

La crisis financiera internacional

Francisco Soberón Valdés*

Con el objetivo de estimular el crecimiento de la economía de EE.UU., desde finales de 2001 hasta el año 2005 la Reserva Federal (FED) mantuvo una política de bajas tasas de interés del dólar, las cuales oscilaron en esos años entre 1.00% y 2.50%.

Esta política alimentó una expansión del crédito y resultó efectiva, en tanto la economía estadounidense creció continuamente. Sin embargo, uno de sus efectos colaterales fue un incremento desmedido en el financiamiento hipotecario de viviendas nuevas y de segunda mano en EE.UU., que alcanzó niveles sin precedentes.

Se estima que en la actualidad el mercado hipotecario residencial en EE.UU. asciende a 10.9 millones de millones de dólares.

Como es normal en las épocas de bajos intereses y abundante liquidez, las entidades financieras estadounidenses compitieron por ofrecer términos muy ventajosos y flexibilizaron más de lo prudente los requerimientos en cuanto a la calidad crediticia de los solicitantes de financiamientos.

En estas circunstancias tomó fuerza en EE.UU. el llamado crédito hipotecario "subprime" o de alto riesgo, el cual se ofrecía a clientes con dudoso historial crediticio, sin profundizar en el análisis de su capacidad de pago.

Según informaciones del FMI, casi la mitad de los créditos para la compra de vivienda contratados en EE.UU. durante 2006 eran hipotecas que no se ajustaban a los requerimientos convencionales para la concesión de estos préstamos.

En conjunto, la contratación de hipotecas de alto riesgo se incrementó doce veces entre 1999 y 2006, alcanzando los 1.3 millones de millones de dólares, equivalentes al 12% del total del mercado hipotecario residencial.

En tanto los precios de los inmuebles en EE.UU. se mantuvieron al alza y las tasas de interés bajas, estos créditos crecían y cualquier prestatario con problemas de pago podía obtener una reestructuración de su deuda a un plazo mayor, teniendo en cuenta que el activo que respaldaba el crédito, su vivienda, incrementaba su valor continuamente y constituía una garantía suficientemente sólida para el prestamista. Esto hacía muy difícil detectar con precisión la verdadera situación de morosidad de pagos.

En los últimos tiempos ocurrió una serie de eventos que crearon un nuevo escenario en el mercado hipotecario de alto riesgo (subprime):

1. La tasa de interés interbancaria de la Reserva Federal, que sirve de referencia para el mercado crediticio, se incrementó hasta 5.25%, encareciendo el costo de los créditos, pues la mayoría de ellos había sido acordada con tasas de interés flotantes. Esta subida se debió a temores sobre un resurgimiento inflacionario.

2. Se produjo una ralentización de la economía de EE.UU., que contribuyó a una actitud más cautelosa de los compradores de viviendas.

3. La oferta de viviendas nuevas y de uso en EE.UU. comenzó a superar considerablemente la demanda. Para finales de junio el inventario de casas sin vender sobrepasaba los 4.4 millones de unidades, un nivel que requeriría 8.9 meses para venderse, al ritmo de ventas de mayo. Esto, por supuesto, determinó una disminución en los precios de las viviendas y, por tanto, en el respaldo de los créditos hipotecarios.

Como resultado de estos y otros factores, en los últimos seis meses los casos de impagos de créditos hipotecarios, principalmente aquellos calificados como "subprime" o de alto riesgo, se incrementaron en un 58%.

Esta situación creó incertidumbre en los mercados, y comenzó a extenderse el criterio de que el impacto en el sector financiero y en la economía real podría ser importante.

Un artículo publicado el 6 de agosto por el diario español *El País* daba los siguientes datos: "El sector de la vivienda fue clave en el crecimiento económico estadounidense entre los años 2001 y 2006. Según el Centro de Estudios de la Vivienda de la Universidad de Harvard, el sector supone más del 25% del PIB. Y en ese periodo generó un tercio del empleo creado y casi la mitad del gasto en consumo. Pero en el último año y medio las ventas de viviendas nuevas (un recorte anual del 6.6% en julio) y los precios (el 1.4% menos) no han dejado de caer y presentan los peores datos de los últimos 16 años."

La primera manifestación de esta situación pudo apreciarse cuando comenzaron a conocerse quiebras de firmas financieras norteamericanas especializadas en el mencionado sector hipotecario de alto riesgo. En el artículo citado se informa: "... en el último año casi medio centenar de hipotecarias de alto riesgo se declaró en bancarrota. Y el fenómeno no cesa, como demuestra la decisión anunciada por *American Home Mortgage*, el déci-

mo banco hipotecario de EE.UU., de despedir al 90% de su plantilla."

Inicialmente, las autoridades norteamericanas, incluida la Reserva Federal, trataron de restarle importancia al problema, afirmando que su repercusión en el comportamiento de la economía sería moderada. Sin embargo, esto no fue suficiente para calmar el nerviosismo de los inversores. Una clara prueba de ello es que las acciones de los grandes bancos norteamericanos que se cotizan en la bolsa comenzaron a tener pérdidas de consideración.

Para hacer la situación más compleja, con los sofisticados mecanismos financieros que han surgido en los últimos años, mediante el llamado proceso de "titularización", las deudas hipotecarias se convierten en bonos que son vendidos por los bancos prestamistas de Estados Unidos a otras entidades financieras internacionales y por estas, a un gran número de inversores; de manera que una crisis en este sector en EE.UU. tiene ramificaciones muy extendidas y poco identificables en los mercados financieros de otras regiones.

El Premio Nobel de Economía 2006, Edmund Phelps, declaró que la causa de la crisis financiera radicaba en la falta de transparencia de los mercados crediticios de EE.UU. y en la incapacidad de los operadores de estos mercados para manejar la liquidez hipotecaria, creada mediante el proceso de emisión de nuevos títulos a partir de las hipotecas.

El 9 de agosto se produjo un acontecimiento que imprimió una nueva dinámica a esta situación; uno de los principales bancos europeos (el BNP-Paribas de Francia) suspendió temporalmente los reembolsos a los inversores de tres fondos que administra, aduciendo la imposibilidad de calcular sus activos, debido precisamente a la precipitada caída del valor de su cartera inmobiliaria.

Esta acción provocó una gran alarma, pues demostró que el contagio de la crisis de préstamos hipotecarios en EE.UU. estaba ya desbordando las fronteras de este país y creó el temor de que otras instituciones pudieran tomar medidas análogas, afectando seriamente la liquidez en los mercados.

Ante la gravedad de la crisis, los principales bancos centrales inyectaron de inmediato grandes volúmenes de liquidez en el sistema para disipar los temores de los inversionistas. Esta rápida

e importante decisión era un presagio de que se esperaban problemas de gran envergadura.

Por otra parte, muchos especialistas cuestionan esas inyecciones de liquidez aduciendo que equivalen a salir al rescate de inversores que han obtenido grandes beneficios mediante operaciones de alto riesgo. Se señala que de esta manera los bancos centrales estimulan a que en el futuro los inversores actúen de manera irresponsable para obtener grandes ganancias, pues siempre se sentirán protegidos ante cualquier resultado negativo.

La amplia liquidez proporcionada no fue suficiente para impedir que la Bolsa de Nueva York registrara en la fecha mencionada una pérdida

del 2.83%, la mayor desde el pasado 27 de febrero. La crisis ya comenzaba a tomar cuerpo en eventos concretos de gran alcance.

En un intento por calmar la situación, el presidente Bush declaró que la corrección en el sector inmobiliario sería suave, asegurando que el mercado financiero disponía de la liquidez suficiente para capear el temporal en el negocio hipotecario, e hizo un llamamiento

a los inversores para que realizaran un análisis "racional" de la situación, basado en los hechos y los fundamentos de la economía. Sin embargo, es sabido que este tipo de llamada a la calma se interpreta generalmente como una señal inequívoca de que la situación es grave y que precisamente "actuar con calma" puede ser lo más costoso.

Confirmando esta regla, al día siguiente hubo ventas de acciones de gran magnitud y las principales bolsas asiáticas y europeas, influidas por los resultados de Nueva York del día anterior, cerraron con fuertes pérdidas.

Los precios del petróleo y los metales fueron arrastrados a la baja. De acuerdo con los especialistas, los inversores afectados por la crisis del crédito hipotecario necesitaban liquidez para enfrentar sus pérdidas y por este motivo liquidaban sus posiciones en el mercado de futuros del petróleo y los metales incrementando la oferta y provocando la baja.

Las noticias preocupantes no cesaban. El *Wall Street Journal* informó que el organismo regulador del mercado de valores estadounidense (SEC) estaba revisando las cuentas de los principales corredores y bancos de inversión para determinar si la valoración de los distintos activos relacionados con el sector hipotecario del alto riesgo "sub-





prime" se estaba realizando de una forma que reflejara la situación real, pues existían temores de que pudieran estar ocultando o maquillando los datos.

Por su parte, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, declaró que se habían cometido "excesos" durante el período de bonanza; advirtió que pasaría algún tiempo antes de que se resolviera el problema y reconoció que no podía negar su gravedad.

Una noticia que aumentó las preocupaciones fue que la mayor compañía de créditos inmobiliarios de EE.UU., *Countrywide Financial*, con alrededor de 55 000 empleados, experimentaba problemas de liquidez que podían, incluso, llevarla a la bancarrota. Al día siguiente se conocía que había recurrido a una línea de crédito de 11 500 millones de dólares para reforzar su liquidez, lo cual confirmaba los rumores y aumentaba los temores sobre la dimensión de la crisis.

Ante la gravedad de la situación, la Reserva Federal decidió sorpresivamente bajar su tasa de descuento (tasa de interés a la que le presta a los bancos) 0.50 puntos, situándola a 5.75%. Es importante aclarar que esta rebaja no se refiere a la tasa de créditos interbancarios o "Fed Funds", que es la que usualmente mueven para controlar la oferta de dinero y que sigue fijada en 5.25%, sino a otro instrumento de política monetaria al que solo se acude en momentos de emergencia y no se utilizaba desde el año 2001.

La diferencia entre ambas es que la tasa de interés de créditos interbancarios, que usualmente maneja la Reserva Federal como instrumento de política monetaria (5.25% en estos momentos), es aquella a la cual los bancos comerciales se prestan los fondos que tienen depositados en la FED, mientras que la tasa de descuento, que fue la que se rebajó de 6.25% a 5.75%, es aquella a la que la Reserva Federal está dispuesta a prestarle dinero o descontar papeles comerciales a los bancos para suministrarle liquidez directamente.

El impacto de la decisión de la FED en los mercados no es solo por la vía de incrementar liquidez, sino por el mensaje que envía de que ya en

estos momentos la crisis le preocupa más que la inflación, y que está dispuesta a abaratar el costo del dinero y a expandir la oferta monetaria, asumiendo los riesgos inflacionarios.

Existen rumores de que la Reserva Federal podría hacer muy pronto otra reducción de la tasa de descuento, que quedó en 5.75%, hasta igualarla a la tasa interbancaria que actualmente es de 5.25%. Asimismo, toman fuerza las expectativas de un recorte de la mencionada tasa interbancaria en la reunión de la FED prevista para el 18 de septiembre.

La rebaja de la tasa de descuento realizada por la Reserva Federal sitúa a la autoridad monetaria europea ante una compleja disyuntiva en su reunión del próximo 8 de septiembre: aumentar sus tasas de interés como se daba por seguro, con el riesgo de agravar la situación; o dar marcha atrás en su política antiinflacionaria, lo cual le restaría credibilidad en el futuro. Hasta ahora la posición del Banco Central Europeo ha sido ambigua, dejando abiertas todas las opciones.

En sentido contrario a la decisión de la Reserva Federal, el 21 de agosto el Banco Central de China anunció un incremento en las tasas de interés, de 6.84% a 7.02%, dirigido a neutralizar las expectativas inflacionarias. Esta decisión refleja, por un lado, la gran preocupación de las autoridades chinas sobre el peligro de una escalada inflacionaria (la inflación interanual en junio fue de 5.6%) y, por el otro, su percepción de que por el momento la crisis no representa un riesgo inminente para China, a pesar de las noticias sobre la exposición de los dos mayores bancos chinos en los mercados de bonos de créditos hipotecarios.

El *Wall Street Journal* ha señalado que los inversionistas se muestran reacios a asumir riesgos con sus reservas de efectivo y, en su lugar, aceptan retornos mucho menores a cambio de la seguridad de bonos del gobierno. Lo anterior sugiere que hasta ahora la Reserva Federal no ha logrado convencer a los inversionistas de que los problemas en el sector de las hipotecas de alto riesgo no causarían pérdidas generalizadas.

El viernes 24 de agosto se daba la buena noticia de que las ventas de viviendas habían registrado inesperadamente un 2,8% en julio, lo cual podría ser una primera señal positiva de que la crisis comenzaba a superarse. Sin embargo, el lunes 27 otra noticia de signo contrario venía a neutralizar su efecto: El inventario de casas sin vender en EE.UU. había llegado a su más alto nivel en los últimos 15 años.

El viernes 31 de agosto tuvo lugar una esperada intervención del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ante un simposio en Wyoming. En su exposición reconoció que la crisis afectará la economía de EE.UU.; confirmó su disposición y capacidad de actuar con el objetivo de limitar su impacto, pero advirtió que la men-

cionada institución no tiene la responsabilidad de proteger a los prestamistas y a los inversores de las consecuencias de sus decisiones financieras. Estas declaraciones marcan cierta diferencia de la política de su antecesor, Alan Greenspan, hacia *Wall Street*.

Ese mismo día el presidente de los EE.UU. ratificó que la economía es lo suficientemente fuerte como para soportar la crisis crediticia y que los problemas del mercado hipotecario de alto riesgo representan solo una "modesta" parte de la misma. Destacó que no es competencia del gobierno rescatar a la industria hipotecaria, un comentario que tuvo un efecto negativo en el comportamiento de las bolsas. Pidió al Congreso aprobar una legislación para modernizar la Administración Federal de Vivienda y cambios en las leyes tributarias para disminuir los costos de las refinanciaciones hipotecarias.

Se considera poco probable que las medidas propuestas tengan un impacto inmediato en la situación de los propietarios de viviendas que puedan estar en peligro de impago de sus hipotecas.

En estos momentos nadie se aventura a vaticinar cuál será el curso de los acontecimientos. Prevalece un sentimiento de cautela e incertidumbre y cualquier noticia negativa o positiva genera fuertes movimientos en los mercados.

Las pérdidas en las principales bolsas han llegado a rondar los 2 millones de millones de dólares; la inyección de efectivo del Banco Central Europeo, la Reserva Federal y Japón se acercan a los 580 000 millones; existe un retraso acumulado de aproximadamente 500 000 millones en operaciones de colocación de distintos tipos de títulos de deuda en los mercados financieros y se habla de una pérdida de más de 90 000 empleos en el sector financiero de EE.UU., todo lo cual puede dar una idea de la magnitud del problema.

Con independencia del curso ulterior de los acontecimientos, existe un conjunto de circunstancias que le imprimen características muy particulares a la actual crisis financiera internacional, con relación a otras situaciones de este tipo ocurridas con anterioridad. Entre ellas se destacan:

- Las causas de la crisis se gestaron en el corazón de los mercados financieros internacionales: EE.UU., y no en la periferia como en los años 97 y 98.
- Ha podido confirmarse con total claridad la fuerza, rapidez y alcance con que se transmiten actualmente los problemas en los mercados financieros internacionales, como resultado de su total liberalización y globalización.
- Tal nivel de interconexión de los mercados globales pone en duda el concepto generalmen-

te aceptado hasta el momento de que la diversificación del riesgo protege a los inversionistas.

- Ha salido a la superficie la complejidad, riesgos y alcance del mencionado mecanismo de "titularización de deuda" que, como se explicó, mediante una compleja metamorfosis legal y financiera convierte deuda de distinta naturaleza en un producto financiero "homogéneo", bonos de instituciones financieras, y los disemina en los mercados internacionales sin que el inversor final pueda evaluar con certeza cuál es realmente la calidad del activo subyacente que respalda el título que adquiere.

- Ha quedado demostrado que el nivel de sofisticación de los actuales productos financieros está muy por delante de la capacidad reguladora de las autoridades monetarias, lo cual hace cada día más difícil una detección precoz de los problemas del sistema financiero.

- Se ha evidenciado la disminución del rol del FMI en el contexto internacional actual, pues los criterios que ha expresado han despertado muy poco interés. De hecho, han sido escasas sus declaraciones, a diferencia de la crisis de finales de los 90, en la cual tuvo un rol protagónico. A la luz de esta realidad podría afirmarse que el mayor valor de la crisis del 97 fue convencer a casi todos los países del Tercer Mundo de la necesidad de independizarse del FMI a cualquier costo, habida cuenta de la incompetencia de esta institución y de su total sumisión a los EE.UU.

- A pesar de que esta crisis surgió en EE.UU. y puede afectar su economía, que carga con un déficit anual de cuenta corriente de alrededor de 800 000 millones, hasta el presente los inversionistas se han refugiado en los bonos del Tesoro. Las causas y los efectos de esta gran contradicción fueron resumidos por una profesora de una importante universidad de EE.UU.:

"No creo que sea bueno que todos nos presten dinero. Pero hasta que no exista una alternativa de inversiones, y me refiero a otro país, EE.UU. retendrá a los inversores extranjeros, incluso teniendo este déficit enorme."

La gran interrogante es hasta cuándo podrá mantenerse esta irracional situación. Por el momento las medidas tomadas por los principales bancos centrales han logrado evitar que las consecuencias sean aún mayores. Sin embargo, están latentes las palabras de un candidato presidencial de EE.UU., que el 19 de agosto describió la presente crisis como el "huracán Katrina" de la industria de préstamos hipotecarios. Queda aún por ver si los "diques" del mercado lograrán resistir.