

Usando el "Minsky's Cushions of Safety" para Analizar la Crisis del Mercado Hipotecario en Estados Unidos*

Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime
Mortgage Market

Jan Kregel**

Resumen

Mientras la inestabilidad financiera ocupa nuevamente un lugar central en el debate de la economía mundial, la prensa financiera ha señalado la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky, para esclarecer las causas de la crisis actual. Sin embargo, aunque muchos elementos de la visión de Minsky son relevantes en la crisis financiera de Estados Unidos, un componente principal de su hipótesis, el declinante margen, o colchón de seguridad en las transacciones financieras, se ha manifestado en una forma distinta a la que propuso Minsky. En el sistema bancario tradicional, el análisis de Minsky propone que bajo condiciones de expansión, las expectativas optimistas acerca de la habilidad de alcanzar obligaciones futuras causan que los bancos bajan sus márgenes de seguridad. Sin embargo, operando bajo el modelo de "originar y distribuir" de años recientes, los procesos de evaluación crediticia fueron transferidos de los bancos a las agencias calificadoras. Éstas también bajaron sus colchones de seguridad, pero no debido al desempeño crediticio histórico, sino por la asignación errónea de precios en el modelo de originar y distribuir. Así, mientras la crisis actual tiene todos los atributos de una esquema Ponzi y amenaza con convertirse en un plena devaluación de deuda, no es el resultado del tradicional proceso endógeno de Minsky en el cual los reducidos márgenes de seguridad llevan a la fragilidad.

Palabras Clave: Crisis Financieras, Aproximaciones Heterodoxas, Liberalización Financiera

Abstract

As financial instability has once again come to the forefront of the world economy, the financial press has often pointed to Minsky's financial fragility hypothesis to clarify the causes of the current crisis. However, while many elements of Minsky's vision are indeed of relevance to the United States' financial crisis, a principle component of his hypothesis, the declining margin, or cushion of safety in financial transactions, has in fact manifested itself in a different fashion than that proposed by Minsky. Under the traditional banking system, Minsky's analysis states that in conditions of expansion, optimistic expectations of the ability to meet future obligations cause banks to lower margins of security. However, operating under the "originate and distribute" model of recent years, processes of credit evaluation were transferred from banks to ratings agencies. These too lowered their cushions of safety, not because of positive credit performances over time, but rather due to the mispricing of risk ingrained in the originate and distribute model. As such, while the current crisis has all the attributes of a Ponzi financing scheme and threatens to turn into a full-scale debt deflation, it is not the result of a traditional endogenous Minsky process in which narrowing margins of safety lead to fragility.

Kew Words: Financial Crises, Current Heterodox Approaches, Account Adjustment

*. Una primera versión de este trabajo apareció en Levy Public Policy Brief No. 93, con el título "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market". Traducción al español a cargo de Wesley Marshall y Eugenia Correa.

** Senior Scholar en el Levy Economics Institute of Bard College. Correo electrónico: jkregel@nyc.rr.com
El autor agradece a Mario Tonveronachi, Andrew Cornford, Randall Wray y Rob Parenteau por los comentarios y sugerencias, sin responsabilizarlos del resultado final.

Minsky regresa

Muchos analistas han señalado la relevancia de la hipótesis de la fragilidad financiera de Hyman P. Minsky para entender la actual crisis del sistema financiero de los países desarrollados. Ciertamente, Minsky está nuevamente apareciendo en las páginas de los medios financieros tradicionales como *Economist*, el *Wall Street Journal*, y el *Financial Times*.¹ Él es descrito como el “oscuro economista” que identificó las finanzas altamente especulativas “Ponzi” como el factor subyacente de las crisis financieras.

La identificación de las finanzas Ponzi no es la contribución más importante de Minsky para la comprensión de la lógica de las constantes crisis financieras en el capitalismo. Su acercamiento estaba basado en la idea de la inestabilidad endógena –la propia estabilidad en el sistema económico genera conductas que producen fragilidad- y la fragilidad creciente hace que el sistema esté más proclive a una respuesta inestable a cambios en las condiciones financieras que son importantes para las ganancias de los proyectos de inversión. Minsky expresó esta idea en términos de un decreciente “margen” o “colchón” de seguridad en las transacciones financieras y un incremento en el apalancamiento financiero que él llamó “agrupación de riesgos”.

Sin embargo, la actual crisis financiera difiere en aspectos importantes del análisis tradicional de la crisis financiera en Minsky. Estas diferencias han tenido un impacto significativo sobre la manera en que la crisis ha evolucionado.

¹ Véase, por ejemplo the London Economist (2007); E. Chancellor (2007); P. McCulley (March 2007); G. Magnus (2007); y J. Lahart (2007).

Fragilidad Financiera y Declinación del Colchón de Seguridad

Central en el análisis de la fragilidad financiera de Minsky es el concepto de colchón de seguridad, una idea asociada al legendario analista de títulos e inversionista en fondos de cobertura Benjamin Graham.² El “colchón” cubre el margen de error entre las ganancias anticipadas y los costos financieros periódicos de un proyecto de inversión. Minsky analizó la decisión de inversión desde el punto de vista de la diferencia entre los flujos de efectivo potenciales y los compromisos de pago, diferencia que representa el margen de seguridad. Por ejemplo, el margen de seguridad de un banquero que presta a un hombre de negocios para un proyecto en particular estaría determinado por la diferencia entre el monto prestado y el monto requerido para financiar el proyecto. El margen podría también estar determinado por el valor de realización del colateral requerido por el deudor, el monto de los depósitos compensatorios o cualquier otro factor que el banquero crea que le permitiría recuperar su préstamo si el ingreso futuro del proyecto no cumple con las expectativas.

La idea de la fragilidad financiera creciente está basada en la lenta e imperceptible erosión de los márgenes de seguridad bajo condiciones de relativa estabilidad. Cuando los márgenes han sido suficientemente reducidos, incluso la más pequeña desviación de las previsiones efectuadas con antelación, crea nuevas condiciones en las que las empresas tienen que cambiar sus planes con el

² Benjamin Graham y David L. Dodd (1934) introducen el concepto en la discusión de la cobertura de ingresos y nota que el término aparece primero usado por Moody's Manual of Investments antes de 1930 para hablar de la tasa del balance después de intereses del ingreso disponible para intereses de los bonos. (p. 108). Los márgenes excepcionales de seguridad asegurados contra duda (“Exceptional Margins of Safety as Insurance against Doubt”) (p. 231) está muy cerca de la idea de Minsky. Es también posible que Minsky haya sido influenciado por un ensayo de Keynes (Las consecuencias sobre los bancos del colapso del valor del dinero) (“The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values”, August 1931, reeditado en Keynes (1932: 170-1): “Los bancos toleran cierto margen de fluctuación en el valor tanto de activos en lo particular como de activos reales en general, requiriendo de los deudores lo que convenientemente se ha llamado “margen”. Es decir, ellos solamente prestan dinero en cierta proporción del valor del activo, lo que es la “seguridad” ofrecida por el deudor al acreedor. La experiencia ha llevado a fijar el porcentaje convencional para el “margen” como algo razonablemente seguro en todas las circunstancias ordinarias”.

objetivo de cumplir con sus compromisos de pago. Este cambio puede significar retrasos en pagos, préstamos difíciles o desventajosos y hasta ventas forzadas de inventarios y activos productivos. Definitivamente el banquero puede demandar la posesión del colateral del préstamo. El resultado es un proceso de deflación de deuda en el que “la posición tiene que ser vendida para hacer la posición” y la presión a la caída de los precios aumenta las cargas reales de la deuda. Menores precios aumentan la necesidad de vender y refuerzan el exceso de oferta, lo que hace más difícil al inversionista el pago completo de su préstamo con la venta de sus activos.

Fragilidad Financiera Endógena e Inestabilidad Financiera

La principal contribución de Minsky en la descripción de estos eventos fue señalar que estos eran inevitables, en el sentido de que periodos sostenidos de estabilidad económica producen fragilidad financiera creciente. Es común para describir el proceso de creación endógena de la fragilidad financiera como una de euforia o de manía tipo burbuja. Pero Minsky siempre sostuvo que los banqueros, quienes están usualmente mejor informados sobre las condiciones generales del mercado y los competidores potenciales, además son inherentemente escépticos sobre las estimaciones de flujos de efectivo futuros de los deudores, por lo que insisten en los márgenes de seguridad. En resumen los banqueros no son ni ingenuos ni irracionales. Entonces, un proceso evolutivo endógeno que conduce a una reducción de los márgenes de seguridad debe estar basado en algo más que la euforia o que expectativas excesivamente optimistas.

Aunque los banqueros puedan tener un mejor conocimiento general de las condiciones de la competencia o de los planes futuros de los competidores, ellos no pueden tener un

conocimiento de las condiciones futuras mejor que el de cualquier otro. Como resultado, la decisión básica de prestar esta basada en la regla de “confianza” de J.P. Morgan y la credibilidad del deudor, y no en las predicciones inherentemente inciertas acerca del futuro éxito de un proyecto de inversión.³ Más aún, en tanto que el banco es una empresa permanente, el banquero no quiere solamente saber cómo pagará el deudor el préstamo, sino también e incluso más importante, si el banco podrá prestar a este cliente de nuevo. La decisión estará basada en el historial crediticio del cliente, es decir en su comportamiento de pagos en el pasado, más que en el flujo de efectivo futuro. Ello implica mirar hacia atrás más que mirar hacia delante.

En condiciones de expansión estable, los errores de estimación de los rendimientos futuros son menos significativos, no es necesario asumir que los banqueros se vuelven menos escépticos o diligentes haciendo sus evaluaciones de crédito, o más optimistas evaluando los ingresos futuros, antes de reducir los márgenes de seguridad. Es simplemente que el universo de las experiencias de endeudamiento se vuelve crecientemente positivo: la expansión en sí misma, más que cualquier cambio en la evaluación de los acreedores, valida proyectos riesgosos.⁴

El problema de la declinación de los márgenes de seguridad, entonces, es el resultado del método usado para evaluar el riesgo. Basado en el principio de J.P. Morgan, este proceso debe centrarse en el riesgo de crédito del deudor y el uso de su historial de crédito para determinar el préstamo. Esto no quiere decir que el banquero no verá el grado de riesgo del proyecto en sí mismo pero como John Maynard Keynes señaló, “nuestro conocimiento de los factores que determinan el rendimiento de una inversión dentro de algunos años es usualmente muy pequeño y muchas veces

³ De acuerdo con J. P. Morgan, “Un hombre en el que no confío no puede obtener dinero de mí en todo el reino de Cristo” Citado por Ron Cernow (1990: 154).

⁴ Este acercamiento está más desarrollada en J. A. Kregel (1997).

insignificante” (Keynes, 1936, 149-159) Es entonces razonable que la evaluación del proyecto deba coincidir con la opinión convencional que es otorgar crédito ahí donde los otros bancos lo estén haciendo. Con el tiempo los banqueros otorgarán créditos a los deudores a los que ellos mismos se habían rehusado a prestar con un margen de seguridad decreciente y los banqueros se concentraran en otorgar créditos hacia proyectos en áreas particulares, simplemente porque otros bancos lo están haciendo.⁵ Como en cualquier proceso en evolución, los participantes no tienen que darse cuenta de lo que realmente está sucediendo, que se están reduciendo los márgenes de seguridad. Desde el punto de vista del banquero, la capacidad de los clientes para hacer el pago de intereses se mejora en relación a su comportamiento pasado. De manera que el margen de seguridad no parece estar declinando, por lo que la ponderación que los banqueros atribuyen a los deudores que acumulan un historial positivo de pagos, aumenta con el pago puntual de los mismos. Una analogía sería una distribución de frecuencia del éxito y del fracaso que se vuelve más y más concentrada alrededor del éxito como la media –dos desviaciones estándar del margen de seguridad representa una diferencia absoluta declinante entre la entrada y la salida de efectivo.

Tanto el deudor como el banquero se hacen más confiados, sin ninguna necesidad de euforia o de excesivo optimismo. Entonces, expectativas optimistas en aumento respecto de la capacidad de cumplir con los pagos en un ciclo de expansión son una reacción racional a la evaluación de los eventos pasados; son una expresión

⁵ Como Keynes señaló en *Essays in Persuasion* (1932), los banqueros siempre van a preferir equivocarse de la “manera convencional” siguiendo las decisiones tomadas por otros más que ser riesgosamente no convencionalmente correcto. Esto es verdad hoy en día como puede verse en la declaración de Charles Price, expresidente de Citigroup, cuestionado acerca de la crisis hipotecaria subprime: “Cuando la música se detiene, en términos de liquidez, las cosas serán complicadas. Pero mientras que la música siga tocando tienes que levantarte y bailar. Nosotros seguimos bailando. (citado en el *Financial Times*, Julio 10, 2007).

de las altas probabilidades de éxito. Pero, como Keynes señaló, este éxito es debido usualmente, no a un particular conocimiento de un empresario, sino a la situación expansiva. Los resultados son el exceso de endeudamiento, sobreinversión y concentración del riesgo.

La Crisis Subprime, colchones de seguridad y finanzas Ponzi

Aunque es claro que la actual crisis hipotecaria subprime comprende tanto el financiamiento Ponzi como la declinación de los márgenes de seguridad, es importante reconocer que estas condiciones se produjeron por un proceso muy diferente del descrito líneas arriba. Después de la declinación de los ingresos de los bancos comerciales en los Estados Unidos en los años ochenta, las regulaciones de los bancos sobre depósitos y préstamos de corto plazo fueron relajadas para permitir una amplia gama de actividades en el mercado de capitales, en particular, la creación de filiales que antes no estaban comprometidas en estas actividades.

La sección 20 de la ley Glass-Steagall de 1933 restringía la afiliación de los bancos comerciales con firmas “comprometidas principalmente” en actividades potencialmente rentables, tales como la suscripción y comercio con títulos. En una serie de reglas en los años ochenta, la frase de “comprometidas especialmente” fue interpretada para expandir la actividad de los bancos en esas actividades. La Reserva Federal (Fed) autorizó una excepción para una subsidiaria en 1987 y el primer vehículo de inversión en títulos fue creado en el año siguiente (reputadamente por empleados de Citibank en Londres). Esta relajación regulatoria también permitió a las firmas de valores y a las compañías de seguros adquirir ciertos tipos de instituciones de depósito y “unidades de ahorro”.

Así, el sistema bancario que surgió de la crisis hipotecaria de los ochentas ya no estaba principalmente al servicio del crédito a los

negocios y sus ingresos ya no dependían principalmente de los márgenes de interés neto. Más bien, el sistema estaba basado en la capacidad de los bancos para generar ganancias en el comercio de títulos y sobre las filiales de la sección 20, para producir ingresos por tarifas y comisiones. Este desmoronamiento de las regulaciones del New Deal eventualmente condujo a la mayor reforma de la regulación bancaria en 1999 –la ley Gramm-Leach-Bliley (modernización de servicios financieros)- la cual permitió la creación de empresas bancarias tenedoras (bank-holding) para llevar a cabo toda clase de actividades financieras. Al mismo tiempo, la introducción de las normas de capital mínimo de Basilea de 1989 alentó a los bancos a continuar aumentando sus ingresos por tarifas y comisiones a través de llevar el crédito a filiales no relacionadas y fuera de sus hojas de balance.

Este sistema ha producido una nueva forma de operaciones bancarias ahora conocidas como “originar y distribuir”, en las que los bancos buscan maximizar sus ingresos por tarifas y comisiones de agentes creadores de activos, administrando esos activos en estructuras afiliadas fuera de balance, suscribiendo la distribución primaria de títulos colateralizados con esos activos y dándoles servicios.⁶

Bajo este sistema el banquero no tiene intereses en la evaluación del crédito, puesto que los intereses y el principal de los préstamos será pagado a los compradores finales de los activos colateralizados. El deterioro en los colchones de seguridad causado por la evolución de la evaluación del riesgo crediticio de los deudores a lo largo del periodo de estabilidad no tiene un papel aquí. El banco está solamente interesado en sus capacidades de

⁶ Para una temprana presentación de este aspecto de la banca y sus implicaciones para la política monetaria, ver M. Mayer, *The Bankers: The Next Generation* (1997), y *The Fed: The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets* (2001).

vender los activos que está originando con el objetivo de ganar una tarifa o comisión, no en tener el activo en su balance de préstamos por una ganancia determinada por el margen de interés neto.

El colchón de seguridad en la titulación de activos

Para un banco, el proceso de hacer préstamos sin mantenerlos en sus balances es posible a través de la titulación de activos y comúnmente significa la creación de una entidad independiente - “entidad con un propósito especial” en inglés “special purpose entity,” o SPE. Un SPE es una institución financiera independiente que emite sus propios pasivos con el objetivo de adquirir activos originados por los bancos. Cualquier riesgo de crédito asociado con los activos bancarios es transferido hacia el SPE y a los inversionistas que ha financiado la entidad comprando sus pasivos o hacia quien provee líneas de crédito o garantías de pago para los compradores. Sin embargo, para que los pasivos del SPE sean vendidos a los inversionistas institucionales tales como compañías aseguradoras, fondos de pensión, fondos benéficos, o fundaciones, esos pasivos deben de llevar una calificación de riesgo de inversión de institutos calificadoros reconocidas nacionalmente.

Así, las calificadoras de riesgo reemplazan el proceso de evaluación crediticia que era anteriormente efectuado por los gerentes y comités de crédito de los bancos; es decir, la evaluación de crédito es efectuada por las agencias calificadoras. Esta característica representa una de las diferencias básicas entre el modelo bancario de “originar y distribuir” y el análisis original de Minsky de la declinación de los márgenes de seguridad. También significa que la presente crisis será diferente de la tradicional crisis de Minsky.

A diferencia de J.P. Morgan, o de los gerentes de crédito, las agencias calificadoras no tienen conocimiento personal de la buena

fe y la confianza crediticia del deudor original de los activos bancarios que a su vez son los que proveen el colateral subyacente de los préstamos titulados. Los bancos desarrollaron la evaluación crediticia basada en el puntaje de atributos del deudor más que en el conocimiento personal de su carácter.⁷ Los activos bancarios no están más representados por la “confianza” sino por un número, generado por un algoritmo que representa la probabilidad estadística de que un deudor tendrá la misma confianza crediticia que otros con el mismo puntaje.

En la ausencia de un conocimiento directo del deudor, las agencias calificadoras se apropiaron de los métodos usados por el arbitraje estadístico, a través de buscar una correlación estadística entre grupos de activos con puntaje crediticio agregado y la probabilidad de repago. Sin embargo, este procedimiento no fue aplicado después de la titulación de los activos, sino que llegó pronto aplicado en la construcción de los préstamos para ser incluidos en el grupo que forma el colateral, o el cuerpo de los activos detentado por la entidad especial.

Los activos fueron entonces seleccionados para cumplir con una particular probabilidad de repago que calificaría como grado de inversión, no por la historia pasada por los deudores. Este proceso crea una suerte de pre-selección, por la que una combinación de

⁷ Muchos bancos usan Fair Isaac Corporation- generando FICO puntaje, originalmente desarrollado para aplicar en tarjetas de crédito y préstamos de automóviles, y no tienen virtualmente ningún registro histórico de deudores subprime. De acuerdo con el director de finanzas de HSBC Douglas Flint (2007), “Lo que es ahora claro es que los FICO puntajes son menos efectivos o no efectivos del todo cuando los acreedores están dando préstamos en un ambiente de tasas inusualmente bajas.” Estos puntajes fueron usados en programas de suscripción automatizada, tal y como los desarrollados por Edward N. Jones, un ex ingeniero de la NASA para las misiones del Apolo y el Laboratorio Espacial. A través de su compañía privada en Austin, Texas, Jones y su hijo Michael, diseñaron un programa que usa el Internet para seleccionar prestatarios con débiles historiales de crédito en segundos. El viejo camino de procesar las hipotecas a través de un funcionario de crédito o un corredor colectando comprobantes de ingreso y ordenando las historias de crédito, típicamente duraba varias semanas. Al contrario, al recoger en tiempo real de los informes en línea y aplicando algoritmos para medir el riesgo de quiebra, el software de Jones permitió a los acreedores crecer rápidamente (ver, Browning, 2007).

préstamos seleccionados para producir una particular confianza crediticia medida por la probabilidad de impago. En tanto usar series estadísticas es un procedimiento que mira hacia atrás, esto es diferente del proceso tradicional descrito por Minsky líneas arriba en que éste no incorpora la acumulación de conocimiento acerca de los deudores en el tiempo en condiciones estables. Es decir, parece usar la historia de deudas previas para hacer una predicción del futuro del riesgo de crédito del grupo de deudores.

De otro lado, las agencias calificadoras si poseían una más detallada información que la que estaba disponible a los inversores en las notas de oferta de los valores estructurados, haciendo difícil a los inversores evaluar las diferencias en los riesgos de crédito de esas inversiones. Además, no siempre era claro para los inversores que el grado de inversión otorgado por las agencias calificadoras a los títulos colateralizados no era comparable con aquellos asignados a instrumentos más tradicionales. Por ejemplo, David Einhorn (2007) señala las importantes diferencias a lo largo de diferentes títulos para las principales NRSROs. Por ejemplo, la tasa de impago de un bono municipal a 10 años calificado con A es de un 1%; mientras que la tasa de un bono corporativo es de 1.8%; y para un CDO es de 2.7%. Una calificación de A de un bono municipal tiene la misma oportunidad de impago de un bono corporativo AA/AA- o de un CDO calificado con AA+.

La tasa esperada de recuperación para los bonos municipales es del 90%, comparada con el 50% para los bonos corporativos y los CDOs. Sin esta información, la comparación de ganancias nominales a través de diferentes títulos con grado de inversión, no permite una comparación de ganancias ajustadas al riesgo, aún si los modelos de calificación son precisos.

El Colchón de Seguridad en las Obligaciones Hipotecarias SubPrime Colateralizadas

La titulación de préstamos hipotecarios *nonconforming* -aquellos préstamos llamados subprime y Alternative-A (Alt-A) que no califican como garantía para las agencias gubernamentales semi públicas tales como Fannie Mae y Freddie Mac- es una innovación relativamente reciente y comprende una parte pequeña del total de hipotecas.⁸

No existe una serie de medidas de comportamiento que determinen las correlaciones entre el puntaje crediticio de los deudores y la probabilidad de que sean capaces de cumplir con sus pagos. Además, muchos de estos préstamos se originaron sin la documentación apropiada, como el ingreso de los deudores, sus propiedades y su situación de empleo. Entonces, la información que habría sido requerida para elaborar el puntaje no estaba disponible y en muchos casos era fabricada.⁹

Además, la gran mayoría de las hipotecas subprime fueron pactadas a tasas de interés ajustables o con programas de pago de tasas de interés opcionales que permitían pagos muy bajos e

⁸ La titulación hipotecaria ha sido parte importante del mercado financiero estadounidense desde los años 30s, y los títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) se volvieron particularmente importantes después de la crisis de los bancos de ahorro y préstamo en los años ochenta. La variedad más simple es un certificado de participación que le da al tenedor el derecho de los intereses y del pago del principal de un grupo de hipotecas residenciales. El tenedor de un bono respaldado por hipoteca (MBB) recibe un ingreso de la hipoteca subyacente, cuyo valor excede el valor del bono de manera suficiente para alcanzar el prepago y la quiebra. Títulos pass-through son los títulos respaldados por hipotecas (MBS) más comunes, con una calificación crediticia determinada por la probabilidad de quiebra y que puede tener una mejoría crediticia adicional procedente del originador. La introducción de REMICs en la ley fiscal de 1986 hizo posible crear flujos de caja separados para las hipotecas subyacentes para proveer pagos particulares y perfiles de riesgo tales como títulos sobre los intereses solamente o el principal solamente. Las obligaciones hipotecarias colateralizadas (CMO) combinan las dos variedades previas, pero con múltiples tipos de bonos respaldados por hipoteca teniendo diferentes derechos a los flujos de caja de las hipotecas subyacentes. La actual crisis es caracterizada por la creación de los RMBS con hipotecas subprime y Alt-A como colateral. Las hipotecas subprime representaban en promedio el 8% de todas las hipotecas originadas entre 2001–03, aumentando a un promedio del 20% en 2005–06, cuando más del 80% de las hipotecas fueron tituladas con un valor promedio aproximado de \$450 mil millones de dólares por año. Para más detalles puede verse la estadística en L.R. Wray (2007).

⁹ Cerca de la mitad de las hipotecas originadas en 2005 y 2006 fueron clasificadas con poca o ninguna documentación.

incluso en algunos casos el pago de cero intereses en los primeros años de la hipoteca.¹⁰ Después de este periodo, la tasa de interés sería ajustada a la tasa prevaleciente en el mercado para las hipotecas a tasa ajustable; en el caso de un aumento en el interés hipotecario, el principal de la hipoteca tendría que ser completamente refinanciado.

El análisis de las hipotecas subprime de acuerdo con la determinación de Minsky del colchón de seguridad (creado por la expectativa de los flujos de efectivo en relación a los compromisos de deuda de la hipoteca) sugiere que esas hipotecas tenían un declinante margen de seguridad en ellas mismas. En la presunción de que los deudores tenían suficiente ingresos para pagar sus compromisos (reducidos) en el periodo inicial del préstamo con un apropiado margen de seguridad, mantener el mismo colchón de seguridad después de que la tasa de interés fuese ajustada unos años más adelante, requiere que: 1. la tasa de interés del mercado hipotecario permanezca igual o por debajo del muy bajo nivel al que las hipotecas fueron inicialmente contratadas (lo que muchos acreedores originales de hipotecas reconocieron como improbable debido a la intención de la Fed de regresar a niveles más “normales” las tasas de interés); o 2. el ingreso del deudor aumente al menos por el monto del incremento de los compromisos de pago debido a las mayores tasas de interés (también era poco probable debido a la incapacidad de aumentar el ingreso real promedio en la reciente expansión económica); o 3. el precio de la propiedad subyacente de la hipoteca permanezca estable o suficientemente creciente para que, en la eventualidad de que el deudor no pueda

¹⁰ En 2004–06 en promedio aproximadamente el 90% de las hipotecas subprime estaban a tasas ajustables, mientras las hipotecas subprime pagando intereses solamente, representaban el 40% en 2005. Es importante señalar que no hay un equivalente de hipoteca a tasa variable en Europa, en la que los pagos cambian con el cambio en la tasa del mercado hipotecario. A cambio, ellos ofrecen un ajuste de tasas en una fecha futura. Una variedad común que consiste en ofrecer una baja tasa introductoria durante un periodo inicial de dos o tres años y luego se ajusta a una tasa fija por el periodo restante que se determina por la tasa del mercado del momento, más un margen. Otro ARM híbrido conocido como n/l empieza con una baja tasa introductoria que dura ‘n’ años y luego se ajusta anualmente, con la variación del ‘n’ entre 3 y 10 años. A diferencia de la hipoteca estándar de tasa fija, los ARM suelen incluir una tarifa de pre-pago.

cumplir con sus pagos, la propiedad pueda ser vendida para liquidar el monto vigente de la hipoteca (lo que también era problemático para muchos expertos que consideran que los precios de las propiedades había entrado en una “burbuja”).¹¹

Lo que parecía un esquema de finanzas con cobertura o especulativas (en términos de Minsky) en los primeros años de las hipotecas, cambió al equivalente de un esquema de financiamiento Ponzi debido a la probabilidad de que los compromisos de pago puedan ser solamente cumplidos incrementando la deuda o refinanciándola en algún momento del futuro, para cubrir el faltante entre los costos de más altas tasas de interés y el ingreso del deudor. Las hipotecas subprime pudieron haber tenido inicialmente un valor presente neto positivo (NVP) (bajo expectativas razonables en las tasas de interés, crecimiento del ingreso y precios de las casas), pero ahora el NPV está limitado a la realización del valor de la propiedad subyacente. Alternativamente, el NPV inicial (solamente) podría haber sido mantenido si el alza en los precios inmobiliarios seguía a un ritmo suficiente para compensar el aumento de las tasas de interés. Esto también dependía de un proceso Ponzi, en que la demanda de casas tenía que ser financiada por la prestación continua y creciente a prestatarios subprime para aumentar el valor de las casas suficientemente rápido. Así, el valor de los activos provistos como colateral para los títulos basados en hipotecas residenciales (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) que recibieron el grado de inversión y que fueron vendidos por las entidades de

¹¹ Según un discurso de Robert L. Rodriguez (2008), Fitch reportó que sus modelos de calificación crediticia fueron determinadas principalmente por los puntajes de FICO y una continuación de sus experiencias previas de 50 años de expansión en los precios de las casas. Fitch admitió que si los precios fueran declinar por 1% a 2% por un periodo extendido de tiempo el modelo desmoronaría por completo y perjudicar tramos tan altos como los AA y AAA. Richard Bitner (2008) nota que en su empresa de hipotecas, mientras el 90 por ciento de las familias con hipotecas subprime ajustables con plena documentación tenían proporciones de pagos de interés de deuda sobre ingresos por debajo del 50 por ciento cuando las hipotecas fueron otorgadas, después del primer aumento de tasas de interés tal proporción había caído al 60 por ciento.

propósito específico (SPEs) a los inversores finales, dependía directamente de uno o de otro de estos dos procesos Ponzi.

Como se señaló líneas arriba, los pasivos emitidos por las SPEs para fondar la compra de colateral hipotecario subprime desde los bancos originarios tenían que tener grado de inversión para permitir a los más importantes inversionistas institucionales su adquisición. Cómo fue esto posible cuando las hipotecas subprime ya eran *nonconforming*, usualmente no documentadas e independientemente de cualquier conjunto de condiciones futuras, éstas alcanzarían valores por debajo de las expectativas?

La respuesta es que éstas eran acompañadas por la estructuración de vehículos de titulación usando diferentes clases de riesgo de pasivos. La clase superior (algunas veces llamada “*super senior*”) ofrecía una garantía de tasa de ganancia y un vencimiento fijo. Para una hipoteca simple, tal garantía es imposible, porque una hipoteca en los Estados Unidos puede ser repagada a la voluntad del deudor conforme a su interés.¹² Así, la titulación inicialmente requería estimaciones estadísticas de las tasas de repago, ya puestas en práctica desde su primer uso para la titulación hipotecaria en los años setenta. De esta manera, fue posible conseguir una combinación de características de deudores para producir títulos con perfiles de riesgo y vencimientos particulares. En el caso de las hipotecas subprime, también estaba la posibilidad de no cobro del crédito, lo que causaría la declinación de las ganancias de la entidad de propósito específico. Esto fue solventado por medio de la sobrecolateralización de los títulos de clase superior. En tanto que estos títulos representaban menos del 100 % del valor de las hipotecas subyacentes, los tenedores de

¹² Las hipotecas que conforman con los estándares de Fannie Mae y Freddie Mac no pueden tener cobros de pre-pago, pero muchas hipotecas subprime sí tenían tales castigos, y en el caso de hipotecas de tasa ajustable, el periodo de castigo siempre se extendía hasta la fecha de ajuste de las tasas de interés, reduciendo las posibilidades de pagar una hipoteca antes del incremento en las tasas de interés.

estos títulos tenían derechos de clase superior sobre los pagos del principal y de los intereses de todas las hipotecas en las obligaciones colateralizadas. En el caso de no pago de algunas de las hipotecas subyacentes, las ganancias garantizadas podrían todavía ser pagadas.

La tasa de sobrecolateralización (determinada por la probabilidad estadística de la tasa de no pago de las hipotecas subyacentes) representa lo que Minsky llamó el margen de seguridad, en tanto que el ingreso contractual del grupo de hipotecas incluidas en la titulación era un múltiplo de los pagos de interés y principal comprometidos a los compradores de títulos de clase superior. En términos de Minsky, los títulos de clase superior estarían representados por un perfil de cobertura, en los que el ingreso esperado del grupo de hipotecas estaba muy por encima de lo que había sido comprometido a los compradores de títulos de clase superior. Como tales, estos títulos fueron calificados con grado de inversión por las agencias calificadoras, a pesar del hecho de que estaban soportados por hipotecas subprime que parecen similares a los esquemas de finanzas Ponzi. Fue el colchón de seguridad lo que hizo esto posible. En términos del flujo de efectivo y los compromisos de pago de las obligaciones colateralizadas con hipotecas, habría un exceso de ingreso en relación a los compromisos durante la vida del vehículo (entidad para propósitos específicos) representado por la tasa de sobrecolateralización.

Los fondos remanentes requeridos para comprar las hipotecas subprime subyacentes fueron obtenidos a través de la emisión de títulos residuales e intermedios. La clase de títulos intermedios recibiría el ingreso remanente después de pagar los compromisos de los títulos de clase superior y así tenían un mucho menor margen de seguridad. Esta clase mostraría un ingreso de efectivo variable que podría ocasionalmente quedar corto en el pago de los

compromisos pero tendría, en promedio, un positivo NPV. En términos de Minsky, esta clase exhibiría un perfil de grado especulativo.

Finalmente, un título residual era vendido a algunos inversionistas que recibirían un ingreso solamente si no hubiese refinanciamiento, o prepagos, o falta de pago sobre las hipotecas subyacentes. En términos de pagos a los tenedores de estos títulos, no habría ingreso en efectivo hasta que las dos clases superiores de títulos hayan sido pagadas. Si los impagos y los prepagos estaban dentro de las probabilidades estadísticas estimadas para determinar la sobrecolateralización, esos títulos residuales recibirían una mucho mayor tasa de ganancia que la pagada a los títulos de clase superior, pero tendrían cero margen de seguridad. De hecho, los residuales representaban el margen de seguridad y sus rendimientos podían ser de cero. Estos títulos sin grado de inversión fueron vendidos a los fondos de cobertura deseosos de tomar altos riesgos a cambio de altas ganancias, o fueron agrupados juntos y usados como colateral para otra titulación que emitía un título de clase superior sobrecolateralizados y con grado de inversión, un título de clase intermedia y un título de clase residual. Aquí, fue la probabilidad estimada de impago de la titulación original lo que determinó un colchón de seguridad que fue más aparente que real.

En tanto que el grado de inversión era crucial para el éxito de estos instrumentos, las instituciones financieras consultaban con las agencias calificadoras sobre la apropiada composición del conjunto del colateral del instrumento así como de la estructura de los pasivos. Así, fueron nuevamente las agencias calificadoras las que determinaron el apropiado margen de seguridad, el que fue determinado por la evaluación de las agencias sobre la probabilidad estadística de la tasa de prepago y de la tasa de impago de las hipotecas subprime subyacentes. Aunque ellas

inicialmente utilizaron los modelos de los bancos, estas agencias eventualmente desarrollaron sus propias técnicas, las que fueron entonces vendidas a sus creadores originales.

Como el crecimiento del precio de las casas continuaba después del colapso de la burbuja de las punto com en 2001, y como las tasas hipotecarias continuaban descendiendo a pesar del incremento de la tasa de fondos federales causado por la eventual reversa de la política de la Fed (las tasas hipotecarias usualmente se determinan en relación a las tasas de los títulos del tesoro estadounidense a 10 años, las que fueron cayendo durante casi todo el periodo en la medida en que la curva de rendimiento coqueteaba con la inversión) el comportamiento positivo de los préstamos subprime colateralizados condujo a la erosión esperada del colchón de seguridad en la forma de la sobrecolateralización declinante de los títulos de clase superior. Pero ello no tenía nada que ver con un aumento en la evaluación de la credibilidad de los tenedores subyacentes de las hipotecas. Sólo tenía que ver con el hecho que la continuada expansión del mercado de casas superó el incremento de las tasas de impago, mientras que las hipotecas de tasa ajustable no había llegado todavía a sus fechas de cambio.

Los intereses de los bancos en estas estructuras era no solamente la liberación del capital cuando las hipotecas eran transferidas a esas estructuras y sacadas de sus hojas de balance, sino también las varias (y grandes) comisiones cobradas por ello –como originarios y suscriptores de los préstamos y administradores de las SPEs-, y cobrando el servicio de los préstamos (los que frecuentemente también se titularizan). Así, los bancos estaban ansiosos de aumentar las tasas de crecimiento del proceso de “originar y distribuir” y, con este fin, fueron también compradores de hipotecas originadas por corredurías hipotecarias independientes y

otros intermediarios financieros no bancarios. Muchos de estos intermediarios también realizaron su propia titulación.

Riesgo de Liquidez, Riesgo de Tasa de Interés y Descalce de Vencimientos Redux

Con el objetivo de sostener el aumento en la titulación de préstamos, otro conjunto de entidades especiales (conocidas como vehículos de inversión estructurada) fueron creadas para facilitar la distribución, actuando como compradores de títulos de clase superior de las obligaciones colateralizadas con hipotecas. Estas entidades financiaron la compra de papel estructurado (es decir, pagarés de tarjetas de crédito titulados, préstamos de automóviles, en la gran mayoría de las obligaciones colateralizadas con hipotecas) a través de la emisión de activos respaldados por papel comercial de corto plazo, notas de mediano plazo y capital subordinado. El colchón de seguridad otra vez estaba dado a través de la sobrecolateralización de papel comercial y la naturaleza residual y subordinada de las otras obligaciones.

Una mejora crediticia adicional era usualmente provista bajo la forma de una garantía otorgada por un asegurador de bonos o bien a través de un swap de impago de crédito suscrito por una compañía aseguradora o por el mismo banco originario. En tanto que el papel comercial estaba respaldado por títulos de clase superior con grado de inversión de instrumentos de préstamo colateralizados, esos títulos también recibían grado de inversión y eran una opción atractiva para los fondos mutuos del mercado de dinero de corto plazo ofrecidos por la mayoría de las instituciones financieras. Para estos vehículos estructurados, el ingreso estaba determinado por la diferencia entre la tasa del mercado de dinero de corto plazo y las mayores tasas de interés de los títulos hipotecarios colateralizados de clase superior. En efecto, ello representaba tomar préstamos en corto y prestar en largo: el

ingreso por el margen de interés neto que los bancos habían dejado de recibir para concentrar sus actividades en tarifas y comisiones regresa pero fuera del balance de los bancos.

Sin embargo, también proseguía el ingreso por márgenes, puesto que los vehículos estaban también altamente apalancados. Los bancos que crearon estos vehículos se beneficiaban de las comisiones por administración y servicio, así como por los márgenes. Pero estos vehículos tenían no solamente riesgo crediticio, sino también riesgo de liquidez y riesgo de tasa de interés; en particular, como la Fed restringió su política monetaria, el margen se estrechó y la inversión esporádica de la curva de rendimiento creó la posibilidad de márgenes negativos. El colchón de seguridad que existía estaba otra vez previsto por la sobrecolateralización del papel comercial relativo a las más riesgosas notas de inversión. Parece claro que las agencias de crédito se concentraron en el riesgo de crédito de los activos en esos vehículos más que en enfrentar los riesgos de liquidez y de tasa de interés.

Aquí podemos ver los procesos de agrupación de riesgos y de arbitraje de calificación en acción. El colateral de activos respaldados por el papel comercial eran obligaciones hipotecarias de clase superior cuyo colateral eran activos respaldados por un grupo de hipotecas subprime sobrevaluadas. Como el precio de las casas continuaba aumentando y los originadores de hipotecas continuaban incrementándolas, los breves márgenes de seguridad contruidos dentro de estas estructuras fueron expuestos y su fragilidad se volvió evidente. Sin embargo, el aumento en la fragilidad no era debido a un comportamiento crediticio positivo en el tiempo y a la declinación del margen de seguridad. Al contrario, fue la simple revelación de los insuficientes márgenes de seguridad que se había producido por el análisis estadístico de las

correlaciones entre las características crediticias de deudores previas en relación a los cambios en las condiciones financieras. Fue la composición del grupo de activos e impagos, no el comportamiento y el historial crediticio de los deudores, que estrechó el margen de seguridad. La fragilidad y la insuficiencia en el margen de seguridad había estado siempre presente, pero fue revelada solamente cuando la crisis avanzó y no cuando la probabilidad de la crisis se incremento en respuesta a la incapacidad de los deudores de responder adecuadamente a los inesperados eventos.

Dónde estaban los colchones de seguridad?

Como la discusión expuesta pone en claro, la determinación de la calidad del crédito y la evaluación del adecuado colchón de seguridad no son más cubiertas por los bancos emitiendo títulos respaldados en hipotecas en el mercado de hipotecas colateralizado subprime. La función básica de los bancos ha pasado implícitamente a las agencias calificadoras de riesgo. Pero, como se dijo antes, para la mayor parte de los productos estructurados, el mejoramiento crediticio adicional fue también provisto a través de garantías de las aseguradoras de bonos o la compra de protección de crédito a través los swaps de impagos de crédito o las arriba mencionadas obligaciones subordinadas.

Como se mencionó antes, las agencias de crédito proveen las calificaciones sobre la base de experiencias en la calificación de bonos corporativos para los títulos estructurados que no tienen un comportamiento histórico similar. El mismo uso de una línea tradicional de negocios fue cierto para los aseguradores de bonos quienes empezaron a proveer de garantías a los bonos municipales en los años setenta. Ellos proveyeron de garantías incondicionales de pago a los tenedores de bonos en el caso de que un evento de impago sucediera a cambio de un cobro para el mejoramiento

crediticio. Ellos fueron nombrados “monoline” porque los reguladores estatales les imponían requerimientos sobre la estructura de capital a estos aseguradores y restricciones por el tipo de riesgo que ellos podían tomar de los pasivos de deuda de terceras partes. Las regulaciones de capital fueron suficientemente estrictas para proveer a los aseguradores de bonos con la calificación AAA de las agencias calificadoras, y esta calificación fue después pasada a los títulos que ellos aseguraban. Los aseguradores de bonos empezaron suscribiendo activos estructurados en los años noventa, pues los estrechos márgenes de crédito redujeron el potencial premio de ingreso en sus negocios tradicionales. Al inicio del nuevo milenio la emisión de títulos respaldados por activos se volvió su mayor fuente de ingreso.

Así, las agencias de calificadoras de crédito fueron las responsables tanto de la sobrecolateralización sobre activos estructurados, y por la calificación de aseguradores que preveían el mejoramiento crediticio y la calificación para los activos. Ha sido sugerido que fueron las propias agencias calificadoras de crédito que urgieron a los aseguradores a que tomaran más seguros sobre títulos estructurados con el objetivo de aumentar sus ingresos y así asegurar su continuidad en la calificación AAA que era la requerida para su operación exitosa.

“Las malas decisiones de los ejecutivos de las compañías tenedoras son la causa principal de los problemas de las aseguradoras de bonos, pero las agencias calificadoras también comparten esta responsabilidad. Las agencias calificadoras alentaron a las aseguradoras de bonos para diversificar su riesgo en productos estructurados y les dieron calificaciones adicionales para hacerlo. Las agencias calificadoras minimizaban los riesgos de la nueva estrategia mientras ganaban muchas mayores comisiones por calificar estas estructuras. Las ganancias de las agencias

calificadoras crecían junto con el crecimiento del aseguramiento de las finanzas estructuradas. Los reguladores de las aseguradoras invocaban a las agencias calificadoras y a los equipos de administración para evaluar el riesgo de estas nuevas estructuras. Las agencias calificadoras eran pagadas por los emisores de estos títulos y ayudaron a estructurar estos exóticos instrumentos a cumplir con los insuficientes estándares de las propias agencias calificadoras para las calificaciones triple A. Las agencias calificadoras solamente recibían sus comisiones completas si ellas aprobaban las calificaciones triple A para estas transacciones” (Ackman, 2008).

En tanto que los mismos procedimientos fueron empleados por las dos agencias de crédito evaluando los riesgos de los bonos colateralizados y los riesgos de las aseguradoras de bonos monoline y las aseguradoras monoline evaluando sus riesgos en el aseguramiento de bonos colateralizados, es claro que ellos no proveyeron: 1. las evaluaciones de riesgo independientes y los requerimientos de los colchones de seguridad para los activos; 2. las indicaciones apropiadas de la calidad del crédito de los activos que eran calificados y asegurados.

Finalmente, los swaps de impago de crédito (CDS) fueron también usados como garantías para mejorar el crédito. Un CDS es similar a una garantía de una aseguradora de bonos monoline en que el comprador de la protección paga un cargo fijo o un premio al vendedor de protección por un periodo de tiempo y, si el impago ocurre, el vendedor de la protección paga una compensación por la que el comprador de protección compró el activo protegido a su precio de emisión. La diferencia básica es que los contratos no están regulados, ellos no son intercambiados en mercados organizados y tienen entonces una menor evaluación del riesgo de contraparte –que es la capacidad del vendedor de realmente proteger al comprador de la pérdida por impago. Desde 2005 se

plantearon interrogantes acerca de los procedimientos de pago de estos contratos y el potencial riesgo existente por el hecho de que en un número de estos aseguramientos, la protección de crédito vendida excedía los títulos de protegidos. Dado que el pago de los contratos usualmente requiere entregar el activo impago, si los contratos de swaps contratados vigentes exceden los bonos que están disponibles para la entrega, los problemas crecen para los compradores. Por ejemplo, cuando Delphi, un productor de autopartes, en octubre de 2005 cayó en quiebra, los swaps de crédito impago sobre la deuda de la compañía fueron diez veces el valor de los bonos subyacentes. Sin la posesión de los bonos los compradores de protección recibieron solamente 36 centavos por dólar cubierto. (Véase Morgenstern, 2008). Este es el más probable caso de un gran número de swaps de impago de crédito usados para mejorar el crédito de las hipotecas subprime. Así, no solamente estaban muchas de las hipotecas subprime en condiciones Ponzi cuando estas fueron contratadas, los colchones de seguridad provistos por las calificaciones de crédito y la evaluación del crédito que fue para proveer la sobrecolateralización eran en gran medida ilusorias.

Descubriendo la insuficiencia interna del colchón de seguridad

Una vez que las primeras hipotecas con tasas ajustables llegaban a su fecha de incremento de pagos, seguidas por el aumento en las tasas de impago y de desalojo, la tasa de incremento del precio de las casas empezó a desacelerarse y después a declinar. Las tasas de interés del mercado hipotecario no cayeron a los niveles de las tasas iniciales de las hipotecas a tasas ajustables. Los bancos que habían suscrito puts^{*} de liquidez en la forma de líneas de crédito para los instrumentos hipotecarios titulados encontraron que los

* Como subscriptor el banco tiene la obligación de comprar el activo subyacente a un precio dado, si el comprador ejerce la opción.

compradores habían regresado sus hipotecas tituladas. En el caso del Citibank, esta respuesta agregó aproximadamente la mitad de 55 mil millones de dólares que la compañía matriz del Citigroup reportó como su exposición a deudores subprime en el tercer trimestre de 2007 (además de las hipotecas almacenadas esperando titulaciones que no pudieron ser completadas). Como los impagos rápidamente sobrepasaron la sobrecolateralización, muchos inversionistas en títulos de clase superior con grado de inversión se encontraron con que no serían pagadas sus ganancias aseguradas. Los títulos de clase superior rápidamente se convirtieron en el valor de sus subyacentes con colateral en hipotecas subprime.

Finalmente, las agencias calificadoras de riesgo, dándose cuenta de que sus modelos de evaluación del riesgo de impago sobre hipotecas titularizadas habían probado ser incorrectos, revaluaron y bajaron las calificaciones sobre un número creciente de estructuras respaldadas por préstamos subprime. Esta acción confirmó que sus estimaciones originales habían sido incorrectas y que los márgenes de seguridad estaban mal representados. Los inversionistas institucionales quienes estaban restringidos por la calificación de grado de inversión no podían por más tiempo mantener esos activos y fueron forzados a venderlos. Las aseguradoras de bonos monoline, otros suscriptores de swaps de impago de crédito, y los acreedores que buscaban colateral subyacente también incrementaron sus ventas de hipotecas subprime. Eventualmente, las agencias calificadoras de riesgo también se enfrentaron al problema de las calificaciones sobre las aseguradoras monoline quienes estaban sufriendo las pérdidas y tenían que usar su capital para enfrentar las pérdidas en sus carteras de activos subprime asegurados. Por ejemplo, cuando cayó la calificación de la aseguradora monoline ACA de A a CCC por Standard and Poors en diciembre de 2007, se informó que Merrill Lynch fue forzada a devaluar 1.9 mil millones de dólares en activos que habían sido asegurados por ACA. Además, cualquier caída de la calificación de los aseguradores monoline presionará en

el mercado de los bonos municipales, dado que los inversores que están limitados por el grado de inversión estarán forzados a venderlos. Así, el proceso de deflación de deudas empezó en el mercado hipotecario subprime, y los propietarios de vehículos de inversión estructurados encontraron que ellos no podrán más vender papel comercial. Para evitar el impago, ellos llamaron a los bancos a dar soporte con líneas de crédito y regresar los activos colateralizados a los bancos originadores.

Los activos que los bancos querían sacar fuera de sus hojas de balance a través de la titulación regresaron a ellos cuando los bancos fueron solicitados a proveer liquidez para las estructuras fuera de balance que ellos habían creado. Aunque ningún banco ha visto caer su capital por debajo de las normas de Basilea, muchos de ellos encontraron dificultades para aumentar el crédito y dar soporte a estas entidades dentro de las tasas de capitalización deseadas. A pesar de que las pérdidas han estado dentro de los límites del ingreso de los bancos hasta ahora, la extensión de la deflación de deuda está todavía por verse. Muchos bancos continúan todavía actuando como corredurías para los hedge funds altamente apalancados que mantienen títulos residuales sin valor de las entidades colateralizadas con subprime. Estos bancos han también suscrito swaps de default de crédito con sus filiales a las que ellos les tienen que pagar reincorporando los préstamos subprime devaluados a sus balances al valor inicial. Muchas compañías aseguradoras han hecho lo mismo, en tanto que muchas aseguradoras de bonos garantizan instituciones pueden también tener que satisfacer sustanciales pagos en la medida en que los precios de las casas continúen cayendo y las tasas de quiebra continúen aumentando, causando que los vehículos colateralizados converjan con el valor del colateral subyacente, el que en algunos casos es cercano a cero.

Es una deflación de deuda?

Cuáles son las implicaciones de todo esto para la economía estadounidense? La estimación de las pérdidas totales sobre la deuda hipotecaria desembolsada han crecido rápidamente desde el verano de 2007, cuando el Presidente de la Fed Ben Bernanke estimó las pérdidas relacionadas con estos créditos en el rango de los 50 a 100 mil millones de dólares. Las hipotecas subprime suman mas de la mitad de las pérdidas esperadas y ahora la previsión está en el rango de 300 a 400 mil millones de dólares. Desde 2005 (la mayoría de las hipotecas a tasas ajustables fueron suscritas en los pasados dos años) aproximadamente 1.5 billones de hipotecas subprime y un billón de hipotecas Alt-A fueron creadas. Si el precio de las casas cae un 30%, podría haber minusvalías de aproximadamente el doble de estas cifras, sin tomar en cuenta quiebras adicionales. Además, ha habido un aumento inesperado de quiebras en hipotecas con elevada calificación, que podrían elevar la estimación a los 900 mil millones de dólares. Las pérdidas quedarían distribuidas entre deudores, acreedores y bancos. Para los tenedores no bancarios, habría una pérdida de riqueza y un impacto en la actividad que es difícil de calcular. Pero el impacto en los mercados de dinero de corto plazo y en los préstamos al consumo es mucho más significativo. Ambas entidades financieras han más o menos detenido su funcionamiento debido a la incierta confianza crediticia en las instituciones financieras que ha estado causada por la agrupación de los riesgos entrelazada entre diversos activos y la falta de un adecuado colchón de seguridad.

Si un banco bien capitalizado trata de recuperarse de sus pérdidas por medio de restringir el crédito y elevar su capitalización, cada dólar de pérdida podría reducir su crédito en aproximadamente 8 o 10 dólares. Es probable que el (resistente) consumidor estadounidense, que había financiado la mayoría de sus gastos

mediante la prestación bancaria, respaldado por su colateral inmobiliario, el cual fue creado por un mercado inmobiliario exageradamente exuberante, por fin puede estar empezando a caer. Así, la economía se atraparía entre Scylla del decreciente gasto de los consumidores y Charybdis de condiciones crediticias cada vez más restrictivas. El contrabalance de mayores exportaciones debidas al declive en el valor del dólar no sería lo suficiente para prevenir una recesión.

Conclusión

Los comentaristas tenían razón en llamar la atención al hecho de que la crisis actual tiene todos los atributos de un esquema financiero Ponzi que corre el riesgo de convertirse en una deflación de deuda a gran escala. Sin embargo, es claro que la crisis no es el resultado de un tradicional proceso endógeno miskiano en el cual los decrecientes márgenes de seguridad llevan a la fragilidad.

En la crisis actual, los colchones de seguridad han sido insuficientes desde el principio – son un resultado estructural de como la confianza crediticia esta evaluando en el nuevo sistema financiero de “originar y distribuir” permitido mediante la modernización de los servicios financieros. La crisis sencillamente ha revelado lo inadecuado de la evaluación de crédito – o, lo que es la misma cosa, la subvalorización y mal asignación de precios de riesgo. Eso se debe básicamente al hecho de que los que asumen el riesgo ya no son responsables para la evaluación de la confianza crediticias de los prestatarios.

En el proceso tradicional miskiano la rentabilidad bancaria dependía de la habilidad de evaluar el crédito de los prestatarios y de cubrir el riesgo de tomar préstamos de corto plazo y de otorgar préstamos de largo plazo. En la situación actual, las ganancias de

las calificadoras de crédito son independientes de sus habilidades de evaluar el riesgo correctamente. Se ha sugerido que las ganancias de estas agencias se relacionan con la sobreestimación de la confianza crediticia y la subvalorización del riesgo. Esta es una falla crucial en un sistema moderno que debe destacarse en la asignación de precios al riesgo y la distribución de riesgo a los que están mejor equipados para cargarlo. Pero si no hay formas eficientes de evaluar el riesgo, no puede ser distribuido de forma eficiente.

La situación tiene dos consecuencias relacionadas. La primera es que el intento de dar mayor transparencia a los balances de instituciones financieras para proveer una evaluación más eficiente de riesgo (requerir que el valor de activos sea reportado mediante un mercado y no de su valor en libros, o “marcando al mercado”) puede ser contraproducente cuando no hay un mercado para los activos en manos de esas instituciones. Aquí es precisamente donde las agencias crediticias han fallado en proveer evaluaciones correctas. Si los precios están determinados por el riesgo tal como es evaluado por los modelos de correlación estadística, entonces los valores no son mejores que los modelos que los producen – es decir, no están mejor que la suposición de que el futuro reemplazara el pasado, lo cual no es verdad sino en momentos de estabilidad. De hecho, esta es una de las razones por la cual la crisis actual empezó con una deficiencia inherente de seguridad. El cálculo del colchón requerido basado en la historia pasada de resultados estables hace instantánea la disminución de la seguridad, ya antes incorporada en la evaluación corriente. La introducción de los reglamentos contables FASB 157 y 159 para la medición del valor justo de estos tipos de activos Nivel-3 fue dirigida a atenuar el problema. Sin embargo, ahora parece agregar una imprecisión adicional a la metodología utilizada para evaluar el riesgo.

Mientras se presenta muchas veces la crisis actual como una “reasignación” de los precios de riesgo, es relevador que los vehículos de inversión para enfrentar la crisis, como el superhondo para comprar y proveer un puerto seguro a los activos de estructuras financieras, tenderán a reproducir las causas sistémicas existentes de la mala asignación de precios. Parece no haber un método transparente para determinar los precios de activos adquiridos por los vehículos de inversión. De hecho, la idea de “reassignar” precios de riesgo solamente puede ser justificada por la suposición de que los precios actuales están subvalorizados, y que el mercado en algún momento dará las evaluaciones correctas. Pero si el mercado no es capaz de valorar correctamente estos activos estructurados, el valor asignado por el mercado no es el mejor método para juzgar la solvencia de la institución que los empleó. La alternativa, que los bancos originadores vuelvan a incorporar estos activos a sus balanzas, también confirma que no hay un mecanismo efectivo de asignar precios para las obligaciones colateralizadas.

La segunda consecuencia de la inhabilidad de evaluar el riesgo es el hecho irónico de que, en noviembre de 2007, las varias agencias estadounidenses de regulación y supervisión financiera finalmente llegaron a un acuerdo de como instrumentar el marco de capital basado en riesgo de Basilea II. Bajo este marco, se otorga a las agencias calificadoras un mayor papel en la evaluación del riesgo crediticio de los activos bancarios. En vez de mejorar la administración de riesgo, la crisis actual sugiere que Basilea II podría llevar un sesgo inherente a favor de la subestimación de riesgo, y por lo tanto la subcapitalización de los bancos, que produce un entorno financiero más frágil. Este aspecto esta subrayado por el hecho de que Basilea II no reconoce la diferencia de riesgo entre instrumentos distintos que llevan calificaciones

parecidas, creando la posibilidad que aparezca el mismo tipo de arbitraje que estaba presente bajo el primer acuerdo.

La crisis también subraya cuestiones sobre la estructura regulatoria estadounidense. Mientras la Fed está encargada de regular a los bancos y a las compañías financieras tenedoras, la mayoría de las dificultades han involucrado entidades especiales creadas por las compañías financieras que emitan títulos y por lo tanto están sujetas a las regulaciones de los mercados de capital. Tales entidades llevan una similitud cercana a las filiales bancarias que durante los años veintes del siglo XX empleaban prácticas fraudulentas y engañosas (se diseñaron las regulaciones del New Deal par eliminar tal comportamiento ilegal). La crisis de Enron fue provocada por abusos parecidos de filiales “no afiliadas” fuera del balance; entonces, los reguladores bancarios tendrán que encontrar una manera de mantenerlos dentro de un control efectivo de los supervisores financieros.

Esta crisis no solamente subraya las lagunas en el actual sistema de regulación y supervisión, sin también crea preguntas acerca de la habilidad de la Reserva Federal de asegurar la estabilidad mediante el soporte a los precios de activos, como sugería Minsky. El libro *The Fed* (2001), de Martin Meyer, ya abordó las dificultades en controlar los préstamos bancarios a través de acciones que influyen los balances bancarios cuando los bancos *ya no mantienen* los préstamos en sus balances. En el sistema de “originar y distribuir”, la cantidad de préstamos estaba determinada por la habilidad de distribuir- es decir, por el apetito de préstamos titulados de los mercados de capital. El único método de control de la Fed fue influenciar las expectativas de tasas de interés del mercado de capitales.

El presidente Alan Greenspan probó ser un practicante hábil y suertudo de este acercamiento, el cual, con una excepción, es más

arte que ciencia. En su autobiografía reciente, Greenspan admite que la Fed no tiene la potencia de disminuir las expectativas que llevan a las burbujas de activos.¹³ Sin embargo, él sugiere que esto no representa un defecto crucial en sus políticas, porque la Fed siempre puede lidiar con el colapso de la burbuja. Se supone que fundamenta tal observación en las experiencias de la Fed en 1987, 1989, y 2000; sin embargo, en estos años se experimentaron burbujas en los mercados de acciones que fueron curadas con una inyección rápida de liquidez para asegurar la solvencia de instituciones y para estabilizar los precios de acciones intercambiadas en los mercados. La crisis actual presenta dificultades mucho mayores, dado que los bancos exhiben una preferencia de liquidez extrema e intentos de paliar pérdidas reales con la reconstrucción de capital. La ventana de descuento no puede proveer los fondos para reconstruir el capital bancario.

Desde esta perspectiva, la crisis actual tiene poco que ver con el mercado hipotecario (o las hipotecas subprime de por sí), sino más bien con la estructura básica de un sistema financiero que sobreestima la confianza crediticia y subvaloriza el riesgo. Lo fundamental es que el sistema ha sido estructurado para hacer demasiado barato el crédito, llevando a la toma de riesgos excesivos para proveer ganancias más altas. No se puede hacer nada para eliminar la inevitabilidad de la fragilidad financiera como lo definió Minsky. La fragilidad solamente puede ser minimizada mediante políticas sistémicas que Minsky identificó como el mandato del Gran Gobierno (por ejemplo, los gastos públicos o planes de empleo para dar soporte a ingresos y empleo) y un Banco Grande (por ejemplo, un banco central dispuesto a dar soporte a los precios de activos a través de la ventana de descuentos). Sin embargo, es posible eliminar la fragilidad que

¹³ En su autobiografía reciente, Greenspan (2007: 200-2) sugirió que sus intentos de utilizar las tasas de interés para frenar las burbujas expectativas solamente las agravaba.

emerge como resultado directo de fallas de la estructura y regulación del sistema mismo. Esta es la tarea que enfrenta el sistema financiero estadounidense hoy.

Bibliografía

Ackman, W. A. (2008) Statement of William A. Ackman, Managing Member, Pershing Square Capital Management, L.P., before a Hearing of the House Financial Services Committee Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises “The State of the Bond Insurance Industry”, 14 February.

Bitner, R. (2008) “Greed, Fraud and Ignorance: A Subprime Insider’s Look at the Mortgage Collapse”, LTV Media LLC: Colleyville, Texas.

Browning, L. (2007) “The Subprime Loan Machine”, *New York Times*, 23 March.

Cernow, R. (1990) *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, New York: Atlantic Monthly Press.

Chancellor, E. (2007) “Ponzi Nation”, *Institutional Investor*, February.

Einhorn, D. (2007) Remarks prepared for the Helbrunn Center for Graham and Dodd Investing, 17th Annual Graham and Dodd Breakfast, 19 October. Available at <http://www.nakedshorts.typepad.com/nakedshorts/files/EinhornOnCredit.pdf>.

Flint, D. quoted in Molenkamp, C. (2007) “In Home-Lending Push, Banks Misjudged Risk”, *Wall Street Journal*, 8 February.

Graham, B. and D. L. Dodd (1934) *Security Analysis*, New York: Whittlesey House.

Greenspan, A. (2007) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, New York: Penguin.

Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

Keynes, J.M. (1932) *Essays in Persuasion*, London: Macmillan.

Kregel, J.A. (1997) “Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility”, *Journal of Economic Issues*, June.

Lahart, J. (2007) “In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency: Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His ‘Moment’ Has Arrived,” *Wall Street Journal*, August.
London Economist (2007) “Buttonwood: Ponzificating”, 17 March

Magnus, G. (2007) “What This Minsky Moment Means”, *Financial Times*, 22 August.

Mayer, M. (1997) *The Bankers: The Next Generation*, New York: Truman Talley Books.

Mayer, M. (2001) *The Fed: The Inside Story of How the World’s Most Powerful Financial Institution Drives the Markets*, New York: Free Press.

McCulley, P. (2007) “Global Central Bank Focus: The Plankton Theory Meets Minsky,” *PIMCO*, March.

Morgenson, G. (2008) “Arcane Market is Next to Face Big Credit Test”, *New York Times*, 17 February.

Rodriguez, R. L. (2008) “Absence of Fear”, Speech to CFA Society. Available at http://www.fpafunds.com/news_070703_absense_of_fear.asp.

Wray, L.R. (2007) “Lessons from the Sub Prime Crisis”, Working Paper No. 522, Levy Economics Institute Working Paper, Annandale-on-Hudson, December.

Fecha de recibido: febrero 2008

Fecha de aprobación: mayo 2008