

# Asia: Reflexiones sobre la crisis hipotecaria

**Las expresiones de moda han cambiado, pero abundan las semejanzas entre la crisis financiera asiática de 1997 y la actual**

*Khor Hoe Ee y Kee Rui Xiong*

**E**L AÑO pasado se cumplieron 10 años de la crisis financiera de Asia. Los aniversarios suelen ser un buen momento para repasar las lecciones aprendidas, y este no fue la excepción. Se celebraron muchas conferencias para analizar lo ocurrido y estudiar mecanismos que permitan evitar otras crisis.

Casi no habían terminado estas conferencias cuando ya había surgido una nueva crisis, esta vez con otro epicentro: Estados Unidos y Europa, y con otras expresiones de moda. La titulación, las hipotecas de alto riesgo y las obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés) no tienen nada que ver con las paridades fijas, la excesiva deuda empresarial y la deuda externa que estuvieron en boga durante la crisis de Asia, pero en el fondo las causas de los dos episodios son semejantes: en ambos, cundió el pánico entre los inversionistas ante la incertidumbre en torno a la seguridad y valuación de los activos, y en ambos se originó una fuga hacia la liquidez y un aumento de la insolvencia del sistema bancario.

¿Cuáles son las señales que deberían alertar a las autoridades de la posibilidad de una crisis? Y ¿cómo se pueden detectar problemas recurrentes, solucionables en períodos tranquilos, a fin de mitigar los riesgos y amortiguar el impacto de las crisis? En este artículo se examinan la crisis de las hipotecas de alto riesgo y la crisis de Asia, las lecciones aprendidas y las razones por las que Asia ha resistido, hasta el momento, la crisis actual.

## Señales tempranas de alerta

Un elemento común en ambas crisis fue la **liquidez abundante y la expansión excesiva e imprudente del crédito**. Antes de la crisis de Asia se produjo una gran afluencia de capital hacia la región (gráfico 1), que originó un fuerte

aumento del crédito bancario y el endeudamiento empresarial. Los inversionistas extranjeros adquirieron valores asiáticos de alto rendimiento o instrumentos de deuda denominados en dólares de EE.UU. suponiendo que las economías asiáticas seguirían creciendo rápidamente y las paridades cambiarias se mantendrían fijas indefinidamente. Del mismo modo, la crisis actual estuvo precedida de flujos masivos de capital hacia Estados Unidos para financiar sus déficits en cuenta corriente. Esa abundante liquidez

Un billete de US\$2 pegado a la puerta del edificio de Bear Stearns en Nueva York luego de que JPMorgan Chase ofreciera la compra de esta empresa a US\$2 por acción.

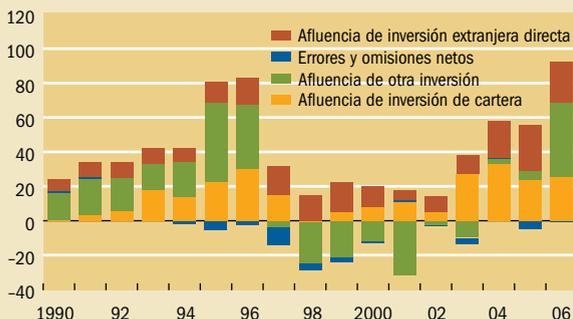


Gráfico 1

## Afluencia masiva de capital

En los dos años previos a la crisis financiera de Asia de 1997 la afluencia de capital a la región creció espectacularmente.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC y FMI, *International Financial Statistics*.

se transformó en crédito de consumo e hipotecas, que luego se convirtieron en valores respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) y CDO. La búsqueda de rendimientos estimuló la demanda de esos productos estructurados y muchos inversionistas se guiaron únicamente por el grado AAA que recibieron de las agencias de calificación de riesgo.

Los prestamistas también buscaban rendimientos, y la abundancia de liquidez llevó a la **relajación de las normas de crédito**. En la crisis financiera de Asia, la imprudencia llevó a otorgar créditos a grandes sociedades vinculadas con los bancos, o a megaproyectos y urbanizaciones de dudosa viabilidad comercial. En el caso de la crisis hipotecaria, esa búsqueda generó una proliferación de préstamos hipotecarios de alto riesgo a los denominados deudores “ninja” (sin ingresos, sin empleo y sin activos).

Otra señal de alerta anterior a las crisis fue el **acelerado ascenso de los precios de los activos inmobiliarios**. Los precios de Estados Unidos, por ejemplo, subieron un 50% entre 2001 y 2006. De hecho, en crisis anteriores, estas burbujas de los activos se han atribuido al crédito barato. Según la conocida hipótesis de Minsky acerca de la inestabilidad financiera (1992), un ciclo de pujante crecimiento incita al aumento del apalancamiento. Minsky clasifica a los prestatarios en tres categorías, con una capacidad descendente para efectuar los pagos de intereses y principal: los prestatarios cubiertos, que pueden atender los pagos con su flujo de caja; los especuladores, que solo pueden pagar los intereses pero tienen que renovar el principal; y los prestatarios de Ponzi, que no pueden pagar ni los intereses ni el principal e incluso para poder pagar los intereses tienen que obtener préstamos o vender activos. La proliferación de prestatarios de Ponzi y especuladores crea inicialmente una burbuja de los activos y posteriormente, cuando se llega a la conclusión de que el aumento del crédito es insostenible, una reducción repentina del financiamiento y un desplome.

En ambas crisis se observa esa inestabilidad financiera. El aumento de las hipotecas de alto riesgo, basado en un endeudamiento especulativo y de Ponzi, podría haber atrapado a Estados Unidos en un ciclo de precios de la vivienda aparentemente virtuoso pero intrínsecamente vicioso. Mientras los precios de las viviendas aumentaran, los acreedores se sentían seguros porque

las garantías se apreciaban, lo que a su vez alimentaba la demanda de viviendas y los precios. También en Asia, el auge de la economía y el crédito barato estimularon el crédito a las empresas, muchas veces para proyectos poco rentables que se sostenían únicamente con nuevas inyecciones de deuda. Ambos ciclos eran insostenibles e inevitablemente iban a corregirse (gráfico 2).

Las burbujas del mercado de activos son difíciles de detectar en su momento. También es difícil juzgar en qué momento el crecimiento del crédito resulta excesivo. En todo caso, las dos crisis parecen indicar que las prolongadas fases ascendentes de los precios de los activos (sobre todo inmobiliarios) y el rápido crecimiento del crédito deben dar lugar a un aumento de la supervisión y a la búsqueda de posibles distorsiones del mercado.

## Los problemas se repiten

Además de los mismos síntomas, las dos crisis tuvieron los mismos problemas, que podrían ser el mal subyacente.

En ambos casos la imprudencia de los prestamistas en la concesión de crédito obedecía al clásico **problema principal-agente**. En la crisis de Asia, los bancos se apartaron de los intereses de los accionistas y concedieron crédito indiscriminadamente a empresas y proyectos, por recomendación del gobierno o por su relación con accionistas influyentes. En la crisis hipotecaria, los inversionistas en CDO y MBS suponían que los prestamistas mantenían la calidad del crédito; pero con el modelo de “originación y distribución”, estos tenían pocos incentivos para vigilar la calidad de un crédito que no se quedaría en sus manos: los prestamistas concedían hipotecas que inmediatamente vendían a los bancos, que a su vez las empacaban en forma de valores negociables, ya que su intención era maximizar los ingresos por la titulización y no por intereses del préstamo. Dada la escasa o nula participación en los préstamos subyacentes, se relajaron considerablemente las normas para la concesión de crédito, lo cual provocó altas tasas de incumplimiento cuando sobrevino la fase recesiva del mercado inmobiliario.

También hubo ejemplos clásicos de **riesgo moral**, ya que el riesgo para los prestamistas y prestatarios era mínimo. Algunos sistemas bancarios y megaproyectos previos a la crisis de Asia parecían tener una garantía de rescate de facto de sus gobiernos (Krugman, 1998), lo cual animaba a los bancos a conceder crédito sin preocuparse por la viabilidad comercial del proyecto. Asimismo, muchos bancos y sociedades tomaron créditos en moneda extranjera a menores tasas de interés, suponiendo que las paridades fijas se mantendrían indefinidamente. En la crisis actual, inversionistas y bancos invirtieron fondos de corto plazo en productos financieros estructurados complejos y a largo plazo, como los MBS y CDO, suponiendo que siempre podrían renovar esos fondos en el (sumamente líquido) mercado interbancario y monetario, ya que los bancos centrales pueden inyectar liquidez en caso necesario.

La periódica aparición del riesgo moral y de agente en todas las crisis podría ser indicio de su carácter sistémico. No obstante, las autoridades tienen la obligación de diseñar sistemas y políticas que reduzcan esos riesgos al mínimo y mitiguen sus efectos.

## Diferentes respuestas de política económica

Si bien la crisis hipotecaria continúa, ha pasado a la fase de gestión y resolución. Las diferencias entre las medidas de política de hace 10 años y las adoptadas ahora resultan interesantes.

En la crisis hipotecaria, los principales bancos centrales han intervenido resueltamente para suministrar liquidez a fin de contener las perturbaciones y el contagio en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Estados Unidos ha rebajado considerablemente las tasas de interés para ampliar la oferta monetaria y el Congreso ha aprobado una ley de estímulo fiscal. En la crisis de Asia, inicialmente se aplicaron medidas monetarias y fiscales contractivas para apoyar los tipos de cambio a fin de evitar salidas masivas de capital y retiros de las reservas internacionales, lo cual contribuyó a la caída en espiral de la economía real. Solo después de que se estabilizaron los tipos de cambio a un nivel inferior, los gobiernos adoptaron políticas fiscales más expansivas para apoyar la economía real.

También hay grandes diferencias entre la recapitalización de los bancos públicos y privados, al menos en la fase inicial de la resolución de la crisis. En la crisis de Asia, muchos gobiernos asumieron los préstamos en mora e inyectaron capital fresco a los bancos, mientras que el FMI complementó las reservas internacionales de los bancos centrales deficitarios. Solo después vinieron las sustanciales inyecciones de capital privado, en forma de compras de la mayoría de las acciones de un banco por parte de inversionistas extranjeros. En la crisis actual, los bancos se han recapitalizado principalmente mediante colocaciones directas o a través de inyecciones de capital de fondos soberanos de inversión; con dos notables excepciones: Northern Rock, nacionalizado por el gobierno británico, y Bear Stearns, cuyo rescate expuso a la Reserva Federal a posibles pérdidas provenientes de los activos deteriorados del banco

rescatado. No obstante, si la crisis hipotecaria empeora, los gobiernos seguramente tendrán que asumir una función mayor y más directa en la estabilización de la economía y el sistema bancario.

### Enseñanzas de Asia

Las economías industriales deberían imitar a Asia en dos aspectos para recuperarse de su crisis financiera. El primero es la **reducción del apalancamiento de los prestatarios que quedaron en una situación difícil al estallar la crisis**. En la crisis de Asia, los prestatarios eran sociedades y bancos excesivamente apalancados y dependientes de deuda externa. Los equivalentes hipotecarios son:

- El sector de la vivienda de Estados Unidos, cuya deuda en función del ingreso disponible ha pasado de cerca del 80% en 1990 a casi 140%, y en el que muchos deudores tomaron préstamos a bajas tasas de interés iniciales y altas tasas de renovación.
- Los bancos que participaron en inversiones no incluidas en el balance, que ahora se ven obligados a incluirlas.
- Los bancos de inversión, que participaron en transacciones fuertemente apalancadas como agente-operador con una base de capital insuficiente.
- Los fondos de cobertura y otras entidades de inversión que aprovecharon el dinero barato para incrementar su deuda.

Esta vez la reducción del apalancamiento podría ser más peligrosa porque los fondos de cobertura y los bancos tienen una relación más estrecha. Por ejemplo, la intermediación principal (*prime brokerage*) representa una proporción cada vez mayor del ingreso de la banca de inversión, y muchos fondos de cobertura pertenecen a los bancos mismos. Es obvio que los supervisores y reguladores deben estar más atentos en la detección y limitación de riesgos excesivos, especialmente con la acumulación acelerada y sostenida de apalancamiento por parte de entidades no reguladas. Se deben mejorar el registro, la concesión de licencias y la información sobre esas entidades.

La segunda medida a imitar es la **corrección de los desequilibrios macroeconómicos**. La desaceleración económica actual y la depreciación del dólar de EE.UU. probablemente llevarán a una desaceleración o reducción del consumo y la inversión en vivienda, el aumento de la tasa de ahorro de los hogares y la reducción del déficit en cuenta corriente, como ocurrió en muchos países de Asia, con la diferencia de que en ese caso hubo que reducir drásticamente el gasto inmobiliario y otras inversiones.

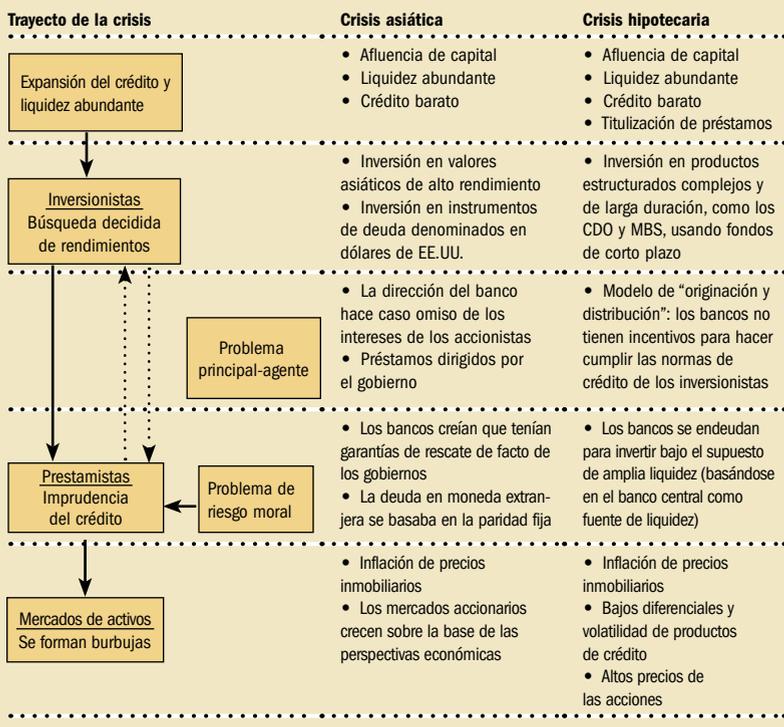
### Por ahora, todo va bien en Asia . . .

Sin duda, Asia no es inmune a la crisis actual. Se han producido ventas masivas en sus mercados accionarios y ha aumentado fuertemente la volatilidad mientras se ampliaban los diferenciales del crédito. Además, es probable que el ritmo de crecimiento en esas economías baje un poco ante la desaceleración estadounidense.

Gráfico 2

### Paralelismos

La crisis financiera de Asia de 1997 y la actual crisis de las hipotecas de alto riesgo siguieron caminos semejantes.



No obstante, el crecimiento económico ha resistido mucho, pese a la turbulencia del mercado financiero y a la atonía de la exportación. Una razón es que **los fundamentos macroeconómicos son mucho más sólidos** que hace 10 años, a juzgar por la mejora de las calificaciones del riesgo de crédito soberano. Los países de Asia han recortado el gasto interno, han reducido los déficits fiscales y han reformado sus economías. El gasto en megaproyectos y urbanizaciones ya no es excesivo, de modo que las economías son ahora más eficientes y equilibradas. La creación de instrumentos financieros en moneda nacional ha ayudado a reducir los descalces de moneda que contribuyeron a la crisis financiera. Los bancos centrales también están administrando mejor los flujos de capital, mitigando el riesgo de sobrevaluación del tipo de cambio, los auges de crédito y las burbujas de los activos.

Además, **los balances de las empresas de Asia han mejorado**, en vista de la enorme reducción de las razones deuda/capital y de que el endeudamiento en moneda extranjera ya no constituye una fuente tan importante de financiamiento para las empresas en la mayoría de los países (gráfico 3).

Gráfico 3

### Mejora de los balances

Las razones deuda/capital han mejorado considerablemente en muchos países de Asia desde la crisis de 1997.

(Deuda/capital, porcentaje)

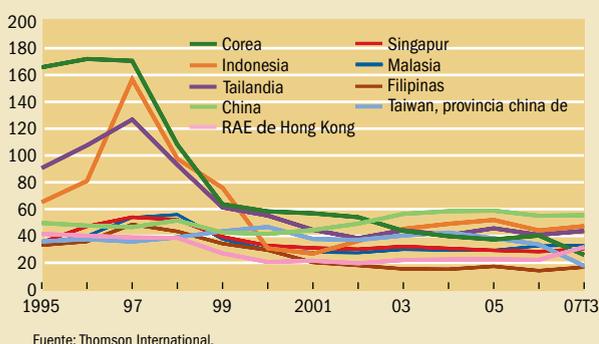
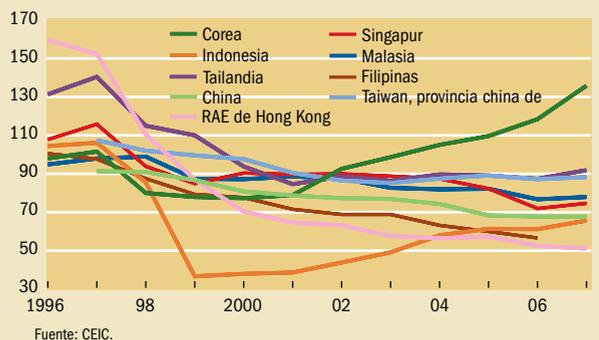


Gráfico 4

### Bancos más sólidos

En general, las bajas razones préstamos/depósitos han ayudado a los bancos de Asia a evitar tensiones de liquidez y financiamiento en la turbulencia actual.

(Préstamos/depósitos, porcentaje)



La relativa resistencia de Asia ante la crisis hipotecaria también resalta sus avances en la reforma del sistema bancario. La limitada exposición de los bancos asiáticos a los activos de alto riesgo y CDO, junto con los balances bien capitalizados, ha mantenido la calma en los mercados interbancarios de la región mientras el caos reinaba en los de Estados Unidos y Europa. Las razones de préstamos/depósitos generalmente bajas (gráfico 4), junto con un escaso financiamiento fuera del balance, han ayudado a evitar tensiones de liquidez y financiamiento en los bancos ante la turbulencia crediticia actual.

Además, la mayoría de los países de Asia ha fortalecido su posición externa: se registran superávits en cuenta corriente, con un alto nivel de reservas internacionales y diversificación de las exportaciones. Por su sólida posición externa, Asia no sufrió presiones para la venta de sus monedas pese a las considerables salidas de inversión de cartera de los mercados de la región y la corrección de operaciones de arbitraje de tasas de interés ante la crisis hipotecaria. La mayoría de las monedas de Asia se han fortalecido en 2007 y 2008, lo cual ha contribuido a frenar las presiones inflacionarias, sobre todo las provenientes del alto precio de las materias primas.

Una última ventaja de la mayoría de las economías de Asia ha sido su apreciación inmobiliaria relativamente moderada frente a Estados Unidos y ciertos países europeos, como el Reino Unido, Irlanda y España (gráfico 5). Los países de Asia, incluido Singapur, han tomado medidas para enfriar los mercados inmobiliarios en los últimos años cada vez que los precios amenazaban con crear una burbuja. Como resultado, ha sido menor el riesgo de desplome de los precios inmobiliarios tras la desaceleración del crecimiento económico y la turbulencia del mercado financiero.

### ... pero subsisten los riesgos

Aun así, las autoridades de Asia deben vigilar los demás riesgos de la crisis hipotecaria que puedan afectar a la región. Estos incluyen lo que el informe de Standard & Poor's denomina un posible "golpe triple" para los bancos: más pérdidas relacionadas con los préstamos de alto riesgo, un impacto desfavorable sobre los mercados financieros y un impacto desfavorable sobre las economías de Asia que afecte a los bancos.

Hasta el momento, no se observan esos efectos. Los bancos de Asia conceden créditos bancarios tradicionales y no están excesivamente expuestos a la clase de productos financieros más sofisticados que han golpeado a los sectores financieros de muchos países industriales. No obstante, un descenso en la economía real como resultado de los declives económicos de Estados Unidos y Europa podría provocar un gran deterioro en la calidad de los préstamos bancarios.

Hasta la fecha, las economías de Asia se han adaptado bien a la desaceleración económica y la turbulencia financiera de Estados Unidos. La mayoría de los analistas solo proyecta una desaceleración leve del crecimiento del PIB en la región; pero las economías de Asia seguramente sufrirían peores efectos en caso de una severa desaceleración de la economía estadounidense, que podría traducirse en morosidad en los préstamos y un ciclo de crédito negativo.

A largo plazo, una vez que retorne la confianza a los mercados de capital, los flujos de capital hacia las economías emergentes de Asia podrían generar vulnerabilidad. La afluencia de capital

podría tener un volumen incluso mayor que antes, sobre todo si se ve a Asia como un “refugio seguro”. Pueden favorecer a la economía y los mercados financieros, pero también resultar volátiles y deben administrarse con cuidado para mitigar sus efectos adversos sobre la economía real.

### Enseñanzas de la crisis hipotecaria para Asia

Las economías de Asia pueden aprender varias lecciones de la crisis hipotecaria. Primero, **si bien la forma de las crisis puede cambiar, su esencia es la misma**. Asia debe vigilar las señales tempranas de alerta: liquidez abundante, rápido crecimiento del crédito e inflación sostenida de los precios de los activos. Esto es de gran importancia para los países emergentes de Asia, donde los flujos de capital han redoblado los problemas de gestión de liquidez y crecimiento del crédito así como la volatilidad de los mercados de activos. Las autoridades también deben tener presentes los clásicos problemas de comportamiento que dan origen al riesgo moral y de principal-agente y al problema que se deriva de políticas y medidas bien intencionadas. Los bancos centrales y las entidades regulatorias también deben mejorar sus herramientas macroprudenciales para comprender y abordar los problemas de liquidez, apalancamiento y contagio que constantemente crea el actual sistema financiero globalizado. Si bien podría ser imposible predecir cuándo y dónde ocurrirá la siguiente crisis, corresponde a las autoridades mitigar el riesgo.

Segundo, **Asia debe encontrar el equilibrio justo entre los avances y la prudencia, y la innovación y la cautela**. Demasiados avances y poca prudencia podrían haber contribuido a la crisis hipotecaria. El año pasado, en un artículo del *Korean Herald* sobre la necesidad de cooperación financiera en Asia, el economista Barry Eichengreen planteaba que las autoridades estadounidenses redujeron la carga regulatoria ante la competencia de Londres como centro financiero. Las repetidas olas de desregulación crean una trampa que los países emergentes de Asia deben evitar.

Un ejemplo fue el rápido desplome de Bear Stearns y Northern Rock. El primero estaba a la vanguardia de la innovación financiera en los mercados de valores, y el segundo fue reconocido por su innovadora estrategia de financiamiento. Asia debe velar por que toda innovación de sus prácticas bancarias venga acompañada de un refuerzo de la gestión del riesgo de liquidez.

Sin duda, Asia debe seguir desarrollando sus mercados de capitales y estimulando el crecimiento de sus instituciones financieras como parte de su desarrollo económico y financiero en general; pero la crisis hipotecaria ha demostrado que las innovaciones financieras —ya sean nuevos productos, estructuras o participantes en el mercado— no están libres de riesgos. A medida que los mercados financieros se expanden hacia otros terrenos harán falta medidas frente a los riesgos de la innovación financiera.

Unos cuantos principios esenciales ayudarían a equilibrar la innovación y la cautela:

- **Siempre deben observarse las normas de crédito**, sobre todo en tiempos de abundante liquidez y pujante crecimiento económico. El crédito barato suele reflejar problemas subyacentes de riesgo moral y de principal-agente y, en última instancia, inestabilidad financiera.

- **La transparencia es crucial para la supervisión financiera y una eficaz disciplina del mercado**. La crisis hipotecaria ha demostrado que los préstamos ordinarios pueden ser una fuente importante de riesgo e incertidumbre cuando se titulizan y se transforman en productos financieros estructurados complejos y poco transparentes, y cuando cualquier número de inversionistas potenciales, incluidos los vehículos de inversión no incluidos en el balance de los bancos, los poseen en diversas concentraciones. Las entidades regulatorias deben velar por que se disponga de información inmediata y completa sobre los nuevos productos y entidades para que los supervisores y analistas del mercado puedan entender y vigilar los riesgos crecientes para el sistema financiero.

- **Los vínculos financieros deben esclarecerse**. La crisis hipotecaria y la turbulencia del crédito ilustran la creciente complejidad y las conexiones de los mercados y productos financieros. Las autoridades deben velar por que se dediquen los recursos suficientes a la supervisión y vigilancia financiera, y a mitigar los riesgos que entrañan las innovaciones y avances de los mercados financieros.

Una tercera lección es que **los fundamentos económicos son esenciales**. La debilidad de los fundamentos económicos, como los balances de las empresas fuertemente apalancadas y los enormes déficits en cuenta corriente, llevaron a la pérdida de confianza en 1997. Los sólidos fundamentos de Asia en 2007–08 han mantenido a la región relativamente inmune a la turbulencia actual. Esto debe alentar a las economías de mercados emergentes a mantener balances sólidos, saldos sostenibles en la cuenta corriente y suficientes reservas internacionales para amortiguar los shocks.

Las buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo de Asia significan que la región se beneficiará, o incluso liderará, el próximo auge económico. El desafío consiste en no pisar las minas financieras enterradas en el camino. La región debe aprovechar sus fundamentos más sólidos y las lecciones aprendidas de la crisis de 1997 y de la actual crisis hipotecaria. ■

*Khor Hoe Ee es Subdirector Gerente (Economía), y Kee Rui Xiong es economista, de la Autoridad Monetaria de Singapur.*

#### Referencias:

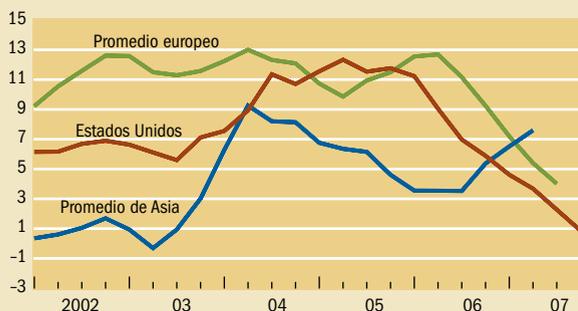
- Krugman, Paul, 1998, “What Happened to Asia?” (inédito; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).
- Minsky, Hyman, 1992, “The Financial Instability Hypothesis”, *Levy Economics Institute Working Paper 74* (Nueva York).

Gráfico 5

### No hay burbuja inmobiliaria en Asia

Al contrario de Estados Unidos y muchos países europeos, la apreciación de los activos inmobiliarios en Asia ha sido moderada.

(Índices de precios inmobiliarios, crecimiento interanual, porcentaje)



Fuente: CEIC.