



Año I, No. 10

30 de Mayo de 2008

Elaborado por:

Juan Antonio Osorio
Senior del Departamento de
Investigación Económica y
Financiera

Los conceptos vertidos en los artículos que aparecen en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de las personas que los suscriben, y no reflejan necesariamente el punto de vista de esta institución.

El contenido de esta publicación puede citarse o reproducirse sin autorización, siempre y cuando se identifique la fuente.

La Burbuja Inmobiliaria en Estados Unidos

La crisis del mercado inmobiliario en los Estados Unidos se identifica como la principal causa de la turbulencia financiera ocurrida en los principales mercados financieros del mundo y que afectan a la baja las proyecciones de crecimiento de esa importante economía, con repercusiones en el crecimiento global. En este número se plantea una visión de lo ocurrido en el mercado inmobiliario y algunas lecciones del proceso.

I. Los elementos de la burbuja inmobiliaria

A continuación se plantean algunos elementos de mercado, política económica, incentivos y participantes que intervinieron en la conformación de la burbuja inmobiliaria.

A. La política monetaria y las bajas tasas de interés

Wray (2007), señala como origen de los problemas financieros: por un lado, la liberalización de los sistemas bancarios, que permitía a los bancos realizar más operaciones bursátiles y por otro, la conducción de política monetaria realizada por la Reserva Federal, de reducción de los tipos de interés.

En efecto, la reserva federal siguió una política de reducción de tasas de interés desde principios de 2001 hasta mayo de 2004, con el propósito de estimular la economía a través del gasto (ver Gráfico No.1). Las bajas tasas de interés impulsaron el auge del crédito y del mercado inmobiliario. El gasto de inversión en vivienda estimuló la actividad de otros sectores y se convirtió en una de las actividades que contribuyeron en gran medida a la recuperación de la economía norteamericana, que alcanzó su punto máximo de crecimiento (3.6%) en 2004.

Auspiciados por las bajas tasas de interés, los precios de las viviendas crecieron aceleradamente a tasas que llegaron a superar el 12% anual en 2005 (ver Gráfico No. 2). Esta revalorización de los inmuebles tuvo otro efecto en las hipotecas que en su mayoría estaban contratadas a tasa fija. Resultaba atractivo refinanciar una deuda para pactarla a una tasa más baja y obtener un préstamo de mayor monto para adquirir otra vivienda o, lo que gran parte de las familias residentes en EE.UU. hicieron, aumentar el consumo de bienes y servicios.

El consumo como etapa final de la actividad económica es un importante factor que dinamiza la actividad productiva y efectivamente impulsó el crecimiento de los Estados Unidos, pero al ser financiado con la revalorización de los inmuebles, significó que este efecto ingreso se consideró de carácter permanente y se orientó al consumo, cuando en realidad, como señala el premio Nóbel de Economía, J. Stiglitz (2007), se estaba consumiendo parte del patrimonio familiar y la

revalorización podía llegar a su fin e incluso revertirse.

B. El auge de crédito

Como ya se mencionó, las bajas tasas de interés impulsaron el auge del crédito que a su vez se alimentó mutuamente con la dinámica misma del auge inmobiliario y las refinanciaciones. Cuando las tasas llegaron a niveles mínimos, la corriente de créditos finalmente alcanzó a las familias de menores ingresos y escaso o nulo historial crediticio (segmento *subprime*).

El auge en los préstamos *subprime* fue impulsado por prácticas laxas de crédito, como la exigencia mínima de requisitos o el no requerimiento de pruebas de ingresos, esquemas de pagos iniciales mínimos que no reducían los montos adeudados, y otras prácticas de relajación en la evaluación de riesgo de los deudores, que se amparaban en los precios al alza de las garantías. Pero las hipotecas *subprime* fueron en su mayoría contratadas a tasas variables (*ARMs-Adjusted Rates Mortgages*), lo que exponía a los deudores a la reversión en los precios del dinero y de las viviendas.

Las hipotecas *subprime* fueron a su vez promovidas por la aplicación de una amplia gama de nuevos productos que ofrecían protección contra el *default*, los cuales partían de procesos de titularización que permitían a los bancos sacar de sus balances, créditos más riesgosos y así evitarse constitución de reservas de saneamiento o requerimientos de capital. Al tiempo que contribuyeron a proteger los balances bancarios, la titularización y los otros productos hicieron posible la obtención de recursos frescos para continuar concediendo créditos. La proporción de hipotecas *subprime* y *near-prime* titularizadas, pasaron de un 9% en 2001 a 40% en 2006.

C. La diseminación del riesgo

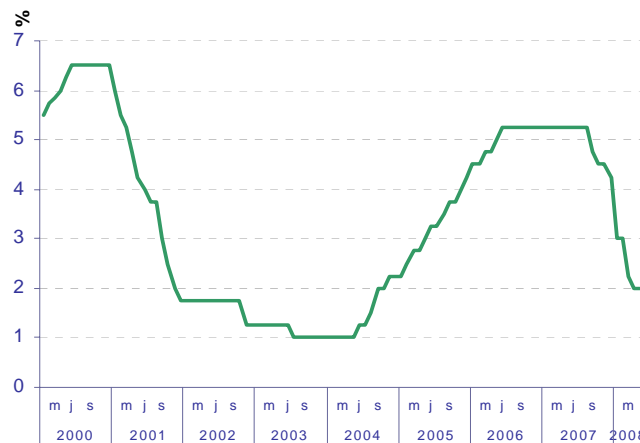
La titularización es una figura financiera que consiste en la venta a otras instituciones del mercado financiero, de títulos respaldados por los flujos financieros que generan contratos como las hipotecas.

El auge inmobiliario atrajo al negocio a grandes bancos de inversión que vieron una oportunidad formidable de ganancias y además aplicaron nuevas herramientas de ingeniería financiera para empaquetar los créditos *subprime* y dividirlos en segmentos, algunos de los cuales fueron posteriormente calificados como de bajo riesgo por las agencias calificadoras.

Como describe Tustain (2007), los prestamistas hipotecarios se deshicieron del riesgo de impago (*default*) de los deudores *subprime*, empaquetando las hipotecas en bonos llamados *Mortgage-Backed Securities (MBS)* que vendieron a otras organizaciones financieras.

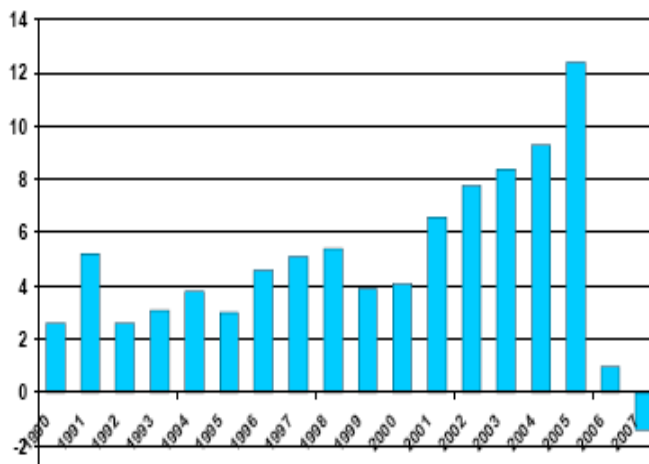
Para superar la dificultad de una baja calificación de la calidad de

Gráfico No. 1
Tasa Objetivo de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg

Gráfico No. 2
Variación Anualizada en los Precios de Viviendas para la Venta en EE.UU.



Fuente: BCIE, Tendencias y Perspectivas Económicas de Centroamérica y República Dominicana, mayo de 2008.

crédito de los *MBS*, debido a que poseían un subyacente¹ que pertenecía a la categoría subprime, que muy probablemente incuriría en impago, los bancos de inversión partieron los *MBS* en muchos tramos conocidos como *Collateralized Debt Obligations* o *CDOs*. Los *CDOs* partían los *MBS* en bonos que poseían riesgo alto, medio y bajo, respectivamente (*equity bonds*, *mezzanine bonds* y *much sought-after investment grade bonds*). Los últimos obtenían una calificación suficientemente alta para entrar en la categoría crítica de grado de inversión y esto los hacía aptos para ser adquiridos por inversionistas institucionales.

La euforia de la construcción residencial y todas las actividades reales y financieras relacionadas, dio lugar al surgimiento de instituciones de crédito especializadas en vivienda y al crecimiento de las ya existentes, así como de instituciones financieras especiales adscritas a los bancos de inversión para realizar las operaciones de instrumentos estructurados, llamadas “vehículos especiales de inversión” (*SPVs*, *Special Purpose Vehicles*).

Con la venta de los *MBS*, el prestamista hipotecario original obtenía efectivo con el que podía financiar nuevos préstamos hipotecarios a otros deudores *subprime*. Los bancos de inversión se encargaban de vender los *CDOs* y tomaban reducidos riesgos manteniendo limitadas posiciones de los nuevos productos.

La venta de bonos con grado de inversión no tenía dificultades, pero los tramos *mezzanine* y particularmente los *equity*, podían ser difíciles de colocar, razón por la que los participantes en el mercado los llegaron a denominar “desperdicio tóxico”.

Como salida a esta situación, los bancos de inversión podían establecer un fondo de cobertura (de alto riesgo) o *hedge fund*, usando incluso su propio dinero para iniciarlo. El objetivo de este fondo era efectuar transacciones con los instrumentos *equity* y *mezzanine*, de este modo en realidad compraban los *equity* de sí mismos. El mercado de vivienda se fue arriba y así los *CDOs equity* describían elevados niveles al contar con un colchón de altos precios de las viviendas que protegían a los deudores originales *subprime* del impago. Así los instrumentos *equity* que no eran comercializados en un mercado abierto, se volvían más valiosos que cuando fueron emitidos.

El valor de mercado creció mucho más rápido que los precios subyacentes de las viviendas e impulsó a los fondos de cobertura a la obtención de recursos de fuentes externas al banco que lo creó. Así los fondos solicitaron préstamos a otros bancos no relacionados usando los *bonos desperdicio* como colateral². Con los niveles bajos de tasas, los bancos prestamistas tenían acceso a dinero barato que formaba perspectivas de espectaculares beneficios.

Los incentivos no deseados también surgieron en la administración de los fondos, pues ante la ausencia de un genuino mercado

1/ Activo sobre el que se basa un instrumento financiero

2/ Garantía

abierto, se volvía fácil manipular hacia arriba el precio de los *CDOs* sobre una base no real (riesgo moral). Así los bancos prestamistas veían como su colateral adquiría precios cada vez más altos y prestaban más efectivo al fondo de cobertura y tomaban como colateral adicional los nuevos *CDOs* comprados por el fondo. El dinero prestado por el banco contra los *CDOs* respaldaba al fondo de cobertura, el cual compraba más *CDOs* del banco de inversión, quien compraba más *MBS* al prestamista hipotecario, quien proveía más dinero a los deudores *subprime*, quienes compraban más casas, empujando los precios de los bienes raíces nuevamente hacia arriba.

La opción que resolvía el problema de riesgo moral era dejar los tramos *equity* y *mezzanine* con sus creadores, los bancos de inversión, exponiéndolos a la posibilidad de ser víctimas de su juicio crediticio deficiente.

Si en lugar de trasladarlos a un fondo de cobertura, el banco de inversión retenía para sí los tramos difíciles de vender y riesgosos, *mezzanine* y *equity*, también podía optar por tomar un póliza de seguro en el caso que los préstamos de vivienda incurrieran en impago.

El banco de inversión pagaba una prima de seguro a otra institución de inversión para asegurar el riesgo de impago del subyacente – los préstamos de vivienda, constituyendo el intercambio (*swap*) del riesgo de impago por el pago en efectivo, con lo cual se separó de la tasa de interés el componente correspondiente al riesgo de impago.

Las primas de seguro integraban un flujo de fondos para la institución aseguradora, el cual podía agruparse con otros flujos y dividirse en tramos con diferentes perfiles de riesgo, obteniendo altas calificaciones de crédito para los tramos de bajo riesgo y nueva *basura tóxica* con alto riesgo. Así es como se empaquetaron los *Swaps de Default de Crédito (CDSs)* en lo que se conoce como “*Obligaciones Sintéticas de Deuda Colateralizada*” (*CDOs Sintéticos*), que los bancos de inversión vendieron en los mercados, distribuyendo en éstos el riesgo de *default*. Los compradores adquirieron el derecho de recibir las primas por seguro de impago, registrando un “pasivo contingencial”, un derecho potencial sobre otro activo en su portafolio de inversiones. De esta manera, todos ganaban mientras no existieran reclamos de los seguros.

La gama de instrumentos, sus agrupaciones y denominaciones, categorías hipotecarias, instituciones involucradas, es mucho más amplia y compleja de lo que se plantea en este apartado, por lo que la situación del mercado y los instrumentos derivados se volvió difícil de esclarecer incluso para los especialistas financieros.

D. La avidez de los inversionistas

En los Estados Unidos, la inversión en vivienda sustituyó a la inversión en nuevas tecnologías, que venía de niveles muy altos y había finalizado con la caída bursátil de marzo de 2000. Los inversionistas que salieron del sector de tecnología cambiaron hacia las propiedades inmobiliarias y demandaban activos bursátiles de alta

rentabilidad, necesidad que fue suplida por toda la gama de productos financieros estructurados sobre los créditos hipotecarios.

Los administradores de fondos estaban ávidos por rendimiento y estos dos factores se combinaron para disparar el auge de *CDS* y *CDO*, facilitando la distribución del riesgo de las hipotecas *subprime* a las instituciones ansiosas de ingreso. La globalización de los mercados induce a considerar que gran parte de los bonos *equity* y *mezzanine* se habría confiado a portafolios institucionales de los principales mercados de capitales a nivel mundial.

II. La crisis y sus efectos

Cuando la FED empezó a restringir las tasas de interés en la segunda mitad de 2004 (Véase Gráfico No.1) y las tasas de mercado siguieron sus señales, los créditos *subprime* contratados en 2005-2006 vieron ajustadas hacia arriba sus tasas y cuotas, rebasando la capacidad de pago de los deudores e incrementando la tasa de morosidad y, en consecuencia, las ejecuciones hipotecarias. Este fue el inicio del proceso que desencadenó la turbulencia financiera global.

Desde el cuarto trimestre de 2006, las tasas de morosidad de los préstamos hipotecarios comenzaron a subir, a consecuencia del alza en las tasas de interés bancarias. Las repercusiones que en un principio se supusieron limitadas a un pequeño número de prestatarios en el mercado, se transmitieron posteriormente a nivel mundial.

Conforme los problemas de mora en los créditos hipotecarios se extendieron y creció la incertidumbre sobre las pérdidas asociadas a instrumentos financieros de baja calidad crediticia, la reevaluación del riesgo de crédito condujo a masivas rebajas en las calificaciones de bonos de titularización hipotecaria desde el 15 de junio de 2007 y los inversionistas abandonaron los activos de riesgo, con lo que el crédito se contrajo en un inicio para estos segmentos del mercado.

A la contracción del crédito siguieron las dificultades de obtener financiamiento para muchas instituciones financieras que manejaban activos que no se transaban libremente en los mercados. Esta situación se observó primero en Europa y se propagó a otras regiones con rapidez. La crisis explotó el 9 de agosto de 2007 cuando se exacerbaban las preocupaciones crediticias originadas por la situación de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), lo que desató una brusca subida de las tasas de interés interbancarias a corto plazo. Los bancos centrales reaccionaron mediante fuertes inyecciones de liquidez para garantizar el funcionamiento de los mercados y sistemas de pagos.

El mecanismo de cobertura y liquidez de los originadores de hipotecas y demás intermediarios entró en problemas cuando los precios de las viviendas giraron repentinamente a la baja en 2006. Cuando los bancos solicitaron la devolución del dinero, los fondos de cobertura no lo tenían pues estaba invertido en tramos de *CDOs*, en consecuencia, debían vender el colateral, pero la por-

ción *equity* sufría grave caída en el precio de mercado. Los primeros bancos en llevar sus *CDOs* al mercado para la venta, agotaron el mercado de compradores y las operaciones con estos instrumentos se detuvieron.

No obstante que los productos estructurados sobre los créditos hipotecarios *subprime* ayudaron a proteger al sistema financiero distribuyendo el riesgo de crédito en el mercado, el regreso del mismo a los balances de los bancos ha sometido a prueba la solidez financiera de bancos de importancia sistémica de Estados Unidos, presionados por las ventas forzadas de títulos degradados fuertemente en su calificación de crédito, que les han ocasionado pérdidas cuantiosas, sin que hasta la fecha se conozca con exactitud la magnitud total de las mismas. Importantes fondos de inversión e instituciones hipotecarias colapsaron no sólo en Estados Unidos, pero los principales bancos han respondido a las exigencias del mercado, recapitalizando y obteniendo fondos a mediano plazo.

De conformidad con la reevaluación del riesgo de crédito y la contracción de la liquidez interbancaria en los principales mercados, el financiamiento empresarial y de los gobiernos experimentaron una subida de costos en los mercados de capitales, mostrando condiciones de crédito más estrictas. Los efectos de la crisis se han extendido del segmento *subprime* a otras categorías de los mercados estadounidenses, alcanzando a los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de primera categoría, el crédito al consumo y el crédito de empresas de alta calidad.

La desmejora en las condiciones financieras en general, así como la caída del consumo de las familias en los Estados Unidos han forzado a la baja las proyecciones de crecimiento de esa economía, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial.

III. Lecciones de la crisis

Como reconoce el Fondo Monetario Internacional - FMI en su informe “Perspectivas de la Economía Mundial” del mes de abril de 2008, “la innovación reciente de los mercados de financiamiento de la vivienda agudizó el impacto de la política monetaria en los precios de la vivienda”. Se menciona que la distensión monetaria de comienzos de la década parece haber estimulado el aumento de los precios de la vivienda y de la inversión residencial en Estados Unidos, aunque probablemente hayan ampliado ese efecto, la relajación de las normas crediticias y la toma excesiva de riesgos por parte de los prestamistas.

El informe sugiere que la política monetaria debe tener en cuenta el nivel de desarrollo de los mercados hipotecarios, dados los efectos de las tasas de interés en las burbujas de precios de los activos. Pero además matiza que la carga de reaccionar frente a posibles burbujas no puede recaer completamente en la política monetaria, también a la política regulatoria le corresponde un papel crítico para evitar que una relajación de las normas de otorgamiento de crédito, como la ocurrida en el mercado estadounidense, pueda alimentar fluctuaciones extremas de los precios de la vivienda.

A nivel de agentes económicos y mercados, existió subvalúo de los riesgos vinculado con la falta de información, la anteposición de los deseos de beneficios por sobre la prudencia financiera y la experiencia histórica de que tanto los períodos de tasas bajas, como de revalorizaciones continuas de activos tarde o temprano se revierten.

IV. Comentarios finales

La demanda de instrumentos de inversión, el auge del crédito y del sector inmobiliario se combinaron para el surgimiento de productos financieros estructurados sobre los créditos hipotecarios de baja calidad, que junto con el riesgo trasladaron el fondeo de las hipotecas desde el sistema bancario al del mercado de capitales, creando incentivos para prácticas de crédito laxas.

Los productos financieros estructurados ayudaron a proteger al sistema financiero distribuyendo el riesgo de crédito a nivel global, pero la existencia de filiación empresarial entre los bancos con las entidades participantes en las operaciones de titularización y de derivados, posibilitó el regreso del riesgo a las instituciones bancarias por compromiso de reputación.

La globalización de las inversiones expandió las repercusiones del estallido de la burbuja inmobiliaria no sólo en el sistema financiero de Estados Unidos, sino también en Europa y otros países, provocando restricciones de liquidez y de crédito.

Aún cuando algunos analistas señalaron oportunamente los riesgos de la burbuja inmobiliaria, como reconoce el FMI (2008b), existió una falla colectiva de instituciones especializadas del sistema financiero: bancos, aseguradoras, entidades gubernamentales, fondos de inversión y agencias calificadoras, impulsada por la obtención de beneficios y la confianza en la eficiencia de los instrumentos de titularización y los derivados, que llevaron a subvaluar los riesgos. Las familias se endeudaron por sobre su capacidad real de pago y consumieron un ingreso de capital basado en precios inflados de inmuebles; los inversionistas incurrieron en toma excesiva de riesgos al adquirir instrumentos que descansaban sobre un flujo de pagos hipotecarios muy inseguro.

Bibliografía

BCIE (2008) “Tendencias y perspectivas Económicas de Centroamérica y República Dominicana”, BCIE, presentación, mayo de 2008, consultado desde Internet en mayo de 2008:<http://www.bcie.org/spanish/documentos/Tendencias%20&%20Perspectivas%20Mayo%202008.pdf>

Di Martino, D. y Duca, J. (2007), “The Rise and Fall of Subprime Mortgages”, Economic Letter-Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, Vol 2, No. 11, Noviembre de 2007. Consultado desde Internet en marzo de 2008:
<http://dallasfed.org/research/eclett/2007/e10711.html>

FMI (2008a), “Perspectivas de la Economía Mundial”, abril de 2008, Nota de prensa del capítulo 3, consultado desde Internet en mayo de 2008: <http://www.imf.org/external/index.htm>

FMI (2008b), “Informe sobre la estabilidad financiera mundial”, Resumen General, abril de 2008, consultado desde Internet en mayo de 2008: <http://www.imf.org/external/index.htm>

La Caixa (2005), “Informe Mensual”, 10 de diciembre de 2005

Stiglitz, J. (2007), “Castillos de naipes en EEUU”, 26 de noviembre de 2007, consultado desde internet en enero de 2008: <http://revista-zoom.com.ar/articulo1948.html>

Tustain, P. (2007), “Subprime mortgage collapse: why Bear Stearns is just the start”, 05/07/07, consultado desde internet en Octubre de 2007, <http://www.moneyweek.com/file/31699/subprime-mortgage-collapse-why-bear-stearns-is-just-the-start.html>

Wray, L. R. (2007), “Lessons from the Subprime Meltdown”, Working Paper No. 522, The Levy Economics Institute of Bard College, diciembre de 2007, consultado desde internet en enero de 2008: http://www.levy.org/pubs/wp_522.pdf