

Causas y efectos de la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos

Ana María Sánchez Cortés

Directora del Programa de Economía de la Universidad EAN

Resumen

Fueron muchos los factores que impulsaron la crisis financiera de 2008 en los Estados Unidos. La liberación financiera implementada en la década de los 80, permitió la emisión de sofisticados instrumentos financieros, para los que se subvaloró su riesgo crediticio. En ese escenario, se produjo una expansión acelerada del mercado de deuda *subprime*, que actuó como detonante de la crisis cuando estalló la burbuja inmobiliaria y los precios de la vivienda cayeron. Por su parte, en el año 2010 el Presidente Barack Obama promulgó la ley de Reforma a *Wall Street* y Protección al Consumidor, con el propósito de establecer nuevas reglas y mecanismos para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero y prevenir crisis futuras.

Introducción

La crisis financiera que sufrió Estados Unidos en 2008 y que pronto se propagaría al resto del mundo, contó con la responsabilidad de la mayor parte de los agentes involucrados en el sistema, instituciones financieras públicas y privadas, entes reguladores, prestatarios, agencias calificadoras de riesgo, entre otros. La expansión de nuevos productos financieros de gran complejidad que se dio en medio de un ambiente de liberalización financiera, propiciaron la toma de posiciones altamente riesgosas, que pusieron en peligro al sistema y fueron detonantes en el desarrollo de la crisis. En el presente artículo se analizan algunos de los factores que contribuyeron a la crisis, haciendo énfasis en el papel que jugó la expansión del mercado de deuda *subprime*.

Origen y desarrollo de la crisis

Comprender las causas que dieron origen a la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos, requiere mirar lo sucedido tras la crisis de las Instituciones de Ahorro y Préstamo (*Savings and Loan Institutions*) en 1980, que resultó en el fracaso de un número considerable de dichas instituciones y en una posterior reestructuración del marco regulatorio, que flexibilizó el ambiente en el cual las instituciones financieras podían competir. Entre los ajustes que se hicieron a la regulación financiera se destaca la posibilidad que se le dio a las Instituciones de Ahorro y Préstamo para otorgar créditos de consumo y ofrecer cuentas corrientes, al mismo tiempo que se autorizaba a los prestamistas, a modificar la tasa de interés sobre los créditos comerciales y de vivienda. Adicionalmente, las reformas implementadas dieron entrada a esquemas de hipotecas que diferían del tradicional, caracterizado por préstamos de

largo plazo, con tasa fija (a 30 años) y los cuales permanecían en poder de las instituciones que los emitían hasta su vencimiento (Kolb, 2011); en contraste, las nuevas leyes permitieron hipotecas con tasas ajustables y otros sistemas de pago (Kolb, 2011). Por su parte y como un elemento adicional dentro del nuevo escenario, los entes reguladores dejaron de exigir los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados y acogieron los Principios de Contabilidad Regulatoria. Lo anterior permitió a las instituciones moverse al nuevo sistema en cuanto sus resultados dejaban de ser alentadores bajo los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (Kolb, 2011).

Entre los nuevos tipos de hipotecas que se introdujeron al mercado se encontraban, como ya se mencionó, las hipotecas de tasa ajustable, las cuales estipulaban tasas de interés iniciales muy bajas que al cabo de algunos años sufrían ajustes considerables, lo que por supuesto tenía repercusiones graves sobre la solvencia de los hogares (Hubbard & Navarro, 2011). El atractivo de las tasas iniciales tan bajas, incentivaba a aquellas personas que, bajo otras circunstancias no serían

sujetos de crédito hipotecario, a contraer la obligación con la perspectiva de refinanciar a futuro la deuda sobre la base de la valorización de la vivienda. Otro tipo de hipoteca que se hizo común entre los especuladores, fue la denominada *balloon mortgage*, la cual debía cancelarse en su totalidad al cabo de cierto tiempo, generalmente a cinco años. Quienes adquirían este tipo de deuda lo hacían con la expectativa de vender la propiedad antes del vencimiento de la hipoteca a un precio muchísimo más alto. Se diseñaron también hipotecas donde no era exigible la documentación que respaldaba la calidad crediticia de las personas, por lo cual se fijaban tasas de interés mucho más elevadas. Todos estos nuevos instrumentos permitieron la entrada al mercado de personas cuya capacidad de pago no era suficiente para atender un crédito hipotecario, no obstante, la burbuja inmobiliaria que produjo el rápido crecimiento en los precios de la finca raíz, incidió para que estas personas asumieran los créditos con la expectativa de la valorización de las viviendas que adquirirían (Baily, Litan & Johnson, 2008). Por supuesto, con el desplome de los precios de la finca raíz todos estos planes se vinieron abajo (Hubbard & Navarro, 2011).



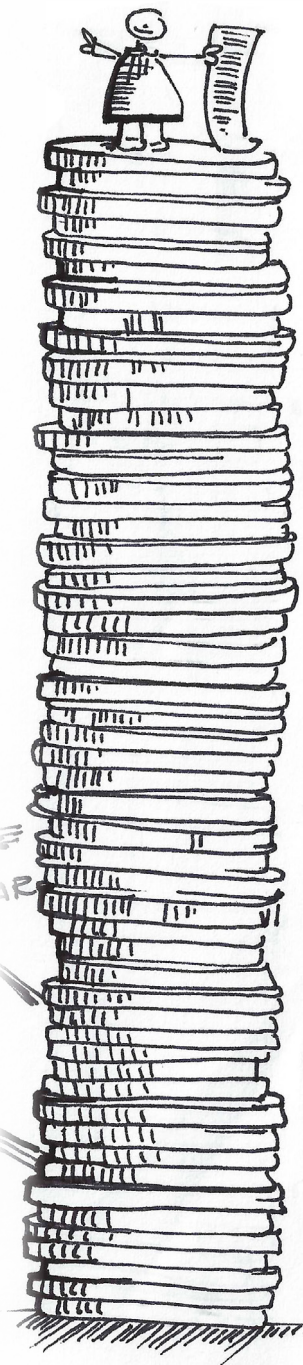
Otro título que fue introducido en el mercado en medio de ese nuevo ambiente de desregulación, fue el *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO) un título de deuda emitido por primera vez en junio de 1983 por Freddie Mac (Kolb, 2011), el cual es resultado de agrupar un conjunto de hipotecas que sirven como colateral; es decir, una institución compra varias hipotecas con las cuales conforma un portafolio; posteriormente, la empresa vende títulos de participación que le dan derecho a quien los compra a un porcentaje del pago mensual del conjunto de hipotecas, siendo dicho porcentaje proporcional a la participación del tenedor del título dentro del portafolio (Baily & et al., 2008). Aunque al principio los CMO que se emitieron fueron garantizados por Freddie Mac, Fannie Mae o Ginnie Mae, después de poco tiempo, empresas privadas empezaron a respaldar tales títulos (Kolb, 2011).

Por muchos años Fannie Mae y Freddie Mac solo compraron hipotecas que cumplían con determinadas condiciones:

- El pago mensual del capital y los intereses, incluyendo impuestos y seguros, no debía sobrepasar el 28% del ingreso mensual antes de impuestos del prestatario. Además, el pago mensual realizado por el prestatario por concepto de todos los créditos a su nombre (hipoteca, tarjetas de crédito, crédito de vehículo, etc.) no podía ser superior al 36% de su ingreso mensual antes de impuestos.

- El prestatario debía demostrar una calificación crediticia que cumpliera con un determinado nivel y podía mostrar solo hasta un pago retrasado durante el año inmediatamente anterior.
- El prestatario debía demostrar recursos suficientes en sus cuentas bancarias para cubrir la cuota inicial del inmueble, más dos meses de pago de la hipoteca. Adicionalmente, existían límites sobre el tamaño del crédito de acuerdo con unos criterios que incluían el costo del área donde se ubicaba la vivienda (Kolb, 2011).

A partir de los criterios anteriores se asignaron categorías según el cumplimiento total o parcial de los mismos. Así, los créditos que cumplen con todas las condiciones entran en la categoría de créditos *prime*. En contraste, aquellos créditos cuyo valor supera el límite establecido se denominan *jumbo*, mientras que las hipotecas en donde no se cumple alguna de las tres condiciones enunciadas reciben el nombre de hipotecas *Alt-A* (*Alternative A-paper*). Finalmente, las hipotecas *subprime*, catalogadas como las de mayor riesgo, corresponden a aquellas que no califican en ninguna de las categorías anteriores (Baily & et al., 2008). Fueron precisamente las de este tipo, las que mostraron un mayor crecimiento en los años que precedieron a la crisis; en efecto, mientras en 2001 la participación de las hipotecas subprime en el total de préstamos era del 5.8%, para 2006 el porcentaje había alcanzado el 23.5%; así mismo, las



hipotecas *Alt-A* pasaron del 2.9% en 2001 al 15.7% en 2006 (Hubbard & Navarro, 2011). Aunque Freddie Mac y Fannie Mae incursionaron muy lentamente en el mercado *subprime*, en el momento más álgido de la crisis, se hizo evidente la importante participación que las compañías habían adquirido en dicho mercado (Kolb, 2011), lo cual fue determinante en la expansión del crédito *subprime* y por supuesto, en el aumento de la burbuja inmobiliaria que experimentó Estados Unidos antes de la crisis (Kolb, 2011).

En ese orden de ideas, los nuevos instrumentos que se introdujeron al mercado, producto de la liberalización financiera y unido al crecimiento de los créditos *subprime* produjeron una combinación que pronto desencadenaría en la peor crisis financiera después de la gran depresión. El modelo de titulación hipotecaria generó incentivos para que las entidades que otorgaban los créditos fuesen laxas a la hora de verificar la información de las personas que los solicitaban, pues dichas entidades no conservaban las hipotecas sino que por el contrario, las vendían a instituciones como Freddie Mac y Fannie Mae que se encargaban de hacer la titulación (Hubbard & Navarro, 2011). Si a lo anterior se suma la mayor agresividad de estas entidades en la compra de hipotecas *subprime*, se llega a un escenario como el que se presentó, en el que no solo había una mayor preferencia por títulos con un mayor riesgo crediticio asociado, sino también una subvaloración del riesgo de los solicitantes de crédito por parte de las instituciones financieras. Así las cosas, la vulnerabilidad del sistema ante una eventual caída en el precio de la vivienda lo hacía peligrosamente frágil. Efectivamente, cuando los precios de la finca raíz iniciaron su descenso y los prestatarios *subprime* se encontraron ante la imposibilidad de pagar sus hipotecas¹, se empezaron a sentir los efectos de la

laxitud con la cual operó el sistema por tantos años. Por otro lado, la responsabilidad de las agencias calificadoras de riesgo fue determinante en el desarrollo de la crisis, pues basadas en sofisticados modelos matemáticos, estas otorgaron grado de inversión a títulos diseñados a partir de hipotecas concedidas a individuos con dudosa capacidad de pago. Los inversionistas por su parte, invirtieron en dichos títulos con la confianza que les generaban las calificaciones asignadas por agencias de gran prestigio, como Standard & Poor's, Moody's y Fitch, entre otras (Hubbard & Navarro, 2011).



¹ Debido a los incrementos en el valor de la cuota mensual, producto de los nuevos tipos de hipotecas con tasas de interés ajustables, así como a la imposibilidad de refinanciar su deuda como consecuencia de la caída del precio de la vivienda.

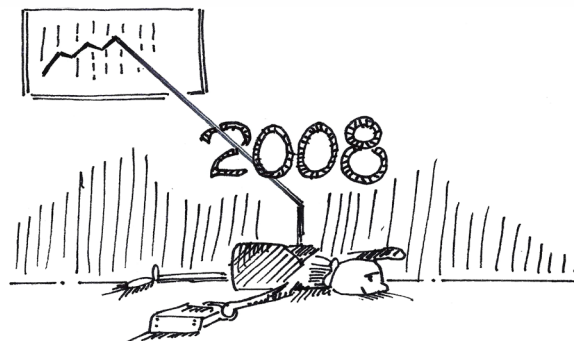
La Ley Dodd — Frank

La nueva ley de Reforma de *Wall Street* y Protección al Consumidor, conocida como *Dodd – Frank Act*, que fue promulgada en 2010 por el presidente Barack Obama, incluyó mecanismos y reglas para prevenir los elevados riesgos de *Wall Street*. Entre los elementos abarcados por la ley se encuentran:

1. La protección al consumidor, mediante la creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (*The Consumer Financial Protection Bureau*), una entidad independiente que cuenta con la autoridad para asegurar que los consumidores dispongan de información completa y precisa en todas las operaciones financieras que realizan.
2. La eliminación de la posibilidad de que el Estado utilice recursos de los contribuyentes para rescatar a las empresas que amenazan la estabilidad económica del país (*too big to fail bailouts*).
3. La generación de un sistema de alerta avanzada para evaluar el riesgo sistémico asociado a las empresas y las actividades muy grandes y complejas, que podrían eventualmente poner en riesgo la estabilidad económica del país.
4. La creación de mecanismos para asegurar la transparencia y responsabilidad de las empresas en el diseño y la emisión de instrumentos “exóticos”, eliminando los vacíos que dan lugar a prácticas demasiado riesgosas.
5. El otorgamiento de derechos a los accionistas con voz y voto, para hacer seguimiento a los esquemas de pago de los altos ejecutivos de las empresas, evitando esquemas de remuneración que incentiven la toma de posiciones demasiado riesgosas para las empresas.

6. La implementación de nuevas reglas para asegurar la transparencia y responsabilidad de las agencias calificadoras de riesgo.
7. El fortalecimiento de la supervisión para evitar fraudes financieros y la manipulación de los estados financieros.

Adicionalmente, la nueva ley contempla la creación, de al menos, cinco agencias gubernamentales. Una de ellas, como se mencionó, es la oficina de protección financiera del consumidor, una entidad independiente cuyo director es designado por el Presidente y ratificado por el Senado. Con la ley se establece también el consejo de vigilancia para la estabilidad financiera, conformado por 10 reguladores financieros federales y un miembro independiente. Se encuentra también, la oficina de las minorías e inclusión de la mujer, cuya responsabilidad es la de dirigir los asuntos de diversidad en temas contractuales y de empleo. Así mismo, se crea la oficina de calificaciones crediticias, como una agencia perteneciente a la *Securities and Exchange Commission* (SEC). La ley contempla a su vez, la creación de la Oficina Federal de Seguros, cuyo propósito está encaminado a recopilar información sobre la industria aseguradora, así como ejercer funciones de monitoreo de la misma. Por otro lado, se establece una reforma de la Reserva Federal, mediante ajustes y límites a su función como prestamista de última instancia, entre otros aspectos.



Si bien la ley *Dodd – Frank* abarca los elementos que se identificaron como factores que contribuyeron y en algunos casos fueron determinantes en el desarrollo de la crisis, de la efectividad con la cual se aplique dependerá que se obtengan los resultados esperados y que se generen incentivos para la innovación financiera sin que ello ponga en peligro la estabilidad del sistema o peor aún, la estabilidad económica del país.

Conclusiones

Fueron muchos los factores que contribuyeron al desarrollo de la crisis financiera de 2008 en los Estados Unidos. Es evidente la responsabilidad que tuvieron las instituciones financieras públicas y privadas, a la hora, no solo de otorgar créditos a personas sin suficiente capacidad de pago, sino también al diseñar sofisticados instrumentos de inversión, que además de emitirse sobre la base de las hipotecas con un elevado riesgo crediticio, generaban también incentivos perversos en la medida en que el riesgo se transfería de una institución a la otra. El débil aparato regulatorio permitió a las instituciones que interactuaban en el sistema, asumir posiciones que ponían en riesgo la estabilidad del mismo. Las agencias calificadoras

de riesgo por su parte, subvaloraron el riesgo de los productos que se emitían y asignaron calificaciones crediticias, que incentivaron a los inversionistas a adquirir dichos productos.

La ley promulgada por el Presidente Obama como respuesta a todos los hechos que acontecieron antes y durante la crisis, si bien establece medidas que buscan corregir las fallas del sistema en aras de prevenir episodios similares en el futuro, genera también un aumento importante del aparato burocrático que deberá mostrar su eficacia para que la ley cumpla definitivamente con sus propósito

Referencias bibliográficas

Baily, M., Litan, R. & Johnson, M. (2008). *The Origins of the Financial Crisis* (NBER Paper 3). Initiative on Business and Public Policy at Brookings. Washington DC: The Brookings Institution.

Hubbard, G. & Navarro, P. (2011). *Seeds of Destruction*. Saddle River, New Jersey: Pearson Education.

Kolb, R. (2011). *The Financial Crisis of Our Time*. New York: Oxford University Press.

