulares de los certificados de deuda que van venciendo y, a la par, se va dando el intenso deseo de desprenderse de los mismos, que baja su precio y el de las acciones de las organizaciones que tienen hipotecas, sobre todo de baja calidad, en sus activos. La caída en el precio de las acciones de estas compañías financieras superó, en algunos casos, el 90% en pocos meses.

(16) Estas instituciones han sido grandes compradoras de las hipotecas que los bancos generaban. Para efectuar estas compras, se financiaban con la emisión de certificados de deuda de largo plazo.

4. Los ensayos de soluciones

La dificultad que encierra la crisis presente para su resolución es que está expandida a nivel mundial, desbordando el mercado financiero americano. No hay país avanzado del mundo que no viva intensamente este problema. Como la economía está globalizada, el mundo, en gran medida, es un solo mercado; se requeriría, entonces, una política económica mundial para enfrentar la crisis con mayores posibilidades de éxito. Desafortunadamente, no hay un gobierno mundial; hay una dispersión de gobiernos y de hacedores de política económica mundial.

Dada esta circunstancia, lo más cercano a tener un gobierno mundial es la posibilidad de la más amplia coordinación de las políticas económicas realizadas por los bancos centrales y las tesorerías de los países más importantes del orbe.

Lamentablemente, la performance de la coordinación de políticas fue francamente deficiente hasta comienzos de septiembre. Mientras EE.UU. fue ensayando la baja de tasas de interés desde agosto de 2007, los países europeos o no la bajaban o incluso la elevaban. Se perdió, así, un tiempo precioso para accionar, ya que la crisis hipotecaria norteamericana lleva más de año y medio desde sus primeras manifestaciones.

Los países del Grupo de los 7 recién tomaron nota de la imperiosa necesidad de coordinar activamente las políticas económicas a partir de mediados de septiembre, con anuncios de megapaquetes de ayuda a los intermediarios financieros en dificultades a comienzos del mes de octubre, y de baja generalizada en las tasas de interés. Sin embargo, esto no pudo evitar que la semana que comenzó el día 6 de octubre, cuando ya había aprobado por el Congreso de EE.UU. el paquete de más de 700 mil millones de dólares —luego de un rechazo inicial de la Cámara de Representantes—, fuera una de la más negra en varias décadas en todas las plazas bursátiles, con suspensiones de sesiones en el transcurso de varias jornadas en diversas bolsas del orbe, como en la de Brasil y Rusia. Los anuncios

de los paquetes de ayuda hasta ese momento, tanto en los EE.UU. como en los países europeos, donde los bancos centrales y las tesorerías comprarían la “deuda tóxica” de los intermediarios, darían ampliación a las garantías de los depósitos bancarios y ofrecerían redescuentos para tratar de solucionar la iliquidez reinante, no habían dado el resultado esperado.

Se tiene la presunción que un momento relevante para el control de la crisis y la performance de los mercados, sucedió cuando hacia fines de la segunda semana de octubre de 2008 se concretaron tres grandes reuniones internacionales: la del Grupo de los 7, la del Grupo de los 20 y la correspondiente a la Asamblea Anual del FMI y el Banco Mundial, en las cuales se acordó la intervención masiva (ayudas) en todos los mercados para erradicar la desconfianza globalizada. Además, el lunes 13 ocurrió algo impactante: los principales países de Europa Continental, que venían con serios problemas de coordinación, haciéndose eco de las 3 reuniones anteriores decidieron seguir la propuesta del Premier Gordon Brown para Inglaterra —nacionalización de varios bancos— comunicaron que pondrían 1,2 billones de dólares para evitar la quiebra de los intermediarios financieros. La recuperación de las bolsas que operó el día lunes 13 fue de dimensiones históricas en todo el mundo (el Bovespa brasilero aumento un 15%, Wall Street cerca del 11%, así con varios países europeos y asiáticos). El martes 14 de octubre medió otro importante anuncio: también EE.UU. colocaría 250 mil millones de dólares para comprar acciones preferentes de los bancos necesitados de fondos, acordándose destinar la mitad de esa cifra para los 9 bancos más grandes y el resto para los otros intermediarios financieros. Se había hecho notorio que la situación de desconfianza masiva de los particulares (y de los mismos bancos, ya que éstos no participaban facilitando fondos en el mercado interbancario) pedía a todo pulmón ensayar con medidas más profundas, y una de ellas era sin duda la adquisición estatal de paquetes accionarios de los bancos con problemas.

Sin embargo, pese a la buena respuesta de los mercados el día lunes 13 y el martes 14 de octubre, la elevada volatilidad continuó en los 30 días siguientes. Las razones para ello son varias, entre ellas, las dificultades de implementación de las acciones que han coordinado llevar adelante los países más avanzados, que necesariamente conllevan mucho tiempo; los temores por la entrada en franca recesión por parte de estos mismos países; el convencimiento de la existencia de grandes bancos al borde de la insolvencia; y el extenso tiempo que mediaba hasta el 20 de enero de 2009, momento de la asunción del presidente electo de los EE.UU., el demócrata Barack H. Obama. Finalmente, pocos días antes de terminar este artículo, era salvado uno de los grupos más famosos del sistema financiero mundial: el City Group, y esto, se estima, junto con lo señalado en el párrafo anterior, ha posibilitado un cambio de perspectivas para la resolución de la presente crisis, al menos en sus aspectos referidos al sector financiero.

5. El sistema financiero mundial que vendrá

Esta crisis desembocará en un sistema financiero mucho más reducido que el actual, más concentrado, y con un aumento de las regulaciones para contener el endeudamiento de los intermediarios financieros propiamente dichos, ya que han sido los responsables de la situación presente.

En los EE.UU. ha habido ya una virtual extinción de los grandes bancos de inversión, y todo parece indicar que los bancos comerciales, los de las grandes fachadas de mármol⁽¹⁷⁾, asumirán la porción perdida por aquellos. Es una especie de revancha por lo sucedido en las dos últimas décadas.

Por otro lado, se avecina un tiempo de reformas para los procedimientos que siguen las agencias calificadoras de riesgo. Estas agencias han contri-

buido de sobremanera en el *boom* crediticio y burbuja precrisis, habiéndose detectado conflictos de intereses entre el interés colectivo —ofertar la correcta calificación del riesgo que encierra la emisión de un instrumento de deuda— y el interés propio —su beneficio está en que la emisión del instrumento se concrete, ya que el que le paga es el intermediario solicitante de la calificación.

La securitización va a seguir existiendo, pero va a tener un crecimiento acotado a lo que permita el nuevo marco regulatorio que tendrán las agencias calificadoras de riesgo.

Se va a modificar el diseño de incentivos de los originadores de los créditos hipotecarios, acorde a los nuevos estándares que se van a establecer para el otorgamiento de estos créditos y a las nuevas exigencias que tendrán los originadores de la securitización.

Todas las pérdidas ya ocurridos en la riqueza financiera de los agentes económicos, más las que son de esperar en el sector real durante al menos un o dos años, dan sustento a los profundos cambios de prácticas y regulaciones que se conjeturan y señalan en los párrafos anteriores.

En orden a los impactos sobre la economía real de esta crisis, ya las principales economías europeas y los EE.UU. están en recesión. La mayoría de los analistas se inclina por pronosticar al menos un año de estancamiento cuando no de caída de producto, y sólo al comenzar 2010 se podría estar en el inicio de un proceso de recuperación económica. Algunas voces calificadas, como Nouriel Roubini, estiman que la recesión que se viene será de varios años.

6. Los impactos sobre la economía argentina

En orden a la economía argentina, la crisis financiera tuvo un tiempo de demora hasta hacerse notar. Los elevados precios de los exportables agrícolas

(17) Como lo ha señalado Paul Krugman recientemente.

hasta el mes de julio del 2008 llevaron a la incorrecta creencia de las autoridades nacionales de que el “Efecto Jazz” no iba a hacer impacto sobre el país. Era de sentido común pensar que la situación de contracción de compras externas de los EE.UU. y de las principales potencias europeas, por los efectos riquezas negativos señalados, iban a afectar a los países BRIC (Brasil, Rusia, India y China), que ya no podrían vender con fluidez a dichos mercados, y que esto afectaría también a países como Argentina a través, fundamentalmente, de la caída de precio de las *commodities*. Tal caída de precios ha ocurrido, y lamentablemente ha sido muy superior a la esperada, afectándose negativamente las expectativas de recaudación tributaria vía retenciones a las exportaciones, las de superávit comercial y las de ingreso del sector productor agropecuario.

Por otro lado, lo que viene sucediendo en el mercado financiero en los últimos 50 días es una virtual desaparición del crédito (y la suba concomitante de la tasa de interés), la elevación del riesgo país a nivel de la crisis del año 2001 y una fuga de capitales para los últimos doce meses del orden de los 22.000 millones de dólares, si bien no es posible conocer cuánto se debe a la pésima calidad de las políticas económicas domésticas que se vienen ensayando desde el inicio del presente año. De todas maneras, si bien el país tiene serios problemas, no está al borde del colapso.

En el sector real, los más afectados han sido el sector de la construcción, el automotriz y las firmas productoras de artículos de línea blanca, intensos demandantes del crédito que ha desaparecido del mercado.

Los pronósticos de recesión ya se encuentran instalados en varios medios de comunicación, para el año 2009; algunas consultoras privadas estiman un crecimiento negativo.

La nueva situación invita a pensar las nuevas políticas que se podrían llevar a cabo: usar criterio-

samente las reservas internacionales, por lo cual es natural erradicar las intenciones de pago contado ya a los *hold out* y al Club de París, dado que se puede expresar la voluntad de pago de manera menos onerosa. A nivel mundial, lo peor que podría darse sería el aumento del proteccionismo y las devaluaciones competitivas entre países. Pero es evidente que es difícil que esto no ocurra, y al país no va a evitar iguales medidas, por pedidos de los sectores afectados. Las tendencias al cierre de las economías van a resurgir, a menos que la coordinación de políticas económicas tenga un notorio éxito.

Esta es una época para aplicar recetas keynesianas, de déficit fiscales, pero no todos los países las pueden llevar adelante. En EE.UU., el vuelo a la calidad hace que los títulos del tesoro vuelen a las nubes pese a ser el país donde la crisis ha sido generada. Por esto, una parte importante de los megapaquetes podrían ser financiados con la emisión de estos títulos. En Japón, afectado positivamente por el vuelo a la calidad, algo similar ocurre. Para Argentina, con su gobierno tan imprevisible para los agentes económicos locales e internacionales, la posibilidad de realizar tales tipos de políticas requiere que se violen importantes derechos de propiedad, como es el caso reciente de la estatización del sistema de AFJP, o la búsqueda desesperada de fondos, como con la próxima legislación de blanqueo de capitales, que va a afectar acuerdos internacionales sobre combate al lavado de dinero.

La reciente seguidilla de anuncios, ocurridos luego de la designación de la Ministra Débora Giorgi, parece antes que un conjunto de propuestas serias y consistentes para afectar favorablemente la marcha de la coyuntura, una simulación de un activismo imposible en las condiciones que exhibe la situación de confianza y credibilidad que merecen las autoridades económicas.

Anexo I

¿Qué es una crisis financiera?

Una crisis financiera es difícil definirla, pero en la mayoría de las ocurridas internacionalmente se observa una mutación importante de algunos procesos económico-financieros que genera inestabilidad en el mercado monetario y crediticio. La economía real puede verse afectada o ser la causa estructural, pero no es el centro u origen inmediato de la crisis.

Michael D. Bordo (1986) ofrece una lista de sus principales elementos:

- un cambio generalizado en las expectativas de los agentes económicos asociado con el miedo a un cambio en el contexto económico;

- preocupación por la solvencia de algunas instituciones financieras. La insolvencia puede provenir de un *management* inadecuado, una estructura frágil en la deuda de las instituciones, o por alguna causa monetaria como la falta de liquidez en el sistema económico;

- intentos de convertir activos reales y financieros en dinero que generan una tensión al alza en los tipos de interés y a la baja en los precios de los activos;

- amenazas a la solvencia bancos y otras instituciones financieras sólidas por la caída del valor de sus portafolios como consecuencia de liquidaciones forzadas de sus activos;

- corridas bancarias precipitadas por tales amenazas a la solvencia. Las corridas a un banco en particular pueden originar un pánico bancario generalizado cuando se expande el temor de sufrir pérdidas de depósitos o se anticipa una suspensión en el pago de los mismos;

- una reducción de la oferta monetaria provocada por la disminución del multiplicador monetario debido al descenso del *ratio* depósitos-circulante y del *ratio* depósitos-reservas, este último por el intento de los bancos por mejorar su liquidez;

- caída en el nivel de actividad y en el nivel de precios como resultado de la reducción de la oferta monetaria y de la velocidad de circulación del dinero (causada por el atesoramiento de dinero por fines preventivos y especulativos);

- caída de la tasa de ganancias de la economía y del valor de las empresas junto con el aumento en el número de las bancarrotas;

- intervención de la autoridad monetaria actuando como prestamista de última instancia o realizando operaciones de mercado abierto para aumentar la liquidez del sistema financiero.

La crisis de las hipotecas *sub prime* se presenta como un escenario de insolvencia masiva en las instituciones financieras provocado por la disminución del valor de los créditos hipotecario de alto riesgo debido al aumento en las tasas de moras. Si bien, en general, con la crisis no se han producido corridas bancarias, esto se debe a la existencia del seguro de depósitos en los países que elimina el incentivo de los agentes económicos de retirar su dinero por temor a que los bancos no sean capaces de respetar sus compromisos. El techo de los depósitos garantizado ha debido subir en numerosos casos nacionales.

Anexo 2⁽¹⁸⁾

Algunos cambios regulatorios en el mercado hipotecario estadounidense

A partir de la década de 1980 el gobierno americano adoptó una serie de medidas con la finalidad de aumentar la participación del sector privado en el mercado hipotecario. En primer lugar el *Tax Reform Act* de 1986 dejó a los préstamos hipotecarios como la única clase de préstamo a individuos cuyos intereses son deducibles de impuestos.

En 1999 el congreso aprobó el *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* a través del cual “los bancos

(18) Este Anexo se pudo construir a partir de un capítulo de un escrito en elaboración realizado por el Sr. Lucas Rodríguez de la Universidad Nacional de Rosario.

de todos los tamaños ganaban la habilidad de encarar un rango mucho más amplio de actividades financieras y de proveer un rango completo de productos y servicios sin restricciones regulatorias.” (Kregel, 2008). Esto significó la derogación del *Glass Steagall Act* de 1933 que separaba los bancos comerciales de los bancos de inversión, permitiéndole a los primeros adoptar un gran rango de prácticas financieras que hasta el momento les eran prohibidas, con el fin de aumentar la competencia con los grandes bancos de Wall Street que se encontraban pocos regulados.

Debido a estas reformas la participación del sector privado en el origen de hipotecas creció considerablemente. Mientras que en el año 2003 el 76% del total de hipotecas fueron generadas por Fannie Mae y Freddie Mac y el 24% restante eran de etiqueta privada, para el año 2006 los porcentajes eran 43% y 57% respectivamente (Dodd, 2007).

Pero paralelamente al reajuste de las cuotas de mercado, cambiaron también las normas utilizadas en la evaluación de los riesgos. En tanto, en un principio, Freddie Mac y Fannie Mae seguían tratando casi exclusivamente con hipotecas de bajo riesgo, los originadores privados ganaron mercado financiando y distribuyendo hipotecas de riesgo medio y alto dando origen al mercado de hipotecas *sub prime*.

Se denominaron hipotecas *sub prime* a aquellos préstamos con garantías hipotecarias que no cumplen con los estándares de calidad crediticia habituales⁽¹⁹⁾. Una hipoteca *sub prime* es una hipoteca considerada de “alto riesgo”, ya sea porque solicitante no tiene un trabajo estable, porque sus ingresos no son recurrentes, o porque no se pueden demostrar mediante nóminas, recibos, etc.

Hasta el año 2003 la mayoría de hipotecas se realizaban de acuerdo con los criterios Prime para luego ser vendidas a las Agencias Gubernamentales, pero ya en el año 2005 el segmento *sub prime* alcanzaba el 20% de total de orígenes (Tabla 1).

En conjunto, el crecimiento del ingreso, la baja de los tipos de interés y la relajación de los estándares crediticios provocaron un aumento considerable de la demanda de propiedades, en particular de personas de bajos recursos que pudieron contraer préstamos que tradicionalmente eran considerados muy riesgosos. De acuerdo con el US Census Bureau, la tasa de propiedad de viviendas aumentó del 64,7% en 1995 a 68,8% en 2006, aunque el aumento fue mayor en las comunidades afroamericanas (que pasó del 42,7% al 47,9%) y en las comunidades hispanas (que pasó del 42,1% al 49,7%).

Tabla 1. Origenación de Hipotecas ne EE.UU. en miles de millones de dólares.

	Total de Hipotecas Originadas	Hipotecas Subprime	% de Hip. Subprime del Total de Hipotecas
2001	2.215	190	190
2002	2.885	231	231
2003	3.945	335	335
2004	2.920	540	540
2005	3.120	625	625
2006	2.980	600	600

Fuente: *Inside Mortgage Finance*.

(19) Según la calificación crediticia FICO, que varía de 300 a 850 puntos, son consideradas Hipotecas Prime aquellas con rating entre 620 y 850, y las *sub prime* son aquellas con calificación inferior a los 620 puntos. La calificación resulta de un algoritmo que toma en cuenta el *track record* crediticio del solicitante, la relación entre los servicios de deuda y el ingreso, y la relación entre el monto prestado y el valor del inmueble.

Bibliografía

- Arnaudo, A.A. (1987). *Economía monetaria*, 2da. edición, México, Cemla.
- Ashcraft, A.; Schuermann, T. (2008). "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", *Staff Report* N° 318, Federal Reserve Bank of New York.
- Allen, F.; Gale, D. (2007). "An Introduction to Financial Crises", ensayo para *Financial Crises*, editado por The International Library of Critical Writings In Economics.
- Bordo, M. (1986). "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933", en *Financial Crises and the World Banking System*, Journal of Economic Literature, Vol. 25, N° 3, American Economic Association.
- Cecchetti, S. (2008a). "Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008", *Working Paper* N° 14134, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- ——— (2008b). "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", en *Policy Insight* N° 21, Center for Economics Policy Research.
- Demyanyk, Y. y Van Hemert, O. (2008). "Understanding the Subprime Mortgage Crisis", Working Paper Series, Social Science Research Network.
- Dodd, R. (2007). "Los Tentáculos de la Crisis Hipotecaria", en *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetario Internacional.
- Fernández, R.B. (1987). *Creecer en libertad*, Buenos Aires, El Cronista.
- Fischer, I. (1933) *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, Saint Luis, Federal Reserve Archival for Economic Research.
- Fitchratings (2008a). "ResiLogic US Residential Mortgage Loss Model", *Residential Mortgage Criteria Report*.
- ——— (2008b). "Downgrade Criteria for Recent Vintage U.S Subprime RMBS", *Residential Mortgage Criteria Report*.
- Fondo Monetario Internacional (1998). "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerabilities", en *World Economic Outlook*, Cap. 4, Washington DC.
- ——— (2008a). *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Washington DC, abril.
- ——— (2008b). *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macroeconomic Implications and Policy*, Washington DC, octubre.
- Goldsmith, R. (1958). "Financial Intermediaries in the American Economy since 1900", Nueva York, National Bureau of Economic Research.
- Gorton, G. (2007). "Banks, Banking, and Crises", *NBER Reporter* N°4, National Bureau of Economic Research.
- Jaffee, D.; Renaud, B. (1995). "Securitization in European Mortgage

Markets”, preparado para la *Primera Conferencia Internacional del Bienes Raíces*, Estocolmo.

- Jickling, M. (2008). “Averting Financial Crisis”, Reporte para el Congreso de Estados Unidos.
- Kindleberger, C. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 5ta. edición, New Jersey, Wiley.
- Kregel, J. (2008a). “Minsky’s Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S Subprime Mortgage Market”, en *Public Policy Brief* N° 93, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- ——— (2008b). “Changes in the US Financial System and the Subprime Crisis”, *Working Paper* N° 530, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Leamer, E. (2007). “Housing is the Business Cycle”, *Working Paper* N° 13428, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Minsky, H. (1992a). “Reconstituting the United States’ Financial Structure. Some Fundamental Issues”, *Working Paper* N° 69, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Moody’s (2007). “US Alt-A RMBS-Moody’s Updates Its Methodology: August 2007”, *Special Report*.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2008).

“¿Es tan diferente la crisis financiera sub-prime de 2007 en EE.UU.? Una Comparación Histórica Internacional”, *Working Paper* N° 13761, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

- Roubini, N. (2008). “The Current U.S. Recession and the Risks of a Systemic Financial Crisis”, escrito para la *House of Representatives Financial Services Committee Hearing*, 26 de febrero.
- Stiglitz, J. (2002). *El Malestar de la Globalización*, Buenos Aires, Taurus.
- Teslik, L. “The U.S. Financial Regulatory System”, Council on Forgings Relations, en <http://www.cfr.org/publication/17417>.
- Whalen, C. (2007). “The US Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment”, en *Public Policy Brief* N° 92, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Wray, R. (2007). “Lessons from the Subprime Meltdown”, *Working Paper* N° 522, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.

Otras fuentes

- “Greenspan Admitió sus Errores y habló de un “Tsunami Crediticio””, *La Nación*, 24-10-08, en http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1062712&high=rescate