



## La crisis de las hipotecas “subprime” y el rol de IOSCO

Alejandro Vanoli<sup>1</sup>

La crisis hipotecaria, también conocida como crisis subprime, desatada en 2007 en los Estados Unidos tiene como principales focos críticos a la fuerte innovación financiera, el rol de las calificadoras de riesgo y la escasa regulación de las agencias gubernamentales. Previo a la explicación de los mecanismos que permitieron el apalancamiento desenfrenado en las finanzas globales, se torna necesario describir sucintamente la coyuntura macroeconómica que atravesaba Estados Unidos a principios del nuevo milenio, factores que permitieron la formación de esta burbuja en el sector inmobiliario.

Con la crisis financiera en las empresas del sector tecnológico ocurrida en Estados Unidos a principios de 2000, la Reserva Federal aplicó una política monetaria anticíclica con tasa de interés baja que posibilitó retomar el crecimiento impulsado principalmente por el consumo vía endeudamiento. El consumo interno demandaba asimismo un importante volumen de importaciones, particularmente de Asia, lo que provocó que esta región acumulara importantes fondos en dólares que eran colocados en bonos del Tesoro de EE.UU.. Es decir, como contrapartida los crecientes superávits comerciales en otras partes del mundo, se ubicaron los igualmente elevados déficits norteamericanos, tanto de cuenta corriente como fiscal. Este último, tanto en ese entonces como ahora, alimentado por los crecientes gastos provenientes de la Guerra en Irak.

Una consecuencia adicional de las bajas tasas de interés que Estados Unidos había fijado para evitar la recesión fue un fuerte salto en el crecimiento de la construcción y en los negocios inmobiliarios durante los años subsiguientes, ampliamente apoyados en la abundancia de crédito hipotecario. Ello llevó a una importante sobrevaluación de precios en el mercado inmobiliario, que pasó a tomar forma de burbuja especulativa.

---

<sup>1</sup> Economista



El mecanismo era el siguiente: Las sociedades financieras concedían créditos hipotecarios poco transparentes a diversos sectores de la población –que dada la coyuntura de la economía norteamericana, eran a tasas bajas pero variables. La cartera de créditos se la vendían a los bancos, deshaciéndose de todo riesgo y embolsando su comisión por originadores de los créditos.

A su vez, los bancos para quitar estos activos riesgosos de su balance, diseñaron a través de la ingeniería financiera productos estructurados –colocados en el mercado de capitales- que tenían como principal activo a los créditos hipotecarios mezclados con otros activos vinculados al consumo –vgr. cupones de tarjeta de crédito-.

Estos productos, llamados CDOs, se partían en tramos que contaban con una calificación de riesgo de default dada por las principales agencias calificadoras (S&Ps, Moody´s y Fitch Ratings). Los “hedge funds” (con financiamiento de corto plazo de los mismos bancos), bancos de inversión (también apalancados) e inversores del mundo compraban estos CDOs con distinta calificación (y por lo tanto con diferente rendimiento) de acuerdo a su tolerancia al riesgo. Al mismo tiempo, los mismos bancos que creaban estos CDOs, formaban sociedades (SIVs) en paraísos fiscales que también compraban (pero fuera de balance) estos productos estructurados.

El mecanismo también se repetía sobre los mismos productos estructurados, es decir se creaban CDOs de CDOs, se los calificaba y se los vendía nuevamente a los inversores. Los inversores, por su parte, se cubrían a su vez a través de seguros contra default (CDS) que si bien funcionan a nivel individual, incrementaron el riesgo sistémico.

Cuando la economía estadounidense comenzó a recuperarse, la Fed puso en marcha una serie de subas escalonadas de la tasa de interés de referencia con el objetivo de contrarrestar la inflación creciente. Consecuentemente, aumentó el nivel de morosidad en los créditos hipotecarios, muchos otorgados a tasa variable y se desató la caída en el precio de las propiedades.

Estos dos factores, sumados a que algunos hedge funds comenzaron a exhibir pérdidas, provocaron que los inversores tuvieran un efecto combinado de “vuelo a la



calidad" y a la liquidez, es decir que salieron de sus inversiones altamente riesgosas y compraron bonos del Tesoro norteamericano, considerados activos "libres de riesgo" y de alta liquidez.

Además, la fuerte demanda de efectivo para liquidar las posiciones provocó que los fondos de inversión salieran a deshacer sus posiciones en estos activos, ahora en un mercado bajista y de escasez de liquidez para estos productos -muchos de ellos ni siquiera tenían valor de mercado ya que en muchos casos eran valuados a precio de modelos teóricos (mark to model).

Al no poder hacer frente a la demanda de efectivo por parte de los inversionistas, tuvieron que vender sus mejores activos (por ende más líquidos), lo que precipitó la caída generalizada de los mercados financieros.

Los grandes bancos norteamericanos y europeos –incluidos bancos de inversión– que habían creado las SIVs se vieron obligados a asumir sus compromisos para evitar que quebraran, introduciendo así en sus balances las deudas contraídas por medio de éstas, hasta ahora fuera de sus balances. Muchos intentaron reducir su grado de exposición al riesgo, pero dado el considerable monto de sus pérdidas no pudieron mantenerse indemnes por mucho tiempo, teniendo que ser rescatados por fondos soberanos, comprados por otros bancos con la ayuda de la Fed (Bear Stearns) o incluso nacionalizados como el caso británico del Northern Rock.

En este contexto, la regulación en la materia posee un rol clave. Y allí es donde se debe destacar a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus cifras en inglés).

El Comité Técnico de IOSCO lanzó en noviembre de 2007 el Grupo de Trabajo sobre la Crisis Subprime, compuesto por quince agencias que regulan algunos de los mercados más grandes, desarrollados y globalizados del mundo . Su objetivo es la revisión de los tópicos regulatorios de mayor peso en relación a las transacciones internacionales de valores y futuros, coordinando respuestas prácticas a los mismos. En este sentido, su objetivo es complementar el trabajo emprendido por otros organismos regulatorios y gubernamentales, incluyendo el Foro para la Estabilidad



Financiera, en el tratamiento de la inestabilidad que actualmente experimentan los mercados financieros.

El foco del Grupo de Trabajo está puesto en cuatro temas clave que abordan el problema desde sus distintos actores. Por el lado de los productos estructurados, se busca una mayor transparencia por parte de sus emisores, así como un conocimiento apropiado de los mismos por parte de los inversores.

Ello resulta de vital importancia ya que, agravando la falta de confianza, está el hecho de que nadie sepa con certeza "dónde está enterrado el tóxico financiero ": las complejas innovaciones financieras hicieron virtualmente imposible su rastreo, excepto siguiendo el rastro de quiebras, cuando ya es tarde.

IOSCO enumeró varios pasos clave que pueden dar los participantes de los mercados con miras a restaurar la confianza en la operación de los mismos: instando a las instituciones financieras a mejorar la información disponible para el mercado primario de instrumentos financieros estructurados, proponiendo que los participantes del mercado cooperaren para identificar aquella información relevante y útil para lograr un apropiado nivel de transparencia en el mercado secundario, y proponiendo que las instituciones financieras hagan una declaración precisa sobre su nivel de exposición a los instrumentos financieros estructurados.

En segundo lugar, y desde el punto de vista del riesgo incurrido, se aboga por un mejoramiento de su administración por parte de los intermediarios. Asimismo, el tercer eje del Grupo de Trabajo se centra en asuntos específicos de valuación y contabilidad (rol tradicional de competencia del organismo).

Por último, el Grupo de Trabajo ha sido comisionado para abordar los roles y deberes de las agencias calificadoras de riesgo. A este respecto, el Comité Técnico debatió varios posibles avances en el modelo del Código IOSCO de Principios de Conducta para Agencias Calificadoras de Riesgo (CRAs, por sus siglas en inglés), incluyendo la aclaración de los supuestos detrás de las calificaciones individuales otorgadas a transacciones financieras estructuradas; la prohibición de aconsejar sobre el diseño de productos estructurados que la agencia también califica; y



asegurar que se tomen los pasos apropiados para que la información empleada sea de una calidad suficiente como para convalidar una calificación creíble.

A fines de marzo de 2007, el secretario del Tesoro estadounidense presentó un plan de reformas de corto, mediano y largo plazo. El proyecto de reestructuración señala una serie de recomendaciones de corto, medio y largo plazo para la modernización de la estructura normativa, incluyendo un nuevo organismo de control para la originación de hipotecas, mayores requisitos informativos para dotar de mayor transparencia al sistema, un rol más activo para la Fed y la fusión entre los reguladores de los mercados de valores y de futuros, entre otras medidas.

Todos estos puntos resultan vitales para comenzar a sanear la intrincada y apalancada situación financiera, que ya no es sólo norteamericana sino que cada vez más se expande hacia el resto del mundo. Si el desarrollo en algo se parece al de los últimos meses, cada vez más instituciones se verán afectadas, o bien por la inaccesibilidad del crédito, o bien por los efectos recesivos de una crisis que ya en mucho excede el ámbito financiero.

Como reflexión final, cabe preguntarse sobre el rol de estos organismos internacionales ante turbulencias financieras. Sus recomendaciones surgen meses después del estallido de la burbuja, cuando los síntomas eran evidentes mucho tiempo antes. Su trabajo debería ser proactivo en cuanto a la detección de focos críticos. La transformación de estas instituciones en agencias internacionales de prevención de crisis financieras es imprescindible, de otro modo su legitimidad se verá fuertemente erosionada.

#### Referencias:

Borenstein, E. y Mauro, P. (2002): Reviving the case for GDP-Indexed Bonds, IMF policy Discussion Paper, 10/2002.

Frenkel, Roberto (2003): Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad, en *Desarrollo Económico* N° 168, Vol. 42, Buenos Aires.

Frenkel, Roberto (2003): Globalización y crisis financieras en América Latina, en *Revista de la CEPAL*, N° 80, Santiago de Chile, Agosto 2003.

Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace & Co., Florida.

Minsky, H. (1981): Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles, en *Can "It" Happen Again?*, Essays on Instability and Finance, M. E. Sharpe, Inc., New York.