

El impacto global de la crisis hipotecaria USA

Alfredo Arahuetes

En agosto de 2007 se inicia en Estados Unidos una crisis en las hipotecas de alto riesgo que desencadena una serie de fenómenos tales como la falta de liquidez internacional o la retracción de los créditos. Esta situación, que está afectando al conjunto de la economía, no es una crisis bancaria más de origen inmobiliario, pues ha puesto al descubierto la fragilidad de la estructura de activos financieros. Un edificio construido en los últimos años, en base a los procesos de innovación y titulización financiera, con el objetivo de reducir y transferir el riesgo de crédito que se levantó con la extraña anuencia de las agencias internacionales de rating.

Desencadenada la crisis, e imaginada su gravedad y dimensión, se requirió la intervención de los bancos centrales de Estados Unidos, la Unión Europea y el Reino Unido con la colaboración puntual de otros bancos centrales como los de Suiza y Australia. Además, lo que ha sido más sorprendente, es que la crisis ha provocado la entrada de nuevos inversores en las estructuras de capital de importantes bancos comerciales americanos y europeos situados al borde de la insolvencia por su exposición en las inversiones en títulos que han resultado opacos. Los inversores, en esta ocasión, han sido fondos soberanos de China, Singapur y países productores de petróleo de Oriente Medio. Lo que no deja de ser una ironía: *fondos soberanos públicos* de países emergentes o exportadores de petróleo acudiendo en ayuda de destacados bancos pri-

vados de países desarrollados. La crisis constituye una amenaza para el crecimiento de los países industrializados. Pero al contrario que en otras ocasiones, en las que se desaceleran las economías desarrolladas, los países emergentes y en desarrollo mantendrán importantes tasas de crecimiento en 2008, aunque ligeramente más suaves que en 2007.

Pero vayamos por pasos.

2006, los antecedentes

En agosto de 2006 el mercado inmobiliario en Estados Unidos ya había dado señales de desaceleración y a finales de año las señales eran de agotamiento y deterioro: se reducía, se forma significativa, el ritmo de venta de viviendas, se detenía la construcción de nuevas viviendas, y quizá la peor señal era que aumentaba el grado de incumplimiento de los pagos hipotecarios, sobre todo de las *hipotecas de alto riesgo*, denominadas *hipotecas subprime*, y de las correspondientes ejecuciones hipotecarias. La discusión sobre la evolución previsible del mercado inmobiliario en Estados Unidos era objeto de continuos análisis en la prensa especializada de todo el mundo.

Entre los diversos escenarios contruidos los más pesimistas señalaban que en 2007 se asistiría a una intensa desaceleración del ritmo de expan-

sión de la construcción de viviendas y en casi todo el país se verificaría una reducción expresiva de los precios de la vivienda. Los escenarios optimistas, por su parte, coincidían en el diagnóstico, pero contemplaban una desaceleración de menor intensidad en el ritmo de construcción de viviendas y sólo ajustes de precios en algunas zonas del país en las que se habían registrado aumentos inusitados.

De una u otra forma se dada por hecho que en 2007 se iniciaría una etapa, quizá breve, de corrección del exceso inmobiliario comenzado en 2001, que pondría fin a la «burbuja inmobiliaria» de manera suave, para los defensores del escenario optimista, y de forma brusca para los que compartían la visión del escenario pesimista.

Los precios de la vivienda en Estados Unidos, medidos por el índice *S&P Case-Shiler* habían crecido el 126% entre 1996 y 2006, pero los precios de la vivienda en ese mismo período también se habían incrementado el 180% en España, el 194% en el Reino Unido y el 235% en Irlanda¹. Luego la crisis desencadenada el 9 de agosto en Estados Unidos, y extendida de manera inmediata a Europa, no era una crisis bancaria provocada por el creciente número de impagos hipotecarios. Era una crisis que tenía elementos diferenciales que la situaban en una dimensión distinta a la que

¹ *The Economist*, 2007.

tendría si se derivase sólo del pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

La burbuja inmobiliaria

Entre enero y el 9 de agosto de 2007 se produjo la eclosión de los efectos de un sofisticado proceso de innovación financiera que tenía como objetivo reducir y dispersar el riesgo de las distintas instituciones financieras, construido sobre el crecimiento descontrolado de las hipotecas *subprime* o *de alto riesgo*.

El riesgo se puede reducir y dispersar, pero no se puede eliminar. Sin embargo, este proceso de innovación financiera había conseguido que además de la reducción y dispersión del riesgo, extendida al ámbito internacional, se hubiese conseguido también hacerlo desaparecer. Las nuevas finanzas se habían encargado de lograrlo. La sensación reinante en los mercados financieros de que el riesgo había desaparecido de los mercados hizo que el prestigioso catedrático de Harvard y Secretario de Tesoro con Clinton, Larry Summers, llegase a afirmar refiriéndose a los riesgos de la economía internacional *«que el riesgo principal era la sensación de ausencia de riesgo percibida por los agentes que actuaban en los mercados»*.

La confianza que daba la percepción de la ausencia de riesgo vino a alterarse la última semana de agosto de

2007 el comenzar a pincharse la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. La mayor parte de los analistas expertos en el sector inmobiliario había pronosticado que se registraría una suave desaceleración del sector tanto en su actividad como en sus precios, pero en ningún caso se produciría un tipo de corrección brusca popularmente conocida como pinchazo. Sin embargo, lo que se estaba registrando era el pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

La burbuja inmobiliaria se había formado por la rápida subida de los precios de la vivienda impulsados por la fuerte demanda tanto de personas que adquirirían una vivienda para vivir en ella como de las que las compraban para invertir. En este proceso se instaló la incuestionable idea de que los precios sólo podían subir y nunca bajarían. Movidos por esta idea, las personas que tenían alguna intención de comprar una vivienda para habitar en ella optaban por realizar la compra cuanto antes para adquirir el inmueble antes de que estos hubiesen subido demasiado y fuese muy tarde para comprar. La subida de los precios atrajo, al mismo tiempo, a inversores-especuladores que compraban los inmuebles en sus primeras fases, incluso sobre planos, para revenderlos en el momento que considerasen oportuno consiguiendo buenos beneficios. Según su visión, la inversión era siempre segura porque los precios no hacían más que subir.

Detrás de estas compras se encontraba un mecanismo imprescindible: el crédito hipotecario abundante y barato, sobre todo, aunque no sólo para los tomadores de préstamos hipotecarios *subprime*. Parecía que toda la población estaba invitada a participar de esta fiesta crediticia y, a partir de ella, a mejorar su riqueza bien como propietarios inmobiliarios, bien como inversores–especuladores revendedores. Los precios subieron

*se otorgaban a personas
que carecían de historia
crediticia y/o que no contaban
con ingresos regulares
adecuados para acceder
a la compra de una vivienda
en las condiciones normales
de mercado, ni con ningún
otro tipo de garantía*

más allá del nivel al que los compradores estaban dispuestos a seguir comprando, sobre todo desde el momento en el que los tipos de interés volvían a situarse en niveles normales a finales de 2005 y el primer semestre de 2006. Entonces la demanda de viviendas comenzó a crecer menos que la oferta, a continuación los incrementos de precios de dos dígitos dieron paso a crecimientos muy bajos de un dígito y acto seguido los pre-

cios comenzaron a caer, es decir, a registrar tasas negativas en todo el país excepto en el sur.

La burbuja inmobiliaria, inflada sobre todo por la alocada expansión del crédito hipotecario *subprime*, comenzó a explotar cuando los tipos de interés volvieron a un nivel de normalidad, después del excepcional bajo nivel en el que se situaron entre 2001 y mediados de 2003. Se puso al descubierto que la combinación de bajos tipos de interés y crédito en abundancia colocado en el mercado a tipos de interés de enganche provoca un astronómico crecimiento de los precios inmobiliarios.

2007, un largo año

En los primeros meses de 2007, en el contexto de la discusión sobre la tendencia que seguirían los precios en el sector inmobiliario, crecieron las sospechas de que los precios de la vivienda bajarían más y más deprisa de lo previsto, principalmente debido a los efectos de un tipo particular de hipotecas, *las de alto riesgo* o *subprime*. Este tipo de hipotecas eran las que se otorgaban a personas que carecían de historia crediticia y/o que no contaban con ingresos regulares adecuados para acceder a la compra de una vivienda en las condiciones normales de mercado (*prime*), ni con ningún otro tipo de garantía (Green y Wachter, 2007).

Al principio la mayor parte de los préstamos se otorgaban con un bajo perfil de documentación sobre la capacidad de pago del prestamista hipotecario, pero en los últimos años los préstamos se otorgaban sin ningún tipo de prueba de la capacidad de pago. En California en 2006, por ejemplo, el 70% de las casas compradas se financiaron con hipotecas *subprime* de perfil bajo o nulo.

Contextos económicos de baja inflación, bajos tipos de interés y precios de la vivienda continuamente al alza hicieron posible que un número creciente de familias que no reunían las condiciones para acceder a la compra de una vivienda en condiciones de solvencia, por tanto, de bajo riesgo (*prime*), pudiesen hacerlo a través del segmento de alto riesgo (*subprime*).

Este tipo de hipotecas, al contrario del resto de las hipotecas en Estados Unidos, se establecen a tipos de interés variables ajustables periódicamente y con unas condiciones de tipos de interés seductores los dos o tres primeros años —lo que llevaba a pensar a los prestatarios que podían hacer frente a las cuotas sin ningún problema—. Transcurrido este «período de gracia-trampa», las hipotecas se reajustaban de acuerdo a los tipos de interés y las condiciones vigentes en el mercado (como habitualmente se pagan las hipotecas de bajo riesgo o *prime*) y los prestatarios comenzaron a encontrarse, primero, con crecientes dificulta-

des para cumplir sus obligaciones, y a continuación, con la imposibilidad de hacer frente a los pagos. Las estimaciones más confiables señalan que tras el ajuste y crisis de las hipotecas *subprime* cerca de dos millones de familias americanas habrán perdido sus viviendas.

Por su parte, los prestatarios suscribían los créditos atraídos por la posibilidad de adquisición de una vivienda de forma accesible (dada la reducida cuantía de las cuotas los primeros años) y con la idea, también, de que los precios de las viviendas siempre suben. Así, en el supuesto de que surgiese alguna adversidad, el precio revalorizado de los inmuebles permitiría la ampliación del plazo de la hipoteca a treinta, cuarenta o más años.

Pero no cabe duda de que la mayoría de los prestatarios *subprime* ignoraban el incremento que sufrirían las cuotas mensuales de sus hipotecas, no sólo cuando se referenciasen a los tipos normales de mercado, sino también en el supuesto de que los tipos de interés comenzasen a subir a medida que la economía americana saliese de la amenazante recesión-depresión atravesada entre 2000 y la primera mitad de 2003, y menos cuál sería su reacción, en esas nuevas circunstancias, con los precios de las viviendas estancados o en caída. De esta manera los préstamos hipotecarios *subprime* eran un anzuelo irresistible cebado con una atractiva mariposa de colores: tipos de interés de entrada

muy seductores. La gente que picaba no tenía la más mínima posibilidad de evaluar las características del préstamo que estaba asumiendo.

Como ha señalado el destacado economista de Princeton y colaborador del New York Times Paul Krugman: «¿Por qué se vendieron sofisticados productos de préstamo a los prestamistas menos sofisticados? Porque eran los únicos susceptibles de ser engañados para comprarlos. Y el resultado predecible era una masacre». Como afirmara Edgard M. Gramlich, un funcionario de la FED americana citado por Krugman, el «mercado de las hipotecas "subprime" era el salvaje oeste».

Los primeros meses de 2007, al tiempo que los tipos de interés seguían su curso al alza, el sector de la vivienda se desaceleraba con inusitada intensidad y aumentaba el desempleo de manera significativa. En los estados de Arizona, California y Florida, especialmente, muchos propietarios de viviendas con hipotecas *subprime*, ante las crecientes dificultades para hacer frente a las hipotecas con los nuevos tipos de interés vigentes muy distintos de cuando las suscribieron años antes, optaron por vender las viviendas y saldar el crédito hipotecario antes de que bajasen más los precios de sus viviendas, como amenazaba con suceder. Muy pocos consiguieron vender a tiempo sus viviendas, y fue más numeroso el grupo de ciudadanos con hipotecas *sub-*

prime reajustadas que no pudieron hacer frente a los pagos ordinarios e incurrieron en situación de impago.

El número de titulares de hipotecas *subprime* que dejaban de cumplir con los pagos establecidos se disparó y con este fenómeno crecieron los rumores del creciente incumplimiento de las hipotecas *subprime*.

El primer impacto en el sistema bancario

En febrero el mayor banco del Reino Unido, el HSBC, anunciaba que reservaba 1.760 millones de dólares para cubrir los problemas de su negocio de hipotecas *subprime* en Estados Unidos.

En marzo el número de impagos de las hipotecas *subprime* ya había alcanzado un volumen suficiente para llevar a la quiebra a treinta y seis bancos hipotecarios especializados en hipotecas *subprime*, al tiempo que una institución de mayor tamaño, *New Century*, especializada en préstamos hipotecarios quebraba por su alta exposición en hipotecas *subprime*. La crisis de las hipotecas *subprime* se extendía como un reguero de pólvora ardiendo, pero daba la impresión de ser una crisis de dimensión controlada. Sin embargo, los rumores acerca de la dimensión de la crisis seguían creciendo, puesto que estaba en curso la revisión de las condiciones de las hipotecas *subprime* suscritas en años

El impacto global de la crisis hipotecaria USA

anteriores y todavía estaban pendientes de actualización/ajuste las firmadas en 2005 y 2006.

En agosto, el día 6, se registraban fuertes caídas de las bolsas en el mundo provocadas por las caídas de las cotizaciones de los bancos, y al día siguiente los tipos de interés interbancarios a tres meses subían del 4 al 4,6% —tipos que reflejan la confianza de los bancos para prestarse entre ellos a corto plazo—, lo que indicaba el aumento del grado de desconfianza de los bancos para prestarse entre ellos a corto plazo.

El jueves 9, el Banco Central Europeo inyectó 95.000 millones de euros en el mercado bancario, cantidad superior a la inyectada tras los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos. Aun así, tuvo que inyectar de nuevo 61.000 millones de euros el viernes 10, esta vez acompañado por tres inyecciones de la FED americana por valor de 87.500 millones de dólares, y de los bancos centrales de Japón y Australia. La crisis estallaba en una esquina del sistema y parecía algo más que una simple crisis hipotecaria.

Es más, lo que al principio parecía sólo una crisis hipotecaria que se circunscribía a Estados Unidos, poco a poco mostraba ramificaciones importantes en otros países del mundo, principalmente, en Europa, y que se desdoblaba en una crisis de liquidez, ya que los bancos no estaban dispuestos a prestarse entre ellos a más

de un día hasta que no se supiese su grado de infección con títulos afectados por hipotecas *subprime*.

A finales de mes la crisis *subprime* parecía de una dimensión suficientemente reducida como para no representar una amenaza ni para los bancos, ni para los sistemas financieros de Estados Unidos y algunos países europeos, ni para las economías de estos países. Para empezar el capital de los bancos era muy superior al reducido volumen que podían representar los impagos de las hipotecas *subprime*; por tanto, el problema se circunscribiría a una crisis hipotecaria que provocaría algunos episodios de crisis de liquidez. Pero en ningún caso la crisis iría más allá, es decir, no provocaría problemas de insolvencia, de forma que se podría resolver con la sabia y oportuna intervención de los bancos centrales. Era la tarea a la que se dedicaron los bancos centrales, principalmente, de Estados Unidos, la Unión Europea y el Reino Unido.

El fenómeno de la titulación

La *titulización* es un proceso de innovación financiera que consiste en transferir obligaciones de deuda en forma de títulos. Por ejemplo, en convertir préstamos hipotecarios situados en los balances de los bancos en títulos que puedan ser vendidos a inversores interesados en su adquisición por la rentabilidad que proporcionan en relación a su riesgo.

Como existen en el mercado financiero una gama diversa de agentes financieros —como los fondos de inversión, los fondos mutuos, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, etc.— interesados en la compra de estos títulos, los bancos y las instituciones prestamistas *titulizan* una parte importante de sus préstamos y se los venden a los inversores. Para hacer esto, los bancos y las instituciones prestamistas agrupan los préstamos que van a ser objeto de *titulización* y a continuación los dividen en porciones para que cada una de ellas pueda ser calificada por las agencias de *rating* con una buena calificación de riesgo, lo que en la práctica se traduce en buscar que se califique con el mayor grado inversión, «AAA».

De esta forma, los inversores que, normalmente, están obligados a invertir en títulos calificados con el grado de inversión «AAA» pueden comprar los títulos con garantía hipotecaria emitidos por los bancos y las instituciones que realizan los préstamos hipotecarios. Este tipo de títulos son los famosos MBS (*mortgage-backed security*, que en términos más amplios son los ABS —*asset-backed security*—).

Los inversores siempre están deseosos de invertir en títulos que proporcionen alta rentabilidad y bajo riesgo. Pero la alta rentabilidad va sólo unida a niveles altos de riesgo, por lo que es casi imposible encontrar activos financieros que proporcionen alta rentabilidad y bajo riesgo. Desde el año 2001

los bancos y las instituciones que realizaban préstamos hipotecarios aumentaron el negocio con compradores de viviendas *subprime*; por tanto, los préstamos *subprime* correspondientes, en principio, no se podían *titulizar*, porque aunque se agrupasen y después se dividiesen en porciones seguirían recibiendo la calificación de alto riesgo (*non investment grade*), y los títulos no podrían ser adquiridos por los grandes inversores.

Es entonces cuando algunos financieros, aprovechándose de la ausencia de regulación prudencial, se hicieron la siguiente pregunta: ¿qué se puede hacer para *titulizar* las hipotecas *subprime* y que puedan recibir la calificación «AAA» de grado de inversión y así poder ser vendidas con normalidad por los grandes inversores ávidos de títulos de alta calificación y rentabilidades atractivas? Los bancos de inversión pensaron que se podrían agrupar porciones de hipotecas *subprime* con porciones de otros activos y a continuación emitir títulos respaldados por esa nueva agrupación de activos que, fácilmente, recibirían una mejor calificación de riesgo de inversión y, por tanto, podrían ser vendidos a los inversores.

A partir de ahí se fue construyendo una estructura compleja en la que pronto se va perdiendo la referencia de los activos que son el soporte subyacente de los títulos y dan idea de su verdadero grado de riesgo. En la base de esa estructura se encuentran las hi-

potecas *subprime* o *de alto riesgo* que debidamente agrupadas sirven de garantía (*collateral*) para la emisión de los títulos MBS (*Mortgages-Backed Security*). En el tramo siguiente se encuentran los CDOs (*Collateralized Debt Obligations*), títulos emitidos en base a las porciones de mayor riesgo de los MBS debidamente combinadas con otros CDOs de menor riesgo. En el siguiente escalón, los CDOs de mayor riesgo se empaquetaban con otros activos de menor riesgo y se emitían otros tipos de CDOs. Así se llegaba a los «CDOs-*squared*» que todavía estaban vinculados con distintos activos. El paso siguiente era emitir títulos no vinculados a activos subyacentes, sino como derivados financieros. Éstos eran los «*synthesized* CDOs».

Cuando, el 9 de agosto, estalló la crisis de las hipotecas *subprime* toda la estructura de *titulización* construida a partir de ellas quedó sumida bajo una extensa sombra de sospecha, y en mayor medida los CDOs emitidos a partir de las porciones de más alto riesgo de los activos *subprime* combinados con partes de otros activos, supuestamente, de menor nivel de riesgo. Los inversores que habían comprado MBS y sobre todo CDOs —es decir, tanto bancos como bancos de inversión, así como instituciones financieras no bancarias como compañías de seguros, fondos de inversión, fondos mutuos, fondos de pensiones, etc., de Estados Unidos y de otros países del mundo, principalmente de Europa— se creían a salvo porque pensaban

que los títulos comprados contaban con la garantía de la calificación de riesgo de grado de inversión «AAA». Sus títulos, por tanto, eran tan buenos como los bonos de empresas con una calificación equivalente de grado de inversión «AAA». Pero no era así. Los títulos de la compleja estructura de títulos de deuda levantada a partir de

*las agencias de «rating»
facilitaron la expansión del
proceso al otorgar buenas
calificaciones a títulos que
respondían a una compleja
combinación de activos
subyacentes de peor
calificación*

los préstamos *subprime* estaban viciados en su calificación de riesgo, lo que les confería un riesgo bastante más alto que el de los bonos corporativos calificados «AAA».

Las agencias *titulizadoras*

La expansión del negocio no hubiese sido posible sin la colaboración de las agencias de *rating*. El comportamiento de las agencias de *rating* (*Moody's*, *Standard & Poor's* y *Ficht*) se ha puesto en tela de juicio cuando se ha comprobado que sus beneficios aumentaron de forma considerable a medida

que se desarrollaba la compleja estructura de títulos de deuda, principalmente *MBS* y *CDOs*. Eso explica que la prestigiosa revista *The Economist* afirmase en el informe de octubre pasado que las agencias de *rating* «han visto que sus beneficios crecían a medida que ayudaban a los bancos a crear productos de deuda complejos», de forma que «*Moody's*, una de las tres principales agencias de *rating*, aumentó sus beneficios en más del doble entre 2002 y 2006 y sus ingresos procedían, en gran medida, de las calificaciones realizadas sobre títulos de deuda cada vez más complejos.

Las agencias de *rating*, por tanto, fueron una pieza clave en el proceso de *titulización* con el que se levantó la estructura compleja de títulos de deuda. Ellas facilitaron la expansión del proceso al otorgar calificaciones de grado de inversión «AAA» a títulos que respondían a una compleja combinación de activos subyacentes de peor calificación. Los inversores estaban convencidos de que los *MBS* y los *CDOs* que compraban tenían unos adecuados activos subyacentes de bajo nivel de riesgo. Pero no era así. Tras la crisis de agosto, la creciente sospecha sobre la calificación real de los títulos hizo que los inversores perdiesen su confianza en las agencias de *rating*, lo que originó el rechazo a comprar cualquier tipo de *MBS* y *CDOs*, y que el mercado secundario de estos títulos dejase de funcionar por la completa retracción de los inversores.

El segundo impacto en el sistema bancario

La tormenta de agosto requirió la intervención inmediata de los bancos centrales de Estados Unidos, la Unión Europea, el Reino Unido y Suiza con la colaboración de los de Japón y Australia. Estos bancos habían llamado la atención de los mercados financieros sobre la escala de valoración del riesgo existente en algunos mercados y productos, pero las advertencias fueron, sistemáticamente, desoídas por los agentes financieros.

Una vez que estalló la crisis los bancos decidieron guardar gran parte de su liquidez para sí mismos, tanto por desconfianza respecto a los demás bancos como por precaución, es decir, por si tenían que utilizarla para cubrir sus propias pérdidas. La falta de confianza entre los bancos tanto en Estados Unidos como en Europa dio lugar a una contracción de la liquidez y a una significativa retracción del crédito que podía afectar de manera negativa la marcha de la economía real. La nueva situación colocaba a los bancos centrales ante una encrucijada derivada de su doble misión: proporcionar la liquidez que garantiza el normal funcionamiento del sistema financiero y contribuir a la estabilidad macroeconómica mediante la aplicación de una adecuada política monetaria.

Las semanas inmediatamente siguientes pusieron de relieve que existían vi-

El impacto global de la crisis hipotecaria USA

siones diferentes a los dos lados del Atlántico frente a la encrucijada. A la crisis de liquidez, provocada por la crisis de las hipotecas *subprime*, la FED americana respondió con una bajada del tipo de descuento desde el 5,75 al 5,25% —para abaratar el descuento de títulos que los bancos podían llevar a cabo junto al banco central para cubrir sus necesidades de liquidez—, y al mismo tiempo optaba por proporcionar la liquidez que consideraba que el sistema financiero necesitaba y, en caso que fuese necesario, dejaba abierta la puerta a la bajada del tipo de interés de los fondos federales.

El Banco Central Europeo se mostró dispuesto a proporcionar la liquidez que fuese necesaria, pero dio pistas de que no estaba dispuesto a bajar los tipos de interés, como máximo a no subir el 0,25% previsto para septiembre.

Una línea más dura parecía seguir el Banco de Inglaterra que no estaba dispuesto a proporcionar más liquidez de la normal y desde luego se proponía no adoptar medidas para salvar a ningún banco para evitar incurrir en una situación de «riesgo moral». Sólo se mostraba dispuesto a colocar niveles de liquidez superiores a los normales en caso de que la economía entrase en una situación de alto riesgo ante la cual no cupiese formular otras alegaciones.

En septiembre, saltó el problema del banco británico *Northern Rock*, espe-

cializado en hipotecas, pero fuertemente dependiente del mercado de dinero para la captación de fondos. El gobernador del Banco de Inglaterra, Sir Mervin King, tuvo que retractarse de su estrategia y proporcionar liquidez directamente al banco para evitar una carrera de los depositantes para la retirada de sus depósitos o «*bank run*». Sin embargo, la desconfianza

a finales de noviembre la crisis «subprime» podía extenderse a otros segmentos de deuda como los de tarjetas de crédito y préstamos para automóviles

de los depositantes sobre el banco no se pudo detener y las colas continuaron a las puertas del banco. Sólo la declaración del gobierno de que estaban garantizados todos los depósitos devolvió la confianza a los depositantes.

En los días siguientes el Banco de Inglaterra cambió de estrategia y decidió proporcionar un mayor nivel de liquidez al mercado (10.000 millones libras esterlinas). Los bancos, sin embargo, decidieron no acudir a las subastas, quizá para no despertar la desconfianza de los depositantes y así evitar situaciones parecidas a la del *Northern Rock*.

En octubre, los mercados recuperaban la normalidad y se extendía la impresión de que lo peor de la crisis ya había pasado. Ben Bernanke, el *chairman* de la FED, declaraba que las pérdidas que causaría la crisis de las hipotecas *subprime* se cifraría en 50.000 millones de dólares, la mitad que la crisis de los Saving & Loans de finales de los años ochenta.

En noviembre, sin embargo, el empeoramiento del mercado inmobiliario en Estados Unidos resucitaba la crisis con la misma intensidad que se había registrado el mes de agosto. De ahí que a mediados de noviembre el Citibank tuviese que recibir una inyección de liquidez en su capital de 7.500 millones de dólares procedente de un fondo soberano de Abu Dhabi, que le convertía en el primer accionista; y a finales de ese mismo mes un vehículo inversor de Singapur comprara el 9% del banco suizo UBS.

A finales de noviembre el mercado inmobiliario en Estados Unidos volvía a dar un nuevo susto al caer más de lo previsto. Esta tendencia determinaría que los impagos de las hipotecas *subprime* pasasen de los 50.000 millones de dólares anunciados por Ben Bernanke al comienzo de la crisis a situarse entre 200.000 y 300.000 millones de dólares a finales de noviembre. La crisis *subprime* podía extenderse a otros segmentos de deuda como los de tarjetas de crédito y de préstamos para automóviles, por lo

que según Goldman Sachs el total de la deuda con problemas de incumplimiento podría ascender a 700.000 millones de dólares.

En diciembre se registraban nuevos episodios que no contribuían a despejar la desconfianza. El *Royal Bank of Scotland* anunciaba, el día 6, que provisionaba el equivalente a 3.000 millones de euros a causa de los efectos de la crisis *subprime*. El mismo camino seguía el banco americano *Wachovia*, el día 12, provisionando 1.000 millones de dólares, al igual que el Bank of America que anunciaba provisiones por valor de 3.300 millones de dólares.

En este contexto el 12 de diciembre los bancos centrales de Estados Unidos, la Unión Europea, Inglaterra, Canadá y Suiza anunciaron subastas conjuntas de inyección de liquidez, pero la noticia no tuvo la acogida esperada. Al mismo tiempo, la FED anunciaba que la creación de una nueva «línea de subastas a plazo» mediante la cual inyectaría al sistema al menos 40.000 millones de dólares, estando dispuesto a inyectar mucho más dinero y a tipos de interés inferiores al tipo de descuento. También la FED anunció la creación de líneas de *swap* recíproco con el Banco Central Europeo por valor de 20.000 millones de dólares y con el Banco Central de Suiza por valor de 4.000 millones de dólares, con el objetivo de que estos dos últimos bancos centrales pudiesen llevar a cabo inyecciones en

El impacto global de la crisis hipotecaria USA

dólares y así reducir la Libor (tasa interbancaria en dólares del mercado de Londres). La preocupación con la crisis llegó hasta el punto de que la FED redujo el tipo de interés de los fondos federales hasta el 4,25%.

Como la preocupación con la crisis de confianza iba en aumento, el 18 de diciembre el Banco Central Europeo (BCE) inyectó en el sistema financiero la cifra récord de 348.607 millones de euros (cerca de 500.000 millones de dólares) a un tipo del 4,21% a través de una subasta a la que acudieron 390 entidades, es decir, casi todas las entidades europeas, con la característica añadida de que el BCE no daría ningún tipo de información relativa a la participación de las entidades en ella.

En los días siguientes y hasta final del año continuó el goteo de entidades que anunciaban pérdidas a consecuencia de la crisis *subprime*: el Credit Agricole francés anunciaba, el día 21, una provisión también por efectos de la crisis *subprime* de 2.500 millones de euros y el UBS volvía a reconocer mayores pérdidas, Merrill Lynch, Barclays, etc. En la última semana del año se conocía un informe de *Standard & Poor's* en el que se afirmaba que los principales bancos americanos y europeos sólo habían reconocido una cuarta parte de sus pérdidas por la crisis *subprime*.

Como señalaba Krugman, citando a Bill Gross director de gestión de bo-

nos de la firma Pimco, «*lo que sucede es que estamos asistiendo a la ruptura de nuestro sofisticado sistema bancario, un sistema complejo de préstamos apalancados tan difícil de entender que el Chairman de la FED Ben Bernanke requirió un curso de refresco a mediados de agosto impartido por gestores de fondos*». La crisis de liquidez originada, inicialmente, por la crisis de las hipotecas *subprime* y amplificada por el crecimiento de la fraudulenta arquitectura financiera levantada ha acabado por provocar una retracción del crédito y en última instancia una crisis de confianza que puede llevar a la economía de Estados Unidos a una recesión en 2008, y a las economías europeas a una importante desaceleración.

La solución es muy difícil porque se trata de reconstruir la confianza. Es decir, que los agentes que participan en los mercados financieros vuelvan a confiar unos en otros, y todos en el funcionamiento del sistema en su conjunto. Y eso se consigue despejando por completo las dudas sobre la situación de los bancos después de que se hayan saneado por completo una vez asumidas plenamente sus pérdidas.

2008, un nuevo año

En los primeros días del nuevo año 2008 los bancos centrales han renovado las señales de su disposición a inyectar, en los sistemas financieros, liquidez a medio plazo, al tiempo que

procedían a retirar una buena parte de la liquidez a corto plazo colocada a finales de 2007 para que los bancos pudiesen cerrar el año sin problemas de liquidez. Aún así, el goteo de entidades financieras con problemas derivados de la crisis *subprime* ha continuado en las dos primeras semanas del nuevo año 2008. Este interminable goteo —en el que el Citigroup ha tenido que volver a desplegar una nueva estrategia de búsqueda de nuevos in-

*la tormenta financiera
desatada por la crisis
«subprime» no ha afectado,
por primera vez, a los
diferenciales de riesgo de los
países emergentes, mientras
que ha sacudido a los de los
países desarrollados*

versores, principalmente entre *fondos soberanos* de China y Kuwait, para financiar una nueva inyección de capital por valor de 14.000 millones de dólares—, unido a nuevos síntomas de fuerte intensidad de desaceleración de la economía de Estados Unidos ha determinado un mal arranque de las bolsas de valores a nivel internacional, con continuas caídas en las dos primeras semanas de cotización de 2008.

Todas las señales apuntan a que lo peor de la crisis está por venir. Los

efectos se centrarán en la economía de Estados Unidos, pero la infección puede extenderse a Europa como ha ocurrido desde el desenlace de la crisis *subprime*. Si en 2008 en Estados Unidos continúan los problemas financieros, de la crisis *subprime*, se debilitará el ritmo de crecimiento del consumo privado y es altamente probable que la economía entre en fase de recesión.

La recesión americana estaría acompañada del menor crecimiento de las economías de la Unión Europea y de otros países desarrollados de la OCDE. Esta desaceleración afectaría también, aunque en menor medida, a los países emergentes y a los países en desarrollo tal y como señala el último *Global Economic Prospects* del Banco Mundial. Sin embargo, la tormenta financiera desatada por la crisis *subprime* no ha afectado, por primera vez, a los diferenciales de riesgo de los países emergentes, mientras que ha sacudido a los de los países desarrollados. En 2007, los espectaculares crecimientos de China (11,3%) y la India (9%) estuvieron acompañados de importantes tasas de crecimiento del resto de las economías emergentes y países en desarrollo.

Según el informe del Banco Mundial, los países del este de Asia crecieron el 10%, los del sur de esta región el 8,4%, los del este de Europa y Asia Central el 6,7%, los de Oriente Medio y el norte de África el 4,9%, los de América

Latina el 5,1% y los de África sub-sahariana el 6,1%. Se estima que estas tasas de crecimiento pueden registrar ligeros descensos en 2008. Pero al contrario que en el resto de anteriores desaceleraciones de los países industrializados, en esta ocasión los países emergentes (principalmente China y la India) cuentan con suficiente margen de maniobra para mantener elevadas tasas de crecimiento y tirar de los países en desarrollo productores de materias primas y alimentos —que serían los principales damnificados por la recesión de Estados Unidos y la desaceleración del resto de los países industrializados—.

¿Qué nos cabe esperar?

La crisis inmobiliaria en Estados Unidos, que comenzó en agosto de 2006, puso al descubierto que dentro de ella existía una compleja bomba de relojería lista para estallar: la de las hipotecas *subprime* y acoplada a ella la del edificio innovación de activos *titulizados* con falsos certificados de riesgo de inversión «AAA» otorgados por las prestigiosas agencias de internacionales de *rating*, *Moody's*, *Standard & Poor's* y *Ficht*. Estas agencias no trabajaban garantizando la transparencia en la valoración del riesgo de mercado, sino que servían a sus clientes que resultaban ser las entidades emisoras de los activos *titulizados*, ya que eran quienes pagaban su trabajo.

El *boom* inmobiliario se convirtió en burbuja gracias a la expansión de un tipo de préstamos hipotecarios, los *subprime*, otorgados por profesionales irresponsables a personas sin historia crediticia y sin ningún tipo de garantía. Los prestatarios suscribían los préstamos atraídos por los seductores tipos de interés y la oportunidad de ser propietarios. Pero resulta difícil de entender porqué se otorgaban préstamos complejos a personas que no tenía capacidad de entender lo que suscribían, salvo porque una vez firmados se titulizaban para trasladar a otros agentes del mercado financiero los riesgos creados. Este tipo de operaciones se desarrolló dentro del sistema financiero gracias a la falta de regulación y supervisión prudencial por los órganos correspondientes. Este proceso no hubiera sido posible si no se hubiese desarrollado al mismo tiempo el complejo edificio de activos *titulizados* con la garantía de calidad otorgada por las agencias de *rating*.

La estructura financiera construida resultó tan opaca y tan difícil de entender que los títulos acabaron en manos de entidades de gran experiencia y tradición financiera que, en realidad, compraron activos que no entendían seducidos por la rentabilidad de activos denominados como sopas de letras —MBS, CDOs, ABCP, CDOs-square, etc.—, puesto que era muy atractiva y con una calificación de riesgo «AAA» tan buena como los

bonos de empresas con la misma calificación «AAA».

Cuando en agosto se desencadenó la crisis *subprime*, la opacidad de la estructura financiera y las importantes ramificaciones internacionales determinaron que se desdoblase en una importante crisis de liquidez, de retracción de crédito —que afectaba de manera negativa a la economía real— y, por último, en una crisis de confianza que bloqueaba el funcionamiento normal del sistema financiero global.

La crisis ha colocado sobre la mesa también el tema del papel que deben desempeñar los bancos centrales en su triple misión de responsables del buen funcionamiento del sistema financiero, garantes de la estabilidad económica y responsables de establecer unas adecuadas regulación y supervisión que revisen los mecanismos de valoración y transmisión de riesgo.

La crisis ha dado entrada a nuevos actores financieros procedentes de países emergentes con importantes reservas internacionales. Importantes bancos americanos y europeos amenazados de insolvencia por sus inversiones *subprime* comenzaron a recibir la ayuda financiera en forma de inyecciones de capital de fondos soberanos procedentes de Abu Dhabi, Ku-

wait, China, Singapur y Arabia Saudita entre otros.

La salida de esta crisis requiere la recuperación de la confianza de los agentes que actúan en el mercado financiero, y a la vez, como señalaba la revista *The Economist* el 22 de diciembre, que el mundo de las finanzas viaje hacia la simplicidad y adopte adecuados métodos de regulación y supervisión prudencial. Es la única forma de evitar que el afán desaforado de lucro de unos cuantos financieros sin escrúpulos cause cuantiosas pérdidas y el deterioro de las condiciones económicas que los países necesitan para mantener sus niveles de crecimiento.

La crisis de confianza va a afectar negativamente el crecimiento de los países desarrollados al provocar la recesión de la economía americana y la desaceleración de las economías europeas. Pero en esta ocasión la crisis va a influir de forma menos negativa a los países emergentes y en desarrollo que en otras coyunturas anteriores. Es más, los países emergentes y en desarrollo todavía registrarán una tasa de crecimiento del 7,1% en 2008, algo inimaginable cuando, antes de la irrupción moderna de China y la India en la economía internacional, se desaceleraban las economías industrializadas. ■