

La Crisis Financiera en Estados Unidos: Diagnóstico e Impacto

*Síntesis de la exposición del Dr. Ernesto Talvi, Director Ejecutivo de CERES
Martes 29 de julio de 2008*

I. PREÁMBULO DE LA CRISIS FINANCIERA

En los últimos 10 años, la economía de Estados Unidos ha experimentado tres procesos que pueden ser considerados el preámbulo de la crisis financiera actual: una “burbuja” inmobiliaria, un *boom* de crédito y una nueva ingeniería financiera.

“Burbuja” inmobiliaria. Los inmuebles en Estados Unidos triplicaron su precio en un lapso de 10 años, aumentando su valor a una tasa que duplica la histórica. Esta “burbuja” inmobiliaria no fue exclusiva de Estados Unidos: Irlanda, España, Reino Unido y Australia son los principales exponentes de un fenómeno que se propagó por todo el mundo industrializado.

Boom de crédito. Desde 1997, favorecido por el alto precio de los inmuebles, el crédito en Estados Unidos, fundamentalmente el crédito hipotecario, se expande de manera excepcional. Como resultado, el endeudamiento de los hogares crece exponencialmente, pasando del 90% del ingreso disponible en 1997 a 130% en 2006, previo al comienzo de la crisis financiera.

Nueva ingeniería financiera. El *boom* de crédito se produce en medio de una revolución tecnológica en el sistema financiero. En el mercado hipotecario tradicional se generaba un simple crédito, cuyo riesgo quedaba en la cartera del banco que otorgaba y gestionaba el préstamo. A partir de la nueva ingeniería, las instituciones financieras emiten distintos títulos respaldados por los préstamos hipotecarios tradicionales, permitiendo remover parte del riesgo crediticio de los balances de los bancos. Estos títulos están en manos de una diversidad de instituciones financieras e inversores institucionales distribuidos a lo largo y ancho del mundo.

Si bien la creación de estos nuevos instrumentos permite diversificar el riesgo crediticio, bajar el costo del crédito hipotecario y facilitar el acceso al crédito a segmentos de mercado más riesgosos, también favorece el contagio como consecuencia de la dispersión e internacionalización del riesgo. **Cualquier reverberación que resultare de un deterioro en la calidad de la cartera de créditos, iba a impactar en un gran número de instituciones y agentes financieros distribuidos por todo el mundo.**

Por otra parte, la naturaleza de esta nueva ingeniería financiera, en la cual el crédito hipotecario inicial sale del balance de los bancos y pasa a intermediarios financieros no regulados, permite incrementar el *leverage* del sistema, es decir, los activos de riesgo con relación a la base de capital. En un sistema con alto *leverage*, **un deterioro relativamente pequeño en la calidad de la cartera de activos, puede producir pérdidas de capital relativamente grandes.**

A su vez, **se hace mucho más difícil para el regulador saber en qué lugar de la cadena del sistema financiero están localizados los riesgos.** Como los distintos eslabones de la cadena

tienen distinta exposición al riesgo y distinto nivel de regulación, es difícil evaluar la magnitud de los riesgos para el sistema en su conjunto.

Todo esto se conjuga en un mercado hipotecario de enormes dimensiones. Estados Unidos tiene el mercado de crédito más grande del planeta. El volumen de crédito total equivale a 225% del PBI, siendo el crédito hipotecario un 46% del crédito total. Cualquier problema en el mercado de crédito hipotecario estaba destinado no solamente a producir un impacto significativo en el sistema financiero, sino a desparramarse sobre el resto de la economía.

En síntesis, estaban todos los ingredientes necesarios para que si algo pasaba en el mercado inmobiliario, se desatara una situación compleja en el sistema financiero de Estados Unidos que inevitablemente, por las características de la nueva ingeniería financiera, se desparramaría hacia el resto del mundo industrializado y a la economía real.

II. INICIO, GENERALIZACIÓN Y PROPAGACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA

La peor pesadilla se hizo realidad. El detonante de la crisis financiera se produce en el mercado de créditos hipotecarios *subprime* de Estados Unidos a mediados de 2006, pero luego se generaliza a todo el **mercado hipotecario**. El aumento en la morosidad, la contracción del crédito hipotecario y el colapso en el precio de los inmuebles se retroalimentan entre sí, generando una suerte de círculo vicioso que impacta negativamente en el valor de todos los activos vinculados a hipotecas (créditos hipotecarios y títulos financieros con respaldo de créditos hipotecarios).

El deterioro en la cartera de activos hace que, desde julio de 2007, la crisis hipotecaria comience a golpear duramente a las **instituciones financieras** en Estados Unidos y el resto del mundo industrializado. Las instituciones financieras empiezan a acumular fuertes pérdidas que hasta el momento ascienden a 500 billones de dólares (alrededor de un 20% del capital) y se estima que pueden alcanzar valores entre 1 y 2 trillones de dólares.¹ El deterioro en el balance de las instituciones financieras provoca un colapso del valor de sus acciones y bonos.

El sistema financiero es el centro neurálgico del sistema económico. Es el pilar del sistema de pagos y de la intermediación crediticia, sin los cuales la economía real no puede funcionar. Cuando la estabilidad del sistema financiero está en entredicho, también lo está la estabilidad de la economía. Es así que la crisis de confianza en el sistema financiero no tardó en propagarse a las acciones y los bonos del **sector corporativo no financiero** que también experimentaron pérdidas significativas.

En síntesis, la crisis hipotecaria golpeó duramente al sistema financiero de Estados Unidos que debió enfrentar la peor crisis en más de 70 años. La crisis financiera se extendió rápidamente a otros países industrializados. Las instituciones financieras experimentaron pérdidas de gran envergadura, caída en el valor de las acciones y bonos. La crisis de confianza en el sistema financiero se propagó a las acciones y bonos del sector corporativo no financiero. El fantasma de la “Gran Depresión” de los años 30 comenzaba a sobrevolar en el ambiente.

¹ Se utiliza la siguiente notación: 1 billón = 1.000 millones; 1 trillón = 1.000 billones.

III. MEDIDAS DE POLÍTICA

Durante la “Gran Depresión”, que se extendió desde 1929 a 1933, como el dólar era convertible en oro a un tipo de cambio fijo, la Reserva Federal temía que si le daba liquidez a los bancos, esta liquidez correría contra el oro, ocasionando una pérdida en las reservas de oro y forzando eventualmente a una devaluación de la moneda. Por tal motivo fue renuente a darla. Comprometidos por la falta de liquidez y la amenaza de la quiebra, a los bancos les fue también muy difícil lograr inyecciones de nuevo capital, no pudiendo evitarse la crisis financiera. La crisis financiera trajo como resultado un colapso en la actividad económica.

El principal mecanismo de propagación de una crisis financiera a la actividad económica es la interrupción súbita del crédito, que es el combustible que hace funcionar al sistema. La interrupción súbita en el crédito (o *credit crunch*) puede tener dos posibles orígenes: un deterioro en la cartera de activos (problema de solvencia) o una corrida de depósitos (problema de liquidez).

La acción conjunta de las líneas de crédito del Banco Central para atender los problemas de liquidez y la recapitalización para atender los problemas de solvencia, están destinados a evitar la tan temida restricción crediticia. De no existir aportes de liquidez por parte del Banco Central o inyecciones de nuevo capital, como ocurrió en la “Gran Depresión”, el sistema financiero se ve obligado a contraer de una manera drástica el crédito y muchas instituciones financieras a declararse en quiebra.

El Rol de la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos

A diferencia de lo que ocurrió en la “Gran Depresión”, **durante la crisis actual la Reserva Federal jugó un rol decisivo y fundamental en asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del sistema financiero.**

La Reserva Federal tomó un conjunto de **medidas destinadas a darle liquidez al sistema financiero.** Cortó fuertemente su tasa de referencia (*Fed Funds rate*) de 5,25% en setiembre de 2007 a 2% en la actualidad; bajó la tasa a la que los bancos pueden tomar prestado en la ventanilla de redescuento de la Reserva Federal; amplió la gama de activos que acepta como garantía para redescantar (sobre todo títulos afectados directamente por la crisis hipotecaria); extendió los plazos para pedir prestado en esta ventanilla y permitió a los bancos de inversión acceder por primera vez a esta ventanilla, cuyo acceso estaba limitado a los bancos comerciales. Con este conjunto de medidas se aseguró que las instituciones financieras tuvieran acceso a liquidez en momentos en los que las reservas líquidas se agotaban.

Además de estas medidas, la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos demostraron su voluntad y capacidad de dar liquidez y comprometer recursos fiscales de ser necesario, en dos episodios muy elocuentes: el rescate de Bear Stearns y el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac (dos gigantes del mercado hipotecario de Estados Unidos).

Rescate de Bear Stearns

En marzo de 2008, las pérdidas acumuladas y la alta exposición al mercado hipotecario hicieron que **Bear Stearns, uno de los principales bancos de inversión de Estados Unidos, entrara en una situación crítica.** El precio de sus acciones colapsó y la prima de riesgo sobre los bonos que emite subió a niveles de más de 1.300 puntos básicos.

Esta situación generaba la preocupación de que si Bear Stearns daba quiebra y no podía honrar sus transacciones vigentes, se iban a ocasionar pérdidas de magnitud desconocida a lo

largo y ancho del sistema financiero. Como hubiera sido imposible determinar quién iba a verse golpeado y en qué medida, la quiebra de Bear Stearns hubiera puesto a todo el sistema financiero bajo sospecha, lo que **podía resultar en una crisis de confianza generalizada y una corrida contra todo el sistema.**

Sin embargo, **la Reserva Federal no dejó caer a Bear Stearns.** Lo que hizo fue orquestar una compra por parte de una institución prestigiosa, que inspirara confianza, que reconstituyera la credibilidad de Bear Stearns, y darle una línea de redescuento “especial” a esta nueva institución ante la eventualidad de que la sangría continuara luego de la adquisición. Así JPMorgan adquirió Bear Stearns, en una negociación que se resolvió en un fin de semana, por un precio inicial de 240 millones de dólares y obtuvo de la Reserva Federal una línea de crédito abierta de 30 billones de dólares para atender las contingencias que pudieran ocurrir después de la compra.

Muchos analistas criticaron esta operación sobre la base de que podría generar incentivos incorrectos: la presunción de quienes invierten de que si las cosas van mal, el Banco Central los va a respaldar. Sin embargo, es importante destacar que los accionistas perdieron prácticamente todo su dinero. Una empresa que antes de la crisis tenía un valor de mercado de 11,5 billones de dólares fue adquirida inicialmente en 240 millones de dólares. Lo que la Reserva Federal protegió en esta operación fue la integridad de las transacciones que Bear Stearns tenía pendientes con sus contrapartes en el sistema financiero, no a sus accionistas.

Desde nuestra perspectiva, fue una operación de alta cirugía hecha con una precisión digital que demuestra que la Reserva Federal está manejada por académicos independientes y altamente competentes.

Las acciones de la Reserva Federal en asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del sistema financiero facilitaron una recapitalización relativamente rápida de las instituciones financieras algo que tampoco había ocurrido durante la “Gran Depresión”.

Un rol muy importante en este proceso de recapitalización lo jugaron los llamados **Fondos Soberanos de Inversión** (o *Sovereign Wealth Funds*) que invirtieron en varias instituciones financieras. Estos son fondos públicos constituidos por los estados soberanos con reservas excedentes para hacer inversiones en activos reales, de más largo plazo, menor liquidez y más retorno esperado (y por ende más riesgo) que las inversiones que se realizan con las reservas internacionales de los Bancos Centrales. Estos fondos están invirtiendo en varios países a lo largo y ancho del planeta, industrializados y emergentes.

Rescate de Freddie Mac y Fannie Mae

Más recientemente, la desconfianza del mercado comenzó a apuntar a **dos gigantes hipotecarios: Fannie Mae y Freddie Mac.** Fannie Mae y Freddie Mac son dos instituciones que fueron creadas por ley (en 1938 y 1970, respectivamente) para promover la propiedad inmobiliaria. Tienen un status jurídico peculiar, ya que si bien fueron creadas por ley, no se trata de instituciones públicas sino privadas propiedad de sus accionistas, cuyas acciones cotizan en bolsa y pagan dividendos. Este status especial le otorga sin embargo algunos privilegios, el principal de los cuales es implícito: el mercado tiene la percepción que cuentan con el respaldo gubernamental. Estas instituciones tienen además una gran dimensión: representan casi el 50% del todo el crédito hipotecario de Estados Unidos, tienen pasivos y garantías de alrededor de 5,2 trillones de dólares y una muy pequeña base de capital.

La caída de estos dos gigantes hubiera tenido consecuencias devastadoras para el sistema financiero. Los títulos de estas agencias, con garantía implícita del Estado son parte de la cartera de instituciones financieras a lo ancho del mundo, incluyendo los bancos centrales.

La estrepitosa caída de las acciones de Fannie Mae y Freddie Mac llevó a que el domingo 13 de julio, en una acción concertada, **la Reserva Federal y el Tesoro anunciaran un plan de rescate para estas dos instituciones**. El plan atacaba el problema de liquidez y de solvencia simultáneamente. La Reserva Federal emitió un comunicado en el que le dio el acceso ilimitado a la ventanilla de redescuento que antes había dado a otros bancos de inversión para facilitarle liquidez en caso de que fuera necesario. En tanto que el Tesoro de Estados Unidos anunció que pediría autorización al Congreso para otorgar préstamos o recapitalizar las instituciones y eventualmente nacionalizarlas en caso de ser necesario, para recomponer la credibilidad de las instituciones. Esta autorización fue aprobada en el Senado por amplia mayoría el sábado pasado y le da al Tesoro amplias facultades para evitar la quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac.

El episodio de Fannie Mae y Freddie Mac redimensionó la crisis en un nuevo nivel.

En primer lugar, porque **dejó en claro que todavía no se ha visto el final de la crisis**, que no es posible determinar aún a cuánto van a ascender las pérdidas del sistema y quién habrá quedado en pie y quién va a sucumbir cuando la tempestad amaine.

En segundo lugar, porque en esta oportunidad **no alcanzó con la acción de la Reserva Federal** facilitando el acceso a fondos de corto plazo a instituciones con problemas de liquidez, sino que fue necesaria la acción del Tesoro de Estados Unidos para tranquilizar a los mercados.

En tercer lugar, porque **la crisis empieza a tener costos fiscales explícitos y por ende a adquirir una dinámica política más compleja**. Para apropiarse recursos fiscales, se necesita ahora de la aprobación del congreso. **Si la crisis se sigue profundizando, la voluntad política de mantener el sistema en pie va a ser probada**.

En resumen, entre las acciones de la Reserva Federal para asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del sistema, la rápida recapitalización del sistema en la que jugaron un rol fundamental los Fondos Soberanos de Inversión y el rol que jugó el Tesoro de Estados Unidos en el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac, se logró alejar el fantasma de una "Gran Depresión" estilo los años 30. En aquella depresión, la falta de provisión de liquidez por parte de la Reserva Federal y la enorme dificultad que tuvieron los bancos para recapitalizarse después de sus pérdidas, jugaron un papel fundamental en la severa restricción de crédito que terminó por asfixiar a la economía.

IV. EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA CRISIS FINANCIERA

A pesar de la rápida acción de la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos, las turbulencias financieras golpearon al sector real de la economía. **La economía de Estados Unidos está entrando en recesión** (y es probable que técnicamente ya haya entrado en recesión en el segundo trimestre de 2008).

Los pronósticos de consenso del mercado en relación al crecimiento han sido revisados a la baja ininterrumpidamente desde julio de 2007. Actualmente, la mayoría de los analistas pronostican un crecimiento muy magro en 2008 (1,5%) y 2009 (1,1%). Cifras consistentes con **una recesión poco profunda y de corta duración**, del estilo de la experimentada en 2001. Como era de esperar, las presiones recesivas se han extendido a Europa y Japón. De hecho, varios países europeos ya han entrado en recesión. Como resultado se prevé un enfriamiento importante en la tasa de crecimiento de los países industrializados.

Estas presiones recesivas se producen en un contexto de importantes presiones inflacionarias que evocan la problemática de estancamiento con inflación, stagflation, que experimentaron los países industrializados en los años 70.

Sin embargo, también existe la **visión alternativa de que esta recesión va a ser más profunda y persistente** que la de 2001, a partir de una fuerte contracción en el consumo y la inversión, dada la situación que enfrentan consumidores y empresas.

Los consumidores enfrentan un elevado nivel de endeudamiento, un deterioro de la situación patrimonial (por la caída de los precios de los inmuebles y de la bolsa), un aumento de los precios de los alimentos y la energía (con la consiguiente reducción de la capacidad de compra), una restricción severa del acceso al crédito (como resultado de la crisis financiera) y una pérdida de empleos por la recesión. De hecho, este conjunto de factores ha precipitado una caída en la confianza de los consumidores a niveles que no se observaban hace 30 años, una contracción en el consumo de bienes durables y no durables y una fuerte desaceleración del consumo de servicios.

Las empresas enfrentan un debilitamiento de la demanda interna (por retracción del consumo), la acumulación de stocks excedentes, el aumento de los costos de producción (ocasionado por los precios de la energía) y un acceso restringido al crédito (como resultado de la crisis financiera). De hecho, este conjunto de factores ha provocado una fuerte retracción de la inversión privada.

En resumen, a pesar de que la mayoría de los analistas anticipan una recesión relativamente leve y de corta duración como la de 2001, el contexto en el que se da esta recesión difiere notoriamente del que antecedió aquella crisis. En 2001 la recesión se produjo por la ruptura de la “burbuja” de las acciones de las empresas tecnológicas (las DotCom) y la fuerte caída en el valor de las acciones, provocando un fuerte recorte de los planes de inversión de las empresas. Sin embargo, no hubo recesión de consumo, ni problemas en el mercado de hipotecas, ni crisis financiera, ni restricción de crédito. Por estos motivos estimamos que la recesión en los Estados Unidos va a ser más larga y profunda de lo que el mercado está pronosticando.

V. LA CRISIS FINANCIERA: UNA EVALUACIÓN

Para concluir, aunque esperamos que Estados Unidos tenga una recesión más profunda y prolongada que la que espera el mercado y creemos que la crisis financiera aún no ha “tocado fondo”, descartamos de plano un escenario de depresión estilo los años 30.

De lo hecho hasta ahora, **nada indica que faltará voluntad política para evitar que el sistema financiero se vea comprometido.** El Senado aprobó con celeridad la solicitud del Tesoro de Estados Unidos para respaldar a Fannie Mae y Freddie Mac, dos gigantes del crédito hipotecario, la votación se hizo un día sábado y fue aprobada con amplia mayoría (72 votos contra 13).

La pregunta no es si existe la voluntad política, sino si existe la capacidad financiera para proteger la integridad del sistema financiero en caso de que alguna otra institución entrara en problemas. Y la respuesta es que sí, que la **capacidad financiera existe.**

Aún si suponemos que al final de la crisis se terminan acumulando pérdidas en el sistema financiero cercanas a los 2 trillones de dólares (el pronóstico más pesimista) y si suponemos que el gobierno de Estados Unidos tiene que asumir la totalidad de las pérdidas (algo que naturalmente no va a ocurrir, ya que muchas instituciones serán recapitalizadas con capital

privado), esto equivaldría a un costo fiscal de 14% del PBI. Un costo grande, pero comparable al de muchas otras crisis financieras. Si este rescate fuera necesario llevaría la deuda pública de Estados Unidos de 61% del PBI a 75% del PBI, lo que todavía la ubicaría muy por debajo de la de varios países industrializados.

En medio de esta conmoción e incertidumbre, **creemos estar en condiciones de afirmar es que la acción decidida de la Reserva Federal en proveer la liquidez para el buen funcionamiento del sistema financiero, la rápida recapitalización del sistema financiero por parte de los Fondos Soberanos de Inversión y el compromiso del Tesoro de Estados Unidos de utilizar recursos fiscales en caso de ser necesario para garantizar la integridad del sistema financiero, nos aseguran que los sucesos de los años 30 no volverán a repetirse.**