

---

## La crisis crediticia: causas, respuesta pública y más allá

*Henrik Lumholdt \**

**Tema:** En este ARI se comentan las causas de la crisis crediticia, la respuesta pública a la misma y las consecuencias de dicha crisis.

**Resumen:** En este ARI se debaten las principales causas de la crisis crediticia, las respuestas a corto plazo de las autoridades y algunas de las cuestiones regulatorias derivadas de ello. Se afirma que deberán volver a aprenderse las lecciones extraídas de las crisis anteriores.

### **Análisis:**

*La experiencia es una buena escuela, pero su coste es alto*  
Heinrich Heine

#### *La política monetaria de EEUU en 2000-2006: de la gestión de la crisis a la normalización y vuelta a empezar*

Tras el estallido inicial de la burbuja tecnológica en 2000, el reconocimiento por la Reserva Federal de que la economía estadounidense podría estar dirigiéndose a una recesión al entrar en 2001 llegó demasiado tarde para algunos observadores. Haber elegido el momento perfecto quizá habría sido pedir demasiado a los bancos centrales, prácticamente creados institucionalmente para ser reactivos, más que proactivos. Sin embargo, cuando finalmente se administró la medicina monetaria en 2001-2004, las dosis radicales administradas dieron lugar a un debate mucho mejor fundamentado: ¿realmente era necesario dejar los tipos de interés reales en un territorio generalmente negativo durante más de tres años (2001-2005) para compensar la debilidad del mercado de valores y el desapalancamiento corporativo de ese período? Varios economistas del sector privado y académico manifestaron su preocupación por el endeudamiento resultante de los hogares.<sup>1</sup>

Empezó a decirse que la política monetaria, afortunadamente en un período de recuperación económica desde 2004, debía normalizarse ya y la Reserva Federal inició una serie de subidas de tipos que llevaron al tipo de referencia interbancario de la Fed

---

\* *Miembro del Grupo de Trabajo sobre Economía Internacional del Real Instituto Elcano*

<sup>1</sup> En [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org) figura una amplia lista de contribuciones a este debate. Taylor (2007) documenta cómo, de haberse aplicado en esos años una política monetaria más rigurosamente dirigida por una función de respuesta como su propia "Regla de Taylor", la burbuja inmobiliaria, y por tanto también el endeudamiento de los hogares, habrían sido menos significativos. Buiter (2008) nos ofrece una fuerte crítica de la política de la Reserva Federal en un sentido más amplio.

(*Fed Funds Target Rate*) del 1% a mediados de 2004 al 5,25% a mediados de 2006. Sin embargo, la economía no era precisamente “normal” en todos los sentidos, ya que se estaba registrando un nivel de endeudamiento sin precedentes en los hogares y algo parecido a una burbuja inmobiliaria. En un principio, la normalización de la política pareció estar funcionando bien. Sin embargo, al entrar en 2006, cuando los tipos de las hipotecas de interés variable comenzaron a reajustarse y los impagos aumentaron considerablemente, empezó a quedar de manifiesto que algunos hogares estaban teniendo graves dificultades para soportar la mayor carga del servicio de la deuda, aun cuando el aumento de los tipos de interés pudiera parecer razonable desde el punto de vista del crecimiento y la inflación.<sup>2</sup> El mercado de hipotecas basura (*subprime*) fue el más afectado. En un principio se dijo que se trataba de un fenómeno aislado que no se extendería a otros mercados de crédito. Pero cada vez empezó a ser más evidente su amplio uso como instrumento subyacente de productos estructurados, a medida que los *hedge funds*, las empresas de seguros y los bancos empezaron, cada vez más, a notificar pérdidas derivadas de esta fuente. Para mediados de 2007, cuando el volumen del mercado interbancario cayó a mínimos, los bancos centrales reaccionaron con inyecciones de grandes cantidades de liquidez en el sistema bancario y, en el caso de la Reserva Federal, con un cambio total de la política de tipos de interés, que llevó al tipo de referencia interbancario de la Fed del 5,25% al 2% en abril de 2008.

Sin embargo, para entonces, el instrumento de la política monetaria, que tan satisfactoriamente había conseguido contrarrestar la implosión de la burbuja tecnológica de los años anteriores, resultaba de repente mucho menos eficaz. Para los críticos, las excesivas dosis administradas en el pasado habían inmunizado al paciente contra la medicina. En términos económicos, se avecinaba una restricción del crédito, puesto que los bancos empezaron a mostrarse reticentes a conceder créditos al sector privado, restringiendo su cantidad y elevando su precio.

#### *Prácticas bancarias y productos estructurados*

La política monetaria no fue lo único que impulsó el *boom* crediticio. A medida que los precios de las viviendas empezaron a aumentar de forma general, se convirtió en una práctica habitual de los hogares “extraer” parte o la totalidad de las plusvalías por medio de créditos hipotecarios, promovidos por el sector financiero. Las nuevas plusvalías generadas en los precios de mercado de las viviendas llevaron a algunos comentaristas a cuestionar el valor informativo de la tasa de ahorro. Afirmaban que era lógico que los hogares de EEUU se sintieran menos inclinados a ahorrar a partir de los ingresos corrientes, dado que, básicamente, sus casas les estaban haciendo el trabajo. Además, afirmaban que, en realidad, los niveles de deuda seguían siendo bajos en comparación con el valor de las viviendas.<sup>3</sup> Además de facilitar la disponibilidad de crédito, puede

<sup>2</sup> Algunos comentaristas restan importancia a la laxitud de la política monetaria. Mizen (2008) sostiene que “los tipos a corto plazo en otros lugares, sobre todo en la zona euro y el Reino Unido, no eran tan bajos como en EEUU, y sin embargo allí también creció el crédito”. Sin duda, hay otros factores aparte de los tipos de interés que influyen en la demanda de crédito. Pero aunque unos tipos de interés reales negativos no sean condición necesaria para que se produzca un *boom* crediticio, puede decirse que a menudo sí son condición suficiente.

<sup>3</sup> El propio presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, pareció respaldar ese argumento, añadiendo que los mercados de la vivienda son menos proclives a presentar burbujas debido a la falta de liquidez de los activos inmobiliarios (véase <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2001speech.htm> y años posteriores). Aquí parece estar cometiéndose un error de generalización. Para poder verdaderamente extraer valor de la propiedad, es de suponer que uno tiene que vender el activo, más que sencillamente apalancarlo todavía más. Pero aunque esto funcionara a nivel individual, es poco probable que todo el sector de la vivienda pudiera aumentar su riqueza de forma simultánea con esta práctica. Por tanto, medir el

decirse que las prácticas bancarias contribuyeron a la demanda de préstamos de forma muy directa, ofreciendo hipotecas de duración extremadamente larga, sin amortización o con una amortización muy escasa y analizando muy superficialmente la solvencia de los prestatarios. El crecimiento de los mercados de hipotecas *subprime* y Alt-A se convirtió en el común denominador de unas políticas crediticias excesivamente expansivas de las instituciones financieras, impulsadas además por la ingeniería financiera.<sup>4</sup>

Más allá de las complejidades técnicas, las CDO (obligaciones de deuda colateralizada), SPV (vehículos especiales) y SIV (vehículos de inversión estructurada) tienen al menos tres características sobresalientes.<sup>5</sup> En primer lugar, han permitido un nivel de apalancamiento superior al normal entre los inversores de todo tipo. En segundo lugar, su complejidad ha convertido la evaluación del riesgo, y especialmente del riesgo sistémico global, en una tarea insuperable. Y en tercer lugar, la forma extrabursátil y bilateral en que se vendieron supuso que un alto porcentaje de ellos nunca tuvo que superar la prueba de recibir un precio en un mercado abierto. Este último factor ha contribuido considerablemente a las dificultades experimentadas al tratar de desapalancar los balances de los bancos que se enfrentan a problemas de liquidez y ha hecho doblemente difícil la labor de los bancos centrales. A continuación se analizan algunas de las consecuencias para futuras regulaciones.

#### *El rescate del sistema*

Las crisis tienen una forma sorprendente de instruir a los profanos en cuestiones y conceptos técnicos que de otra forma resultarían tremendamente oscuros. Y las crisis financieras no son la excepción. Por muy positivo que ese conocimiento suela ser *ex ante*, *ex post* los encargados de formular las políticas tuvieron que esforzarse al máximo por evitar problemas de riesgo moral, un excesivo apalancamiento del sistema bancario, un uso inadecuado de las titulizaciones y unos incentivos distorsionados de los ejecutivos de los bancos, mientras se aprobaban medidas para contener una crisis crediticia galopante que amenazaba a la economía de forma muy inmediata. Un buen ejemplo es la aprobación por parte del Congreso estadounidense del plan de rescate (*Troubled Asset Relief Program*, TARP) del secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, lamentablemente retrasado por el politiquero bipartidista vivido como consecuencia de la proximidad de las elecciones de noviembre. Como es bien conocido, el TARP autoriza al Tesoro estadounidense a comprar a los bancos hasta 700.000 millones de dólares de sus “activos tóxicos”, contribuyendo así a su proceso de desapalancamiento, mejorando la transparencia de sus balances y reforzando su capacidad para atraer nuevo capital.

Se han expresado múltiples preocupaciones con respecto a la viabilidad y justicia de este plan. En primer lugar, la complejidad y heterogeneidad de los instrumentos que habrían de venderse suscitó dudas sobre la velocidad con que podría aplicarse. En segundo lugar, una preocupación esencial es el precio que se pagará por los activos. Por un lado, un precio cercano al valor de mercado no brindaría ninguna capitalización y por tanto podría hacer que el plan resultara insuficiente. Por otro lado, un precio superior a éste equivaldría a subvencionar a los bancos (y los banqueros), lo que plantea una situación aparentemente sin salida. El actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke,

---

apalancamiento como la relación deuda/patrimonio resulta, como poco, cuestionable a nivel macroeconómico.

<sup>4</sup> Laderman (2001) discute los orígenes y la evolución del mercado *subprime* y documenta su rápido crecimiento.

<sup>5</sup> Mizen (2008) ofrece un debate de calidad y actualizado sobre esas innovaciones y la evolución de las prácticas bancarias en este ámbito.

formuló la útil sugerencia de que un precio intermedio entre los precios “de venta a la desesperada” disponibles para los bancos en el mercado y el precio que se obtendría si los activos se mantuvieran en balance hasta su vencimiento podría realmente ayudar a los bancos y, al mismo tiempo, suponer un coste limitado para los contribuyentes.<sup>6</sup> Aun así, muchos comentaristas consideran necesaria una capitalización directa de los bancos o, en otras palabras, una nacionalización parcial, para garantizar que la sociedad se beneficie del potencial alcista cuando en el futuro resuciten las instituciones financieras.

Una mayor reflexión sobre este tema apuntaría a que lo que realmente importa es que semejantes planes sean suficientemente potentes y “definitivos”. Ciertamente, la mera adquisición de activos por parte del Tesoro no da al Estado acceso al futuro potencial alcista, pero es que además supone un compromiso más limitado de dinero público, puesto que dada la naturaleza sistémica del problema, inyectar capital a partes del sistema bancario quizá no baste, a menos que se garanticen al mismo tiempo los pasivos de los bancos, haciendo el compromiso público más amplio. Al final, lógicamente, ha prevalecido el pragmatismo. Siguiendo el ejemplo británico, en la actualidad la mayoría de los países están garantizando de forma general tanto los depósitos bancarios como la refinanciación de los bancos y ofreciendo formas de inyectar capital directamente en el sistema bancario. Puede decirse que las crisis sistémicas justifican respuestas sistémicas de las autoridades. A pesar de las grandes sumas de dinero manejadas, el coste fiscal de estas medidas de contención más completas podría perfectamente resultar muy inferior al derivado de aplicar medidas parciales que posteriormente podrían resultar insuficientes. Un primer indicio de que las medidas están dando fruto sería un retorno a la normalidad del mercado interbancario, seguido, más adelante, por un retorno a prácticas crediticias menos restrictivas por parte de los bancos, una vez finalizado el proceso de desapalancamiento. Entre tanto se apreciarán inevitablemente los efectos macroeconómicos de la crisis.<sup>7</sup>

#### *Cuestiones regulatorias*

En un estudio previo de la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC) se debaten los diversos factores, interconectados y cada vez más relevantes, que influyeron en la crisis de las sociedades de ahorro y préstamo de la década de 1980. Aunque claramente la crisis se vio precedida por un exceso de préstamos por parte de las instituciones financieras, no está tan claro, sin embargo, si en última instancia la causa fue la regulación previa o la desregulación posterior (FDIC, 1997). Los economistas de tinte liberal han afirmado que las quiebras bancarias no deberían ser más ingestionables que las habituales quiebras de las empresas, a pesar del temido riesgo sistémico.<sup>8</sup> Que esa opinión consiga prevalecer dependerá en última instancia de la calidad de la regulación y la posterior supervisión bancaria. En este contexto, merece la pena reconsiderar algunos de los conceptos manejados.

¿Supone un fallo de mercado el hecho de que los bancos no puedan encontrar compradores para los productos estructurados complejos? Se podría decir que la crisis no ha estado motivada por la existencia de mercados, ni por los excesos producidos por los mercados, sino por la ausencia de mercados donde éstos hubieran podido

<sup>6</sup> Véase Bernanke (2008).

<sup>7</sup> Varias instituciones públicas y privadas predicen ya una recesión tanto en EEUU como en Europa. Pero aun cuando esto no logre evitarse con los planes de rescate, está claro que, de no haberse producido una respuesta pública, podría haber sucedido algo más funesto y bastante incuantificable.

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, Kaufman (1996) y Kaufman y Seelig (2002).

desempeñar un papel fundamental. Los mercados son “instituciones sociales” que no siempre surgen de forma espontánea. Para que existan mercados y funcionen bien son fundamentales los esfuerzos por estandarizar los productos y dotarlos de transparencia, formular normas de participación, aplicar dichas normas y que las transacciones se repitan. La consecuencia parecería ser que las innovaciones financieras no son, en modo alguno, perjudiciales de por sí, pero sí que deben demostrar ser comercializables y negociables en los mercados primarios y secundarios, en mayor medida, y emplearse, sólo en menor medida, de forma extrabursátil.

Con la regulación debería intentarse promover el surgimiento de esos mercados, brindando un marco institucional adecuado para que existan, de forma muy similar a lo observado en los mercados de opciones y futuros o en instrumentos como los *swaps*. Podría decirse que con esos esfuerzos se conseguiría también simplificar el diseño de normas contables adecuadas. Es más probable que una contabilidad basada en el ajuste al mercado (*marking-to-market*) brinde valoraciones útiles si existe un mercado.

Otra cuestión es la estructura de incentivos de las propias empresas financieras. Algunas instituciones parecen efectivamente “demasiado grandes como para dejarlas caer”, como parecería sugerir el rescate de entidades como Fannie Mae, Freddie Mac y AIG. Pero por muy atractiva que pudiera resultar una estructura bancaria más atomizada desde el punto de vista de la competencia, de poco serviría si no se consiguen reducir los riesgos sistémicos. Un buen ejemplo es la experiencia vivida en EEUU en la década de 1980, con quiebras de bancos de cuatro cifras. En última instancia, nada puede sustituir a una estructura de incentivos adecuada a nivel institucional individual y a la supervisión de los riesgos sistémicos a nivel global. Con respecto a lo primero, debería considerarse detenidamente si las empresas patrocinadas por el Estado (*Government Sponsored Enterprises* o GSE), como las agencias y las entidades similares del sistema financiero que gozan de una garantía estatal implícita constituyen una estructura viable en una economía moderna. Quizá la lección más importante que podría extraerse de la crisis de las sociedades de ahorro y préstamo es que las entidades que se encuentran en una situación intermedia entre la propiedad completamente estatal, con el control que ello implica, y la propiedad exclusivamente privada, con la ausencia de responsabilidad pública que ello (normalmente) implica, representan lo peor de ambos mundos. Si bien el riesgo moral es una mala hierba presente en la mayor parte de los jardines financieros, parece crecer con más fuerza en unos que en otros.

**Conclusiones:** En este documento se ha apuntado con un dedo acusador a la política monetaria de los EEUU, los excesivos préstamos, la titulización sin mercados y la deficiente regulación. Sin duda, esta lista podría ampliarse considerablemente y se podrían modificar o reforzar los argumentos. Aunque la actual crisis crediticia presenta invariablemente algunas peculiaridades únicas, no deja de provocar una sensación de *déjà vu*. Hay que evitar cualquier intento de considerar la actual crisis un caso especial, resaltando sus particularidades. Más bien, deberíamos intentar extraer principios generales de esta experiencia y las experiencias previas. De lo contrario, corremos el riesgo de tener que volver a vivir otra vez lo mismo.

*Henrik Lumholdt*

*Miembro del Grupo de Trabajo sobre Economía Internacional del Real Instituto Elcano*

---

## Bibliografía

Bernanke, Ben (2008), “Economic Outlook”, declaración ante el Comité Económico Conjunto del Congreso de EEUU, septiembre, y “observaciones”, no incluidas en el discurso preparado.

Buiter, William (2008), “The Greenspan Fed: A Tragedy of Errors”, *Financial Times*, 8/IV/.  
Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC (1997), “History of the Eighties – Lessons for the Future: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s”.

Kaufman, George G. (1996), ‘Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation’, *Cato Journal*, primavera/verano, pp. 17-45.

Kaufman, George G., y Steven Seelig (2002), “Post-Resolution Treatment of Depositors at Failed Banks”, *Economic Perspectives*, Banco Federal de Chicago, segundo trimestre de 2002, pp. 27-41.

Laderman, Elizabeth (2001), “Subprime Mortgage Lending and the Capital Markets”, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, nº 2001-38, 28/XII/.

Mizen, Paul (2008), “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septiembre/octubre.

Taylor, John B. (2007), “Housing and Monetary Policy”, presentación realizada en el Panel de Política del Simposio sobre vivienda, financiación de viviendas y política monetaria patrocinado por el Federal Reserve Bank of Kansas City en Jackson Hole, Wyoming, septiembre de 2007.