



La crisis de las hipotecas estadounidenses de alto riesgo desató el pánico en el banco británico Northern Rock.

Los tentáculos de la crisis hipotecaria

Randall Dodd

LA PREGUNTA se impone: ¿cómo es que un aumento modesto de las hipotecas de alto riesgo—equivalente a US\$34.000 millones— trastornó tanto el sistema financiero estadounidense—que mueve US\$57 billones— y luego los mercados internacionales? La tasa de moras graves pasó de 6% en el segundo trimestre de 2006 a 9% en el mismo período de 2007, en gran medida por una evaluación de riesgos imprudente, cuando no fraudulenta. Pero el impacto económico y financiero supera con mucho las pérdidas que seguramente acarrearán los embargos hipotecarios.

La respuesta radica en la transformación radical del crédito hipotecario para la vivienda, que de las simples instituciones de depósito que otorgaban préstamos locales en los años treinta pasó a manos de titanes bancarios y bursátiles de Wall Street que hoy emplean las últimas técnicas de ingeniería

financiera para empaquetar las hipotecas en títulos de inversión a través de derivados de crédito y obligaciones de deuda garantizadas. El mercado hipotecario actual no funcionaría si no fuera posible trocear la deuda y vender los segmentos por separado, destinando los tramos más riesgosos a inversionistas a veces muy apalancados que buscan rendimientos altos, como los *hedge funds*.

Para comprender la evolución del mercado hipotecario, y para determinar por dónde se quebró, diagnosticar sus fallas estructurales y explicar por qué la ruptura se propagó más allá de las fronteras hasta llegar a otras economías desarrolladas y emergentes, es necesario hacer una gira histórica del sector hipotecario estadounidense.

La evolución del mercado

Hasta 1938 el mercado hipotecario estadounidense estuvo integrado básicamente por

La turbulencia hipotecaria tiene tanto que ver con las fallas estructurales del mercado financiero estadounidense como con la deuda incobrable

instituciones de depósito reguladas, como bancos y cajas de ahorro y préstamo, que con los depósitos financiaban préstamos para vivienda. Estas instituciones “originaban” los préstamos y, como los conservaban en sus carteras, retenían el riesgo de crédito, el riesgo de mercado por la fluctuación de las tasas de interés y el riesgo de liquidez que implica financiar activos a largo plazo con obligaciones a corto plazo (o sea, depósitos).

Con el correr del tiempo fueron convergiendo los modelos de negocios de Fannie Mae y Freddie Mac, que juntos proporcionaron un volumen enorme de financiamiento comprando hipotecas de bajo riesgo.

Para proporcionar más liquidez y capitales nuevos a estos mercados, en 1938 el Presidente Roosevelt fundó una asociación hipotecaria federal popularmente conocida como Fannie Mae, encargada de crear un mercado secundario. Fannie Mae les compraba hipotecas a los originadores en efectivo, y al conservarlas en su cartera asumía los riesgos de crédito, mercado y liquidez. Para Fannie Mae los riesgos de mercado y liquidez eran menos peligrosos porque podía captar crédito a largo plazo. Y con una cartera hipotecaria de alcance nacional tenía más neutralizado el riesgo de crédito, algo difícil incluso para los bancos más grandes por las limitaciones regulatorias a la actividad bancaria entre Estados. Fannie Mae compraba únicamente hipotecas que cumplían con ciertas normas de evaluación de riesgos; hoy en día, esas normas son las que distinguen a las hipotecas de bajo riesgo.

Fannie Mae resultó todo un éxito y ya en los años sesenta los fondos que captaba para poder comprar hipotecas representaban una parte importante de la deuda pública. Precisamente para eliminar esas actividades del presupuesto operativo federal, en 1968 el Presidente Johnson reorganizó el mercado hipotecario auspiciado por el Estado, encauzando ciertas hipotecas hacia otra nueva organización apodada Ginnie Mae. Al mismo tiempo, privatizó las actividades restantes de Fannie Mae, convirtiéndola en una sociedad bajo control privado que conserva ciertas obligaciones de financiar viviendas de bajo costo por razones de interés público. En 1970, Ginnie Mae creó los títulos de inversión con respaldo hipotecario, y de esa manera transfirió el riesgo de mercado a los inversionistas y borró del presupuesto federal gran parte de la deuda contraída para financiar los programas públicos de vivienda.

Ese mismo año se fundó una tercera sociedad, conocida como Freddie Mac y encargada de titularizar hipotecas convencionales y competir con Fannie Mae tras su flamante privatización. Con el correr del tiempo fueron convergiendo los modelos de negocios de Fannie Mae y Freddie Mac, que juntos proporcionaron un volumen enorme de financiamiento comprando hipotecas de bajo riesgo y conservándolas en sus carteras, además de transformar una cantidad igualmente importante de préstamos para vivienda en títulos garantizados por esas hipotecas.

Esta clase de títulos atrae inversionistas institucionales, particulares acaudalados y las propias instituciones de depósito. El proceso de titulización propagó el riesgo de mercado, brindó a las instituciones de depósito una clase más líquida de activos de préstamo y explotó fuentes de capital profundas para el mercado hipotecario.

Otra ventaja de estos títulos es que eliminaban el riesgo de mercado no solo de los balances de los originadores de las hipotecas, sino también de las carteras de Fannie Mae y Freddie Mac. Como fuente de financiamiento a largo plazo, también neutralizaban en gran medida el riesgo de liquidez. Y como Fannie Mae y Freddie Mac garantizaban los préstamos, retenían gran parte del riesgo de crédito, que podían manejar gracias a su tamaño gigantesco y a su diversificación.

La titulización consiste en conglomerar las hipotecas en una sociedad —constituida por lo general en un paraíso tributario— cuya finalidad es emitir acciones que representan un derecho sobre los pagos efectuados por los titulares de las hipotecas. En las estructuras más sencillas, esos pagos pasan directamente a manos de los inversionistas; en las versiones más complicadas, se dividen en tramos de mayor y menor riesgo.

La titulización ofrece beneficios múltiples. Los originadores ganan comisiones por la evaluación del riesgo sin exponerse a riesgos de crédito, mercado o liquidez porque después de otorgar un préstamo lo venden; si lo desean, pueden recuperar el riesgo de mercado readquiriendo los títulos. Los inversionistas ganan en liquidez y diversificación. El mercado hipotecario obtiene un acceso más amplio a los capitales. Los gestores de las hipotecas cobran comisiones jugosas y ganan intereses. Los emisores de los títulos respaldados por las hipotecas perciben comisiones por la suscripción, y Fannie Mae y Freddie Mac, por las emisiones titulizadas.

Instrumentos de etiqueta privada

Esta estructura de mercado, construida en torno a empresas auspiciadas por el Estado, fue un éxito rotundo y generó competencia. Cuando el gobierno acusó a Freddie Mac y Fannie Mae de errores graves en el cumplimiento de la nueva normativa sobre contabilización de derivados hace unos años, Wall Street se volcó de lleno a la emisión de títulos con garantía hipotecaria.

En 2003, Freddie Mac y Fannie Mae generaron 76% de las emisiones respaldadas por hipotecas y activos; el 24% restante eran emisiones de “etiqueta privada” organizadas por grandes firmas de Wall Street, según la publicación *Inside Mortgage Finance*. Para mediados de 2006, los porcentajes eran 43% y

57%, respectivamente. Las emisiones privadas procedían de empresas financieras reconocidas —Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearns, JPMorgan, Goldman Sachs y Bank of America— y de grandes prestamistas a deudores hipotecarios de alto riesgo, como Indymac, WAMU y Countrywide.

Paralelamente a ese reajuste rápido y radical de las cuotas de mercado, cambiaron las normas de evaluación de los riesgos. En tanto que Fannie Mae y Freddie Mac trataban casi exclusivamente con deudores de bajo riesgo, la actividad privada creció en gran medida gracias a la originación y titulación de hipotecas de riesgo alto e intermedio (véase el cuadro).

Así se planteó una disyuntiva sin precedentes: ¿cómo vender títulos de deuda de poca calidad? Los principales compradores de instrumentos garantizados con hipotecas de bajo riesgo eran inversionistas institucionales, que por razones regulatorias podían exponerse muy poco a títulos de calidad dudosa. La deuda de alto riesgo tenía un valor de US\$1 billón 100.000 millones, del cual US\$685.000 millones estaban volcados en títulos respaldados por hipotecas. Existía la posibilidad de venderles una pequeña parte a distintos inversionistas que buscaran una rentabilidad fuerte, pero no había manera de colocar el total.

Los nuevos inversionistas

La clave para canalizar la deuda hipotecaria de alto riesgo a través del mercado fue dividir el riesgo, creando tramos de grado inversor que conllevaban poco riesgo y tramos más riesgosos con una calificación más baja. Para poner esa idea en práctica, Wall Street aglomeró las hipotecas de alto riesgo en obligaciones de deuda garantizadas —un instrumento que la ya desaparecida firma de Drexel Burnham Lambert inventó en 1987 para financiar compras apalancadas con bonos charterra— y las dividió en dos tramos.

Al igual que las hipotecas que les sirven de base, las obligaciones de deuda garantizadas reeditúan capital e intereses. En el caso de una obligación dividida en tres tramos, el tramo preferencial es el menos riesgoso porque tiene derecho a percibir primero los pagos de las hipotecas, lleva la mejor calificación crediticia —a veces AAA— y genera intereses más bajos. El tramo intermedio acarrea mucho más riesgo, usual-

mente lleva grado especulativo y ofrece más rentabilidad. El tramo más bajo no genera ningún pago hasta que no estén íntegramente saldados los otros dos, es sumamente riesgoso, generalmente no tiene calificación crediticia y produce el máximo de rentabilidad. Cada clase se vende por separado y los precios se forman durante la negociación en los mercados secundarios.

En este tipo de operación, alrededor del 80% de la deuda de alto riesgo atrae, entre otros, a inversionistas institucionales interesados en el tramo preferencial de grado inversor. Los tramos de menor calidad atrajeron a los *hedge funds*, mesas

La clave para canalizar la deuda hipotecaria de alto riesgo a través del mercado fue dividir el riesgo.

de operaciones por cuenta propia de los bancos de Wall Street y algunos inversionistas institucionales que buscaban buenas rentabilidades.

En 2005, FitchRatings advirtió que los *hedge funds* se habían transformado rápidamente en importantes fuentes de capital para el mercado de crédito, pero que había razones legítimas para temer que sin querer terminaran exacerbando los riesgos. La advertencia se debía a que los *hedge funds*, especialistas en operaciones de gran riesgo, son opacos (no hay información pública sobre sus activos, pasivos y operaciones) y a veces están sumamente apalancados (mediante derivados o préstamos caudalosos). De modo que, por un lado, sus actividades eran poco conocidas por los demás inversionistas y los reguladores, y por el otro, tal como lo señaló FitchRatings, su apalancamiento podía producir un impacto en los mercados internacionales de crédito mucho más fuerte que sus activos gestionados.

De acuerdo con la prensa, un fondo de cobertura típico adquiriría tramos de alto riesgo con un apalancamiento del 500%. Eso significa que a los US\$100 millones de capital propio se sumaban US\$500 millones de capital ajeno para una inversión de US\$600 millones en los dos tramos más inseguros de una obligación de deuda garantizada. Si estos tramos subordinados representaran 20% de la obligación total, y el otro 80% se vendiera como deuda preferencial de grado inversor a inversionistas institucionales, los US\$100 millones en capital propio les permitían a los originadores y emisores de títulos de etiqueta privada mover US\$3.000 millones a través del mercado de hipotecas de alto riesgo, US\$2.400 millones en títulos de grado inversor y US\$600 millones en títulos de grado especulativo de gran rentabilidad.

Parálisis en los mercados

A diferencia de los títulos cotizados en el mercado y los contratos de futuros, las obligaciones de deuda garantizadas y los derivados de crédito son extrabursátiles. Mientras que las

Crecimiento acelerado

La emisión de títulos de grado especulativo respaldados por hipotecas de alto riesgo se disparó entre 2003 y 2006. (Miles de millones de dólares; porcentaje del total)

Tipo	2003	Enero-junio de 2006
Bajo riesgo	57,6 (52)	67,2 (26)
Alto riesgo	37,4 (34)	114,3 (44)
Riesgo intermedio	15,8 (14)	76,5 (30)
Total	110,8	258,0

Fuente: *Inside Mortgage Finance*.

bolsas de valores actúan como intermediarias en toda compraventa y la negociación se lleva a cabo de manera pública, en los mercados extrabursátiles la negociación se hace directamente entre operador y cliente, y los precios y volúmenes de las operaciones no son información pública. La formación de precios no es transparente y ningún ente supervisa los mercados para detectar posiciones grandes o vulnerables. Otra diferencia respecto de las bolsas organizadas oficialmente es que el ámbito extrabursátil tampoco tiene creadores de mercado institucionalizados ni operadores que garanticen la liquidez. Por lo tanto, si algún suceso grave causa un desplome de precios, los operadores dejan de crear mercado y la operación puede suspenderse.

Cuando la crisis estalló en agosto, los mercados de títulos garantizados por hipotecas de alto riesgo perdieron liquidez justo en el momento en que algunos inversionistas muy apalancados —entre ellos *hedge funds*— tenían que ajustar posiciones o deshacer posiciones largas (véase el gráfico) para atender las llamadas de reposición de margen que les presentaban sus principales operadores. (Los *hedge funds*, se

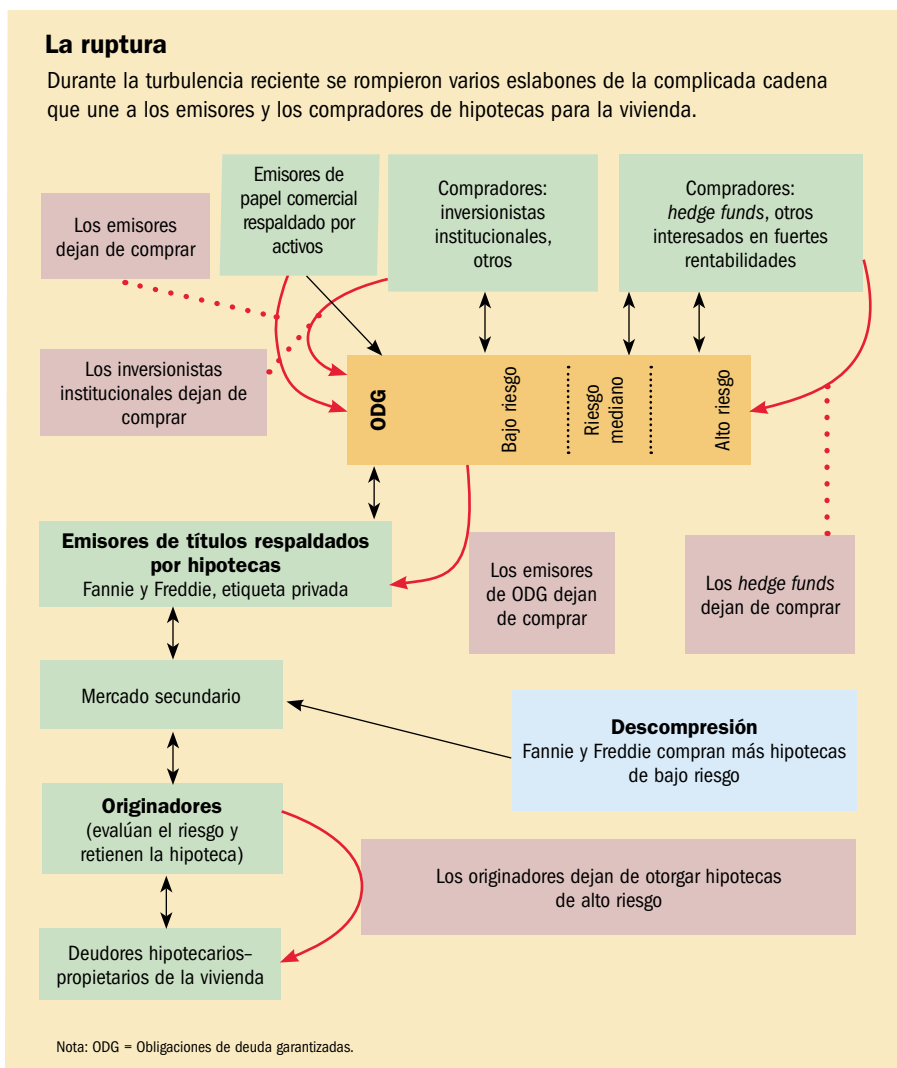
endeudan respaldándose en el valor de sus activos; cuando este cae, tienen que obtener fondos nuevos o vender activos para saldar los préstamos.) Como si eso fuera poco, los precios de mercado utilizados como niveles de referencia desaparecieron a causa de la ausencia de operaciones, y no había manera de determinar el valor de los distintos tramos de riesgo.

En consecuencia, los *hedge funds*, dejaron de negociar y el mercado de obligaciones de deuda garantizadas —y de sus derivados— básicamente dejó de existir.

La desaparición de compradores en el mercado secundario generó una presión enorme sobre los originadores de hipotecas de alto riesgo, que ya no podían vender los préstamos otorgados. Muchos eran entidades financieras no reguladas con escasa capitalización, y cuando sus propios bancos les cortaron el financiamiento inmediatamente dejaron de otorgar préstamos —al menos de alto riesgo— y algunos se declararon en quiebra. Así se evaporó el crédito para la adquisición y el refinanciamiento de hogares, y la demanda de viviendas se desmoronó.

Cuando los *hedge funds*, y otros inversionistas dejaron de comprar los tramos riesgosos de los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, el mercado cayó en la cuenta de que el tramo de grado inversor era la base de muchas emisiones de papel comercial (los pagarés que expiden las empresas de solvencia impecable). Hasta ese momento el tramo de grado inversor había inspirado confianza, pero el colapso de los otros dos tramos espantó a los compradores de papel comercial. Con la finalidad de emitir ese papel comercial, los principales bancos y sociedades de Wall Street habían creado vehículos de inversión estructurada que mantenían fuera de los libros con la finalidad de evitar encajes. Repentinamente, tuvieron que activar las líneas de crédito que les habían garantizado a esos vehículos y pasarlos al balance, lo cual exigía más fondos e incrementó la demanda de crédito de por sí escaso.

Los *hedge funds*, y los inversionistas en busca de rentabilidades elevadas también tuvieron un papel decisivo en la transmisión transfronteriza de la crisis. Cuando se



desplomaron los precios de los tramos más riesgosos y los inversionistas no pudieron deshacer las posiciones desventajosas, se pusieron en venta otros activos —sobre todo los que ofrecían grandes tomas de utilidades, como la renta variable de mercados emergentes— para reponer márgenes o cortar pérdidas. Los mercados de renta variable retrocedieron en el mundo entero y las monedas de la mayoría de los mercados emergentes también perdieron valor, aunque casi todas se recuperaron con rapidez.

La falta de transparencia del mercado extrabursátil agravó el problema porque los inversionistas, repentinamente aversos al riesgo, no sabían quién estaba expuesto y quién se encontraba a salvo. Los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo habían atraído numerosos compradores fuera de Estados Unidos. Varios bancos alemanes que habían incorporado esos títulos a sus carteras necesitaron intervención de los entes regulatorios, y en el Reino Unido se desató un pánico bancario entre los depositantes de Northern Rock. Canadá se vio golpeado por la crisis del papel comercial, ya que las líneas de crédito garantizadas que apuntalaban los vehículos emisores resultaron estar viciadas, lo cual sembró incertidumbre jurídica en un momento crítico. La situación no se resolvió hasta que el banco central insistió públicamente en que los bancos cumplieran con sus obligaciones más allá de los tecnicismos.

Localización de las fallas

Los factores que contribuyeron a que un aumento de los impagos hipotecarios sacudieran el sistema financiero estadounidense y convulsionaran los mercados internacionales son variados:

- La primera falla se produjo al entrar en contacto **los tramos más riesgosos de las hipotecas de alto riesgo y los inversionistas muy apalancados**. Los *hedge funds*, no mantienen encajes (en ese sentido, están exentos de toda regulación) y acostumbran hacer inversiones muy apalancadas que conllevan un riesgo excesivo. La toma de riesgos en proporción al capital invertido ofrece el beneficio prudencial de limitar los riesgos y establece una barrera entre las pérdidas y la quiebra. La toma de riesgos por encima de los límites prudenciales produce inestabilidad en la organización de los mercados de capital y constituye un punto débil en la estructura del mercado.

- El mercado también entró en crisis porque había **instituciones financieras no reguladas y subcapitalizadas que proporcionaban liquidez a los mercados extrabursátiles** de obligaciones de deuda garantizadas por hipotecas de alto riesgo y derivados de crédito. Cuando se vio comprometida su solvencia, perdieron liquidez y básicamente dejaron de negociar.

Los *hedge funds* dejaron de negociar y el mercado de obligaciones de deuda garantizadas —y de sus derivados— básicamente dejó de existir.

- También contribuyeron a la crisis los **originadores de hipotecas no regulados y subcapitalizados**. Al igual que los *hedge funds*, funcionaban con demasiado poco capital y captaban fondos a corto plazo para financiar hipotecas de alto riesgo que no pensaban retener por mucho tiempo. Cuando ya no pudieron vendérselas a las sociedades que las transformaban en títulos de inversión, muchos quebraron.

- **La falta de transparencia en los mercados extrabursátiles** empeoró la situación. Como los participantes en el mercado desconocían la naturaleza y la localización del riesgo hipotecario, los inversionistas que habían descartado los riesgos con excesivo optimismo repentinamente tuvieron pánico y los exageraron, rechazando incluso los tramos preferenciales de grado inversor.

- **La falta de liquidez golpeó también a los mercados extrabursátiles**. En lugar de amoldarse a la mayor volatilidad de los precios, se suspendió la operación de los mercados extrabursátiles cuando se plantearon dudas sobre la solidez de las contrapartes y se esfumaron los compradores.

Por dónde comenzar a reparar los mercados

Aunque se necesitan medidas concretas para devolver estabilidad al financiamiento de la vivienda, la crisis puso en evidencia debilidades más generales. Para abordarlas, se deben considerar varias cuestiones.

Primero, se debe evaluar la eficacia de aplicar las normas de la industria y las reglas actuales con respecto al uso de garantías (márgenes) a los *hedge funds*, y los mercados extrabursátiles de derivados.

Segundo, las autoridades deben evaluar el impacto sobre la eficiencia y la estabilidad que causa el hecho de establecer normas de declaración de información para los *hedge funds*, y los mercados extrabursátiles de derivados y títulos, como los de obligaciones de deuda garantizadas y derivados.

Tercero, ampliar medidas, como las vigentes en los mercados cotizados y extrabursátiles para los del Tesoro estadounidense, que obliguen a los operadores a actuar como creadores de mercado. De lo contrario, ¿qué se puede hacer para evitar la iliquidez en mercados extrabursátiles clave?

Cuarto, deben evaluarse las ventajas de colocar a los originadores de hipotecas bajo la autoridad de una entidad regulatoria prudencial y federal que los trate como las instituciones financieras que en realidad son. ■

Randall Dodd es Experto Financiero Principal en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.