

LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME* Y EL RIESGO DE *CREDIT CRUNCH*

THE CRISES OF SUBPRIME LOANS AND THE RISK OF A CREDIT CRUNCH

Antonia Calvo Hornero
Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED)
mcalvo@cee.uned.es

Recibido: noviembre de 2007; aceptado: enero de 2008

RESUMEN

Superados los primeros momentos de pánico financiero registrados en el mes de agosto con la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, parecía que, una vez solucionados los problemas de las instituciones afectadas, el sistema financiero global no se vería afectado. No ha sido así. Muchas instituciones financieras han sufrido importantes pérdidas, habiendo tenido que recurrir algunas de ellas al socorro de fondos soberanos de países emergentes de Asia y Oriente Medio para fortalecer su base de capital. Los bancos centrales han tenido que intervenir repetidamente para evitar un *credit crunch*.

Palabras clave: Préstamos hipotecarios *subprime*; Obligaciones de deuda con garantía (CDOs); Hipotecas de tipos ajustables (ARMs); Préstamo hipotecario convertido en valores; Sociedad de inversión especializada (SIV); *Scoring*.

ABSTRACT

Once the first instant financial panic in August was elapsed, the US *subprime* mortgages crisis seemed not to affect the global financial system and the problems of the affected institutions seemed to be solved. Nevertheless, many financial entities have suffered important losses and some of them had recourse to Asian and Middle-East sovereign-wealth funds to strengthen their capital base. Central Banks had to repeatedly sustain liquidity in the markets in order to prevent a *credit crunch*.

Keywords: Sub-Prime Lending; Credit Crunch; Sub-Prime Mortgage Loans; Collateralised Debt Obligations (CDOs); Adjustable Rate Mortgage (ARMs); Securitised Loan; Special Investment Vehicle (SIV); *Scoring*.

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero ha experimentado una profunda transformación desde los años 80, adoptándose estrategias crecientemente complejas en el terreno financiero, que han dificultado a veces la apreciación correcta de los riesgos asociados, propiciando incluso en ocasiones un comportamiento tan simple y arriesgado como es endeudarse a corto plazo y prestar a largo plazo, o lo que es lo mismo, endeudarse en formas líquidas e invertir en activos carentes de la misma liquidez. En los últimos años, los períodos de turbulencias financieras han sido menos prolongados y menos profundos que en el pasado. Los años 90, tanto en Europa como en Estados Unidos, fueron unos años de fuerte consolidación financiera. Descendió el número de instituciones de crédito y aumentó la concentración del mercado, especialmente a nivel nacional. Al mismo tiempo se registró un fuerte desarrollo de las técnicas de medición de los riesgos y de la actividad de los reguladores y supervisores. En la mayoría de los casos, se buscaba una mayor eficacia de las instituciones financieras y del funcionamiento del mercado. Aunque el mayor riesgo para la actividad bancaria se ha venido generando en los mercados nacionales, la globalización de la actividad económica y la integración de los mercados de capitales y de los mercados interbancarios ha incrementado el riesgo de contagio de las crisis financieras, pudiendo transformar una crisis bancaria local en una crisis globalizada. La actual crisis de las hipotecas *subprime* es un ejemplo de este proceso. Desde 2001 a 2006, se produjo un *boom* en la vivienda en Estados Unidos, favorecido por una gran liquidez y tipos de interés históricamente bajos. Los prestamistas respondieron incrementando los préstamos hasta los prestatarios marginales de más alto riesgo. Los tipos de interés de las hipotecas empezaron a subir en verano de 2005, contribuyendo inicialmente a debilitar el mercado de la vivienda, aunque a finales de 2006 pareció que se estabilizaba el mercado. Pero mientras los precios de las viviendas se elevaban, este tipo de préstamos crecían, a pesar de la elevación de los tipos de interés. En esta situación, los bancos e instituciones financieras ante la demanda de nuevos préstamos, comenzaron a dar más facilidades, ofreciendo nuevos productos híbridos y opciones, con más facilidades, como hipotecas

de tipo ajustable (ARMs), tipos reducidos, e incluso en hipotecas con tipos que en algunos casos podían resultar con amortización negativa en los primeros años. Mientras los precios de las viviendas seguían creciendo, las hipotecas al vencimiento se podían refinanciar con otro producto similar o una combinación de los existentes o, en el peor de los casos, vender las viviendas y afrontar el pago de las hipotecas. Simultáneamente, una parte sustancial de los préstamos hipotecarios concedidos eran securitizados con frecuencia en más de una ocasión y vendidos los valores resultantes a inversores de muy diversa procedencia, deseosos de elevar el rendimiento de sus inversiones. El negocio se redondeaba cuando esas inversiones a largo plazo eran financiadas en los mercados a corto. La situación experimentó un giro radical cuando el precio de las viviendas comenzó a desacelerarse en el año 2006, y comenzaron los incumplimientos en los pagos. El descenso en el precio de las viviendas y la elevación de los tipos de interés se convirtieron en una pinza letal para los prestatarios de las hipotecas de alto riesgo, no encontrando más salida para su difícil situación que demorar los pagos o directamente declararse insolventes. En la primavera de 2007, la actividad en el sector de la vivienda comenzó a desacelerarse, acompañada por más incumplimientos en los pagos y problemas con los deudores. Pero, aunque las pérdidas financieras relacionadas con ese tipo de hipotecas eran relativamente pequeñas respecto al sistema financiero global, los efectos inducidos provocaron una crisis generalizada, incluso en instituciones financieras europeas, en general poco propensas a utilizar este tipo de préstamos hipotecarios de alto riesgo, pero que, o bien habían invertido directa o indirectamente en los valores estructurados basados en préstamos *subprime*, o bien eran significativamente dependientes de los mercados monetarios para financiar su actividad crediticia. La razón estaba en el colapso de estos mercados a corto, como consecuencia de que las repetidas securitizaciones de esos créditos hipotecarios impedían determinar con un mínimo de precisión su valor y, por tanto, su uso como colateral, su valor de mercado y la solidez de las instituciones en cuyas carteras se encontraban.

2. EL DESARROLLO DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME*

Las hipotecas de alto riesgo o hipotecas *subprime* son préstamos para viviendas en los que se relajan o no se respetan los criterios que se adoptan para las hipotecas *prime* o hipotecas que cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de un préstamo hipotecario, como es la verificación de los ingresos del demandante, plazos de amortización y monto del préstamo adecuados y, en general, los elementos que garanticen una elevada probabilidad de devolución del préstamo. Además de los préstamos *prime* y *subprime*, hay otro tipo de préstamos, como los *jumbo* y las hipotecas *cuasi prime* (*near-prime*). En Estados Unidos, aproximadamente el 80% de las hipotecas que se conceden son las hipotecas tradicionales o *prime*; las *subprime* suponen sólo el 14% de los préstamos hipotecarios, aunque fueron

un porcentaje muy superior del total de préstamos concedidos durante 2005 y 2006. Las hipotecas *cuasi prime* representan el 6%. Los préstamos *jumbo* son de una calidad cercana a los préstamos tradicionales, aunque con ciertas características, en cuanto al techo de la hipoteca y al tipo de garantías.

Las hipotecas *subprime* se comenzaron a utilizar en la década de los años 90, y su difusión se vio favorecida con la introducción de los programas *scoring* automatizados, extendiéndose su utilización a partir de mediados de esa década y experimentando un crecimiento exponencial desde principios de la actual década. El complemento necesario para su proliferación fue el uso generalizado de la transformación de los préstamos en valores, y su venta a inversores diversos por la dispersión del riesgo que implica. Con frecuencia, para esta labor se crearon compañías especializadas que creaban estructuras complejas a las que a veces añadían garantías directas de sus matrices, ofreciendo de este modo a los inversores una amplia oferta de valores con elevadas calificaciones por las agencias de *rating*. Este esquema, en el que el prestamista transmitía inmediatamente el riesgo, al tiempo que recuperaba los fondos, indujo una quiebra profunda de los criterios de prudencia. En realidad, algunas hipotecas requerían poca o casi ninguna prueba de renta o de ingresos, e incluso los compradores de vivienda que se hipotecaban podían tomar simultáneamente dos compromisos hipotecarios en el momento de la compra, aplazando el pago o comprometiéndose sólo en los intereses a un plazo superior de tiempo, e incluso obteniendo una hipoteca que excedía el valor de la compra. Estas costumbres y nuevas prácticas abrieron el mercado de la vivienda a millones de americanos. Los préstamos hipotecarios *subprime* que se originaron en Estados Unidos por prestamistas hipotecarios americanos y bancos al por menor especializados, fueron vendidos a otras instituciones financieras en el mercado secundario, trasladando el riesgo a otras instituciones y ahorradores fuera de Estados Unidos. Estas instituciones americanas, a menudo entidades especializadas de nueva creación, transformaron los préstamos en valores y los acompañaron con otros valores, basados en préstamos hipotecarios *prime*, creando valores de mercado conocidos como obligaciones de deuda con garantía (colateral) (CDOs), que a su vez fueron divididos de nuevo en tramos con diferentes categorías de riesgo, que recibieron de las agencias de *rating* notaciones diferenciadas, desde muy bajas para las de riesgos muy elevados (*junk bonds*), hasta muy altas (AAA), para las de menor riesgo. Estos valores, con riesgos muy diferenciados y rendimientos acordes al riesgo, fueron vendidos a su vez a bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros y *hedge funds* o entidades especializadas de inversión creadas por bancos (*conduits*), con lo que el riesgo de crédito asociado a las hipotecas *subprime* se extendió, diluido en estructuras complejas de difícil análisis, por todo el sistema financiero global. A diferencia de crisis anteriores, en la crisis reciente de las hipotecas de alto riesgo, la tensión se extendió de inmediato desde los más directamente afectados, como los *hedge funds*, a los bancos.

3. ACTIVOS INSEGUROS Y PÁNICO FINANCIERO

Si bien el mercado *subprime* había empezado a dar muestras de volatilidad a finales de 2006, los *hedge funds* no reconocieron las pérdidas hasta el mes de junio de 2007 y especialmente en el mes de agosto. Las pérdidas fueron tan importantes que los precios de los activos cayeron con fuerza, incluso los precios de los valores de alta calidad. Las tasas de fallidos de hipotecas *subprime* y *cuasi subprime* eran superiores a las que se produjeron en 2006. En el primer trimestre de 2007, el tipo de hipotecas para viviendas empezaron a tener problemas, se incrementó a la tasa más elevada que se tenía noticias desde que se empezaron a recoger este tipo de datos en los años 70. La respuesta de los prestamistas fue endurecer las condiciones de crédito aplicados a las hipotecas con mayor riesgo. Ya en febrero de 2007, los mercados de valores mundiales habían comenzado a dar muestras de volatilidad, por los problemas en el mercado de hipotecas americano. En ese mes había más de 950 m.m de euros (1 300 m.m de dólares) de préstamos *subprime* (alrededor del 13% del *stock* de hipotecas totales), situación que había estado impulsada por una elevada demanda en Wall Street de préstamos de baja calidad para paquetes de CDOs (obligaciones de deuda garantizadas con colateral), papel comercial respaldado por activos (ABCP) o para el sector de sociedades de inversión especializadas (SIVs). A principios de agosto de 2007, la debilidad del mercado de vivienda estaba caracterizada por problemas en la calidad de los préstamos, incertidumbre sobre las existencias y reajuste en los tipos de interés. Estas incertidumbres se tradujeron, dada la complejidad de los valores resultantes de las repetidas transformaciones de los créditos titulizados, en la virtual imposibilidad de determinar la calidad y precio de dichos valores, así como el valor y la solvencia de las entidades que los habían adquirido. En esas circunstancias, el 14 de agosto, los mercados de capital se paralizaron y tres fondos de inversión tuvieron que suspender los reembolsos por la imposibilidad de calcular los precios de sus participaciones. Esto extendió la desconfianza sobre el precio de muchos productos e instrumentos nuevos y sobre la solvencia de importantes agencias financieras de valores, afectando al resto del mercado financiero. El 28 de agosto, la agencia de calificación Standard & Poor's redujo la calificación a Cheyne Finance (una SIV) y le advirtió que podía verse forzada a vender todos sus activos. Merrill Lynch hizo algo similar y un día después Goldman Sachs actuó de la misma manera (Goldman Sachs se había visto obligado, una semana antes, a pagar 2 m.m de dólares para sacar adelante su fondo, Global Equities Opportunities). La consecuencia fue una convulsión general del sistema, al reducirse el precio de los activos por su inmediata liquidación. Rumores sobre firmas de gestores enfrentados a grandes pérdidas eran suficientes para hundir el precio de esos activos basados en titulización de créditos comerciales u otros activos. Además, los activos de alto riesgo añadían una tensión adicional al sistema financiero y, en especial, a la credibilidad del sistema bancario o, al menos, a los bancos más implicados en la crisis, al forzarlos a buscar liquidez para afrontar el problema,

lo que transformó la convulsión en una crisis clásica de liquidez. En el fondo los bancos de inversión estaban pagando por su opacidad y por la puesta en el mercado de productos complejos y opacos. Pero esto no era lo más preocupante, puesto que los negocios financieros están repletos de fórmulas financieras que tienen éxito y que de la noche a la mañana fracasan y son sustituidos por otros productos sintéticos que captan la masa de recursos líquidos que buscan elevadas rentabilidades. Lo más preocupante era la situación de liquidez de los bancos de inversión y su exposición a los activos considerados tóxicos y de alto riesgo. Los sucesos de la segunda semana de agosto de 2007 demostraron lo lejos que se había llegado con la globalización financiera, especialmente cuando una importante casa de inversión americana, Sentinel, impidió a los inversores retirar su dinero. A partir de ese momento se comenzó a hablar de pánico en el mercado financiero global. Los mercados a lo largo del mundo se vieron afectados rápidamente, contribuyendo a incrementar la sensación de una crisis generalizada.

4. CRISIS DE LIQUIDEZ Y POLÍTICA MONETARIA: EL RIESGO DE UN *CREDIT CRUNCH*

Desde un principio se consideró que el núcleo de la crisis financiera que provocó la convulsión en los mercados financieros en agosto de 2007, radicó en la falta de liquidez del mercado. Entendiendo por falta de liquidez la dificultad para vender un activo a un precio razonable. Los mercados monetarios han sido de los más afectados por la pérdida de confianza de los inversores. Los bancos centrales se han visto forzados a intervenir en diversas ocasiones, proporcionando liquidez, para apoyar un funcionamiento razonable y flexible de estos mercados y, de alguna manera, la crisis financiera también ha acabado afectando a la política monetaria. La FED ha tenido que reducir el tipo de descuento y el objetivo para la tasa de los fondos federales, y el BCE y el Banco de Inglaterra, que hasta el inicio de la crisis en agosto estaban a la expectativa de incrementar los tipos de interés, los mantuvieron sin variación alguna. El 5 de septiembre, los banqueros centrales en Europa intensificaron los esfuerzos para yugular las turbulencias en los mercados monetarios globales, en cuanto aparecieron evidencias de los efectos recesivos que sobre la economía americana podían producir al endurecer las condiciones de los préstamos. La preocupación por los efectos económicos desfavorables del mercado monetario afectaba a la cotización de los valores en las plazas bursátiles, especialmente cuando se hacía público algún informe o cuando alguna autoridad monetaria variaba su comportamiento (v.g. con ocasión de la publicación del informe de la OCDE de principios de septiembre, donde se advertía que la economía americana probablemente iba a experimentar un caída significativa en el año 2007 a causa de las crisis *subprime*). Los efectos sobre los índices bursátiles fueron inmediatos. La bolsa cayó de forma significativa. La presión también se incrementaba en los mercados cuando un banco central variaba su comportamiento y anunciaba medidas relacionadas con la situación de la

crisis. Así, por ejemplo, el Banco de Inglaterra, que había estado recibiendo numerosas críticas que le achacaban una actitud excesivamente tímida, dada la parálisis en el mercado monetario, anunció su deseo de ofrecer más liquidez a los bancos comerciales para sus operaciones mensuales en los mercados monetarios. El Banco Central Europeo anunciaba también, en la primera semana de septiembre, que estaba dispuesto a proporcionar más liquidez si continuaba la volatilidad al alza en el mercado del euro. Desde el primer momento, se consideró que los principales afectados serían las instituciones financieras pequeñas y especializadas en este tipo de créditos. La realidad era que los grandes conglomerados financieros también estaban tocados por la crisis y de forma importante. Merrill Lynch y Citigroup estaban entre los más afectados a finales de año, con grandes pérdidas en sus balances, incluso con dimisiones en sus ejecutivas. Northern Rock en Inglaterra había casi quebrado provocando el pánico entre sus clientes. El Banco de América (Bank of America), el primer banco americano por capitalización bursátil, el 12 de diciembre, anunció una revisión al alza de sus pérdidas ligadas a las hipotecas *subprime*. El cuarto banco americano en cuanto a activos, Wachovia, en esas fechas hizo pública la duplicación del montante de sus provisiones para el cuarto trimestre de 2007, en vista de las dificultades en los mercados de crédito y de deuda, e incluso contemplaba la depreciación de sus activos en unos mil millones de dólares en el último trimestre del año. UBS anunció la depreciación en 10 mil millones de dólares de sus activos suplementarios, teniendo que solicitar apoyo con urgencia a un fondo del estado de Singapur. En Alemania, los bancos regionales, uno de los pilares del sistema bancario alemán, estaban también afectados por la crisis. La banca Sachsen LB, una de las más importantes entre los bancos regionales alemanes, estuvo desde el principio afectada por las inversiones en el mercado hipotecario americano. La recompra por la LBBW de Bade-Wurtemberg, de 328 millones de euros de la banca pública Sachsen LB, se anunció el 13 de diciembre. En Francia, donde se había dicho estar a salvo de la crisis, también mostraba signos evidentes de estar afectados, como era el caso de Natexis. La crisis *subprime* afectaba al sistema financiero mundial, incluidos los pequeños y grandes establecimientos financieros que habían invertido en productos hipotecarios americanos.

La necesidad de yugular la crisis ante el temor a los efectos adversos sobre la economía real, llevó a que los bancos centrales organizaran una actuación concertada en el mes de diciembre, sin precedente desde los atentados de 2001. El 12 de diciembre, los bancos centrales de los principales países industrializados lanzaron una operación concertada en los mercados de crédito. El objetivo fundamental era impedir que las pérdidas de los bancos e instituciones financieras les moviesen a reducir los préstamos a los particulares y a las empresas y provocar una contracción del crédito con importantes consecuencias económicas. Una restricción del crédito o *credit crunch* se consideraba que tendría consecuencias catastróficas sobre las inversiones y el consumo de las familias. Un día antes de la operación concertada, la Reserva Federal americana había anunciado una reducción de un cuarto de punto de

su principal tipo de interés. Se trataba de llevar a cabo una operación que redujese las presiones a corto plazo en los mercados financieros. La Reserva Federal americana, el Banco Central Europeo, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Inglaterra (contrario, al principio, a inyectar liquidez para ayudar a sus bancos) y el Banco de Canadá, anunciaron una serie de medidas técnicas para proporcionar liquidez al sistema bancario. El BCE y el Banco Nacional Suizo propusieron un *swap* de monedas con la FED para proporcionar fondos en dólares a los bancos en Europa. El Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá ampliaron el margen de garantía que aceptarían para los préstamos. La FED propuso de forma temporal, la creación de un sistema nuevo de asignación por subasta, de las facilidades temporales, en contrapartida a los depósitos de una gran variedad de activos, incluidos, activos de riesgo. De esta manera, los bancos podrían obtener liquidez de forma más fácil que a través de una reducción de los tipos de descuento. Los mercados consideraron que la intervención era modesta, comparada con la importancia del problema, especialmente por las cuantiosas pérdidas de las grandes instituciones financieras. El 17 de diciembre, el BCE anunció nuevas medidas. Estaba dispuesto a ofrecer de forma ilimitada recursos a tipos de interés por debajo del nivel del mercado, en una operación especial para la crisis de liquidez de final de año. Este anuncio de una ayuda de emergencia para los mercados financieros daba un nuevo cariz a la crisis. Parecía que el BCE no estaba conforme con los efectos derivados de las medidas de la acción concertada, aunque una operación similar ya la había tomado el BCE el 9 de agosto, al inicio de la crisis. Este nuevo paso del BCE lo hizo anunciando además que estaría dispuesto a cubrir todas las ofertas, ofreciendo un 4.21% (previo al anuncio el coste del endeudamiento del dinero a quince días, se había disparado hasta el 4.9%, pero se detuvo y cayó rápidamente, cuando el BCE puso límite a los tipos de interés). Había cierto riesgo y era desencadenar un incremento en la demanda de liquidez del BCE, pero no se produjo, y enviar el mensaje de que el BCE estaba dispuesto a ayudar al sector bancario y actuar de prestamista en última instancia, no previsto en su compromiso institucional. Estas nuevas actuaciones de los bancos centrales fueron recogidas en un informe del Banco Internacional de Pagos publicado un día antes de la iniciativa en solitario del BCE, el 17 de diciembre. En el informe, el primero que el grupo del BIP ha realizado sobre este tema, se exponían las diferentes operaciones del mercado monetario que utilizan los bancos centrales y se mostraban las importantes variaciones que han experimentado las técnicas utilizadas.

4. CONCLUSIÓN

Se puede decir que el rápido desarrollo de las hipotecas *subprime* se debió, por tanto, a dos elementos:

- La adopción por los prestamistas hipotecarios de las técnicas de *scoring* y la reducción drástica de las garantías exigidas. Por sí mismos,

las técnicas de *scoring* no podían haber impulsado el desarrollo de las hipotecas *subprime*. Los bancos mantenían grandes cantidades de este tipo de préstamos en sus carteras y no podían vender esos préstamos a inversores con la forma de hipotecas residenciales con subyacente en valores o RMBS, o al menos sin la debida protección frente a impagos.

- La combinación del *scoring* y la titulación de los nuevos préstamos habilitaron a los prestatarios menos solventes y posibilitaron nuevas formas de inversión captando el ahorro de mercados internacionales.

La falta de liquidez y la incertidumbre sobre la reacción de las instituciones financieras, a través del endurecimiento de las condiciones de crédito, con perjudiciales efectos sobre la economía real y un *credit crunch*, llevó a una intervención repetida desde agosto de los bancos centrales para inyectar liquidez al sistema y evitar, lo que sería mucho más grave, la transformación de una crisis de liquidez en un crisis de solvencia. La profundidad de la crisis y los posibles efectos adversos sobre la economía real llevó a que los bancos centrales organizaran una actuación concertada en el mes de diciembre de 2007 (en agosto, la FED, el BCE y el Banco de Japón y otros bancos centrales también intervinieron). El objetivo era impedir que las pérdidas de las instituciones financieras les moviesen a reducir los préstamos a particulares y a empresas y provocar una contracción del crédito con importantes consecuencias económicas. Una restricción del crédito o *credit crunch* se consideraba que tendría consecuencias catastróficas sobre las inversiones y el consumo de las familias. Esto significaba que la crisis no estaba reducida a instituciones especializadas, sino que tenía carácter global y sistémico. La crisis *subprime* afectaba al sistema financiero mundial, incluidos los pequeños y grandes establecimientos financieros que habían invertido en productos hipotecarios americanos. Los efectos de la *crisis subprime* sobre el sistema financiero aún están por determinar en el momento de cerrar este artículo. No se pueden evaluar todavía los efectos sobre la economía real, ni tampoco la situación en la que quedarán los bancos occidentales debilitados financieramente por la crisis y que han tenido que recurrir a los fondos soberanos de países emergentes, de Asia o de países del Golfo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Duca, J. (2006): *Making Sense of the US Housing Slowdown*, Reserva Federal del Banco de Dallas.
- Kiff, J. y Paul M. (2007): "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", *Fondo Monetario Internacional*, WP/07/188.
- Tilton, A. (2007): *The Subprime Slump and the Housing Market*, US Economics Analyst, Goldman Sachs, Feb 23, 4-6.