



La tormenta perfecta

Opinión de Olivier Blanchard sobre las causas de la crisis

En noviembre de 2008, el Economista Jefe del FMI explicó en una charla cómo una crisis generada por los valores con garantía hipotecaria se convirtió en la peor recesión desde la década de 1930.

AL PRINCIPIO de la crisis financiera parecía que la actividad real no se vería afectada, pero esa situación duró poco. En la segunda mitad de 2007, la caída del precio de las viviendas y las acciones, provocada por la baja del valor bursátil de las entidades financieras, el alza de las primas de riesgo y el racionamiento del crédito empezó a hacerse sentir. Pero, repentinamente, en el tercer trimestre de 2008, el efecto se hizo mucho más marcado. El temor a que el agravamiento de la crisis culminara en otra Gran Depresión originó una caída drástica en el precio de las acciones y afectó la confianza de las empresas y los consumidores de todo el mundo.

Esto se dio por una acumulación de factores subyacentes durante el período de bonanza anterior que contribuyeron a gestar la crisis, sumada a la activación de mecanismos de amplificación que potenciaron notablemente su efecto.

Blanchard identificó dos mecanismos vinculados pero distintos: ventas de activos para soportar una gran demanda de liquidez de los inversionistas y ventas de activos para recomponer el coeficiente de capital. Unidos a las condiciones iniciales, estos mecanismos provocaron la peor recesión mundial desde la década de 1930.

Cuatro condiciones iniciales

La crisis surgió a raíz de la caída del precio de las viviendas en Estados Unidos. Pero las pérdidas iniciales generadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo no fueron tan gran-

des en comparación con indicadores como la capitalización bursátil estadounidense, y quedaron eclipsadas por la posterior caída mundial del mercado de valores (véase el gráfico). Sin embargo, con los años se fueron creando las condiciones para una crisis mucho mayor. Blanchard citó cuatro condiciones: la subestimación del riesgo de los nuevos activos; la falta de transparencia de los productos financieros derivados incluidos en los balances de las entidades financieras; la interrelación entre estas, en el plano nacional e internacional, y el alto apalancamiento de todo el sistema financiero.

Los activos creados, comprados y vendidos parecían mucho menos riesgosos de lo que eran. Con una perspectiva de precios de las viviendas estables o en alza, las hipotecas de alto riesgo parecían relativamente seguras: el valor de una hipoteca puede ser mayor al de una casa, pero el desequilibrio iría desapareciendo al subir los precios. Ahora sabemos que esto se basaba en una premisa falsa: si el precio de las viviendas bajaba, muchas hipotecas superarían el valor de la casa, lo que originaría incumplimientos y ejecuciones. ¿Por qué las personas que contraían estas hipotecas y las entidades que las otorgaron subestimaron tanto su verdadero riesgo? Se han barajado muchas explicaciones y culpables; todos tienen una parte de verdad, pero solo una parte.

Según Blanchard, hay una explicación más general. La historia enseña que las épocas de bonanza suelen dar lugar a auges crediticios, la creación de activos marginales y la emisión de créditos marginales. Deudores y acreedores observan la distribución histórica reciente de los retornos y se llenan de excesivo optimismo sobre los retornos futuros. En la década de 2000 la coyuntura mundial era favorable, con un crecimiento sostenido y bajas tasas de interés. Además, acreedores y deudores habían constatado que el precio de las viviendas en Estados Unidos había subido año a año desde 1991, aun durante la recesión de 2001.

Con la titulización, surgieron activos complejos y difíciles de valorar en los balances de las entidades financieras. Este

fenómeno había empezado mucho antes, pero se intensificó en la última década. A mediados de 2008, más del 60% de todas las hipotecas de Estados Unidos estaban titulizadas —agrupadas en títulos respaldados por hipotecas— y la renta de estos valores se separaba en tramos según el riesgo ofrecido a los inversionistas.

¿Por qué floreció la titulización? Porque era y es una gran mejora en la asignación del riesgo y un avance esencialmente beneficioso. En efecto, observando los diversos países antes de la crisis, muchos (inclusive Blanchard) creían que la economía estadounidense resistiría la caída del precio de las viviendas mejor que la mayoría: el shock sería amortiguado más fácilmente, ya que lo absorberían una gran cantidad de inversionistas (y no unas pocas entidades financieras). Este argumento no contemplaba dos aspectos importantes: primero, que la complejidad dificultaba la transparencia. Si bien era posible valorar carteras hipotecarias simples, era difícil hacerlo con derivados estructurados en tramos y más aún con títulos derivados de los tramos de los derivados. De ahí que la inquietud sobre las hipotecas originales se tradujera en una gran incertidumbre sobre el valor de los derivados. En ese marco, al estar los títulos en poder de un gran número de entidades, la incertidumbre afectó a una gran cantidad de balances de todos los sectores.

La titulización y la globalización intensificaron la interrelación entre las entidades financieras a nivel nacional e internacional. Una de las primeras noticias de la crisis fue la exposición sorpresivamente alta de bancos regionales alemanes al crédito hipotecario de alto riesgo de Estados Unidos. Pero la realidad va mucho más allá de este ejemplo. Los activos externos de los bancos de cinco de las mayores economías avanzadas aumentaron de US\$6,3 billones en 2000 a US\$22 billones en junio de 2008. A mediados de 2008, solo los activos de estos bancos sobre mercados emergentes superaban los US\$4 billones. Es de imaginar lo que esto supondría si, por algún motivo, esos bancos decidieran reducir su exposición externa, como está sucediendo ahora.

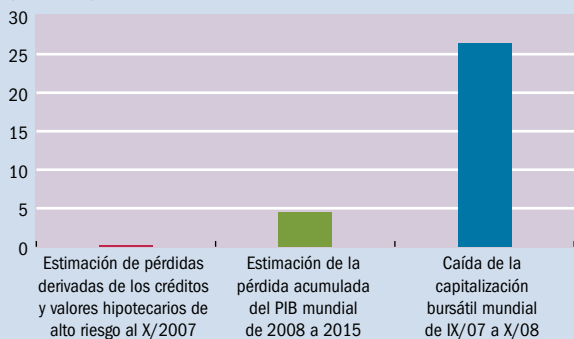
Aumento del apalancamiento dentro del sistema financiero. Esta fue la última condición inicial clave. Las entidades financieras financiaron sus carteras con cada vez menos capital, elevando así la tasa de retorno sobre el mismo. ¿Por qué? Sin duda el optimismo y la subestimación del riesgo tuvieron que ver. Otro factor importante fueron las lagunas jurídicas. Se dejó que los bancos redujeran sus requerimientos de capital, transfiriendo activos de sus balances a vehículos de inversión estructurada. En 2006, el valor de los activos no incluidos en los balances de Citigroup (US\$2,1 billones) superó el valor de los activos incluidos en los mismos (US\$1,8 billones). El problema fue mucho más allá de los bancos. Por ejemplo, a fin de 2006 las aseguradoras de riesgos específicos, como el incumplimiento de los bonos municipales, que actuaban fuera del perímetro regulatorio (“las aseguradoras monolínea”), tenían un capital de US\$34.000 millones para respaldar indemnizaciones por activos valorados en más de US\$3 billones.

Las consecuencias de un fuerte apalancamiento si estallaba una crisis eran claras. En caso de reducirse el valor de los acti-

Amplificación de la crisis

Las pérdidas derivadas de los créditos de alto riesgo fueron limitadas comparadas con las posteriores pérdidas bursátiles.

(1960=100)



Fuentes: FMI, *Global Financial Stability Report y Perspectivas de la economía mundial* (actualización y estimaciones de noviembre), y World Federation of Exchanges. Estimaciones de noviembre de 2008.

vos y aumentar la incertidumbre con respecto a su valor, a mayor apalancamiento, más posibilidad de descapitalización e insolvencia de la entidad. Eso fue precisamente lo que pasó.

Cómo se extendió la crisis

La extensión de la crisis inicial es fruto de dos mecanismos: la incapacidad de algunos bancos de autofinanciarse y el efecto de los requerimientos mínimos de capital bancario.

El primer mecanismo de amplificación es la versión actual de los episodios de pánico bancario. En los episodios de pánico bancario de la Gran Depresión, eran los depositantes quienes sacaban su dinero de los bancos. Desde entonces ocurrieron dos cambios. Primero, actualmente, en la mayoría de los países los depositantes están asegurados, por lo que tienen poco incentivo para retirar sus fondos del banco. Además, los bancos y otras entidades financieras se financian mayormente en los mercados monetarios a través del financiamiento mayorista de corto plazo.

Los episodios actuales ya no son de pánico bancario: lo que sucede es que las entidades consideradas en riesgo ya no pueden financiarse en los mercados monetarios. El resultado es el mismo de los viejos episodios: ante su menor capacidad de obtener crédito, las entidades deben vender activos. En la medida en que se trata de un fenómeno macroeconómico, pueden existir inversionistas acaudalados dispuestos a comprar activos. Si además la valoración de los activos es especialmente difícil para los inversionistas externos, es probable que se vendan a precios de remate, inferiores al valor presente esperado de los pagos generados por el activo en cuestión. Esto a su vez supone que la venta de activos por parte de una entidad hace caer aún más el valor de todos los activos similares, no solo en el balance del vendedor, sino en el de todas las entidades que los poseen. Esto reduce el capital de las entidades, obligándolas a vender activos, y así sucesivamente.

El mecanismo de amplificación está en marcha y es fácil ver cómo las condiciones iniciales determinan el alcance de la amplificación: cuanto menos transparentes y, por lo tanto, más difíciles de valorar sean los activos, más crece la incertidumbre, aumentando el riesgo percibido de insolvencia y la probabilidad de que ocurran episodios de pánico bancario. Por la misma razón, será más difícil encontrar inversionistas externos que compren estos activos y su precio sufrirá mayores descuentos. En la medida en que la titulización pone en riesgo a una mayor cantidad de entidades, un mayor número de ellas estarán expuestas a estos episodios. Finalmente, en la medida en que las entidades estén más endeudadas, es decir, tengan un menor coeficiente de capital/activos, crece la probabilidad de insolvencia, aumentando nuevamente la posibilidad de que se registre pánico bancario. Como vimos, todos estos factores eran muy evidentes al inicio de la crisis,

por lo que el mecanismo de amplificación ha actuado con particular fuerza.

El segundo mecanismo de amplificación proviene de la necesidad de las entidades financieras de mantener un coeficiente de capital adecuado. Frente a la reducción del valor de sus activos y por ende de su capital, las entidades financieras deben mejorar su coeficiente de capital, ya sea para cumplir con las normas o para convencer a los inversionistas de que están adoptando medidas

para reducir el riesgo de insolvencia. Entonces tienen la opción de captar más fondos de inversionistas externos o disminuir su apalancamiento, vendiendo activos o reduciendo los créditos otorgados. En una crisis macroeconómica, puede ser difícil encontrar capital privado adicional, por las mismas causas ya citadas: quizás existan pocos inversionistas acaudalados dispuestos a aportar fondos. Además, dado que los activos en manos de las entidades financieras son difíciles de valorar, los inversionistas se mostrarán reacios a invertir en las entidades que los poseen. En esta situación, la única

opción es vender parte de sus activos. Entonces se pone en marcha el mismo mecanismo: la venta de activos da lugar a precios de remate, lo que afecta los balances de todas las entidades que los poseen, lo que da lugar a más ventas, y así sucesivamente. Nuevamente, la falta de transparencia, la interrelación y el apalancamiento implican una mayor amplificación.

Los dos mecanismos son distintos. En teoría, pueden producirse episodios de pánico bancario aun sin una caída inicial del valor de los activos. Se trata de la denominada multiplicidad de los equilibrios: si el financiamiento se interrumpe, los activos deben liquidarse a precios muy bajos, lo que justifica la interrupción en el financiamiento en primer término. Pero es más probable que ocurran episodios de pánico bancario cuanto más dudoso sea el valor de los activos. En teoría, es posible que las empresas quieran recomponer su coeficiente de capital, aun cuando no tengan problemas de financiamiento a corto plazo y no se expongan a estos episodios.

Ambos mecanismos interactúan, sin embargo, de muchas formas. Una entidad expuesta a un episodio de pánico bancario puede, en vez de vender activos, suspender el crédito a otra entidad, que a su vez puede verse obligada a vender activos. Una de las vías a través de las cuales la crisis pasó de las economías avanzadas a las emergentes fue la interrupción del crédito de las entidades financieras de los países avanzados a sus filiales extranjeras, obligándolas a su vez a vender activos o suspender el crédito a prestatarios internos. La conjunción de estos factores contribuyó a desatar una tormenta perfecta, de consecuencias devastadoras para la economía mundial. ■

Referencia:

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).

Los episodios actuales ya no son de pánico bancario: lo que sucede es que las entidades consideradas en riesgo ya no pueden financiarse en los mercados monetarios.