

# La debacle de las *subprime*

Karl Beitel

Mientras los Estados Unidos se preparan para la llegada de la recesión, gran parte de la culpa del actual empeoramiento económico se atribuye a la reciente crisis de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo. Aunque los ciclos de auge y depresión de los mercados inmobiliarios no son nada nuevo, lo que distingue a la crisis presente es que el formidable incremento de los precios de la vivienda ha estado impulsado por la proliferación de nuevas formas de títulos financieros que han permitido la inyección en los mercados de la propiedad de enormes sumas de capital crediticio. Hace solo unos pocos años, todos esos productos financieros exóticos se alababan por su capacidad de evadir el riesgo y propiciar una asignación más eficiente del crédito. Animada por la exuberante creencia de que los brujos de Wall Street habían transformado la naturaleza del riesgo de manera tan absoluta que habían alterado básicamente las reglas del juego, la demanda de ese tipo de títulos por parte de los inversores se disparó, y la suscripción y el comercio de todas esas nuevas formas de ingeniería de la deuda experimentaron un extraordinario periodo de crecimiento.

Ese sistema de títulos financieros se ve ahora puesto a prueba. Mientras la burbuja inmobiliaria se desinfla, han surgido serias inquietudes sobre la

---

• Artículo publicado en *MR*, vol. 60, nº 1, mayo de 2008, pp. 27-44. Traducción de Joan Quésada. Karl Beitel investiga en la actualidad para el Sindicato Internacional de Empleados de Servicios (Service Employees International Union [SEIU]), Local 1021. Se puede contactar con él en [kbeitel@earthlink.net](mailto:kbeitel@earthlink.net). Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen al autor y no reflejan necesariamente las posturas del SEIU.

situación financiera del sector de la vivienda en Estados Unidos, que durante una década ha sido el motor principal del crecimiento económico. La enorme magnitud de la deuda acumulada en los sectores de la vivienda y financiero y el grado en que la creación de crédito se ha «desconectado» de la financiación de la acumulación productiva plantean una serie de oportunas y preocupantes cuestiones. ¿Cómo se ha producido esta crisis y cuáles son sus implicaciones a largo plazo? ¿Se ha llegado al límite de la capacidad de creación de crédito especulativo para elevar el precio de los valores y sostener una forma de acumulación acosada por el endeudamiento y dependiente de este? ¿O esto es solo un bache en el camino, tras el cual dará comienzo una nueva ola de crecimiento impulsado por el crédito?

### **El papel de los bancos en la crisis actual**

Para comprender la naturaleza de la crisis actual, antes hay que considerar de qué forma las recientes innovaciones financieras han transformado el proceso mediante el cual los bancos suministran créditos. El dinero —medio de pago universalmente aceptado para la satisfacción de obligaciones financieras— se crea cuando los bancos emiten créditos y se destruye cuando los prestatarios retornan la deuda. Al emitir un nuevo préstamo, un banco crea simultáneamente un activo que conlleva rendimientos —un préstamo que guarda en su propia cartera— y un pasivo en su propia cuenta en forma de un depósito a la vista que obliga al banco a satisfacer la demanda de fondos del prestatario. El prestatario, que puede ser una familia que pide un préstamo hipotecario o un fondo de inversión libre (*hedge fund*) que desea una línea de crédito, emite un pagaré o reconocimiento de deuda que le compromete a devolver el principal con intereses. Para decidir si conceden un crédito, los bancos suelen llevar a cabo algún tipo de evaluación de la solvencia del prestatario basada en criterios como el valor de las garantías del prestatario, su patrimonio neto, su coeficiente de endeudamiento, el flujo de efectivo disponible para devolver la deuda, su historial de crédito pasado y las expectativas del banco con respecto a las condiciones futuras del mercado que inciden sobre la capacidad del prestatario para obtener la renta suficiente para satisfacer todos los pagos contraídos mediante la deuda. Si la entidad que emite el pagaré es una gran empresa u otra gran institución financiera, los bancos satisfacen la petición de fondos más o menos a la vista, en forma de cuentas de descubierto o líneas de crédito.

En el «antiguo» sistema de intermediación financiera basado en los bancos, los bancos concedían créditos que creaban tanto un pasivo en sus propias cuentas —un depósito a la vista a disposición del prestatario— como un activo no-líquido que conlleva intereses y que el banco guardaba en su propia cartera. La ganancia procedía del diferencial entre el tipo de interés que se cobraba sobre los préstamos y el tipo que los bancos pagaban por los depósitos mediante los cuales los bancos «compraban» fondos de las familias (por ejemplo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y otros depósitos girables). En el «nuevo» mundo de las finanzas del siglo XXI, los bancos emiten préstamos y, después, lo normal es que vendan esos activos en el mercado secundario de préstamos, donde estos se agregan en grandes cestas y se utilizan para crear nuevas clases de activos que conllevan rendimientos. «Titularización» es el término para denominar ese proceso de transformación de préstamos no-líquidos guardados en las carteras bancarias en activos comerciables (negociables) que se compran y venden en los mercados secundarios de bonos.

El proceso da comienzo cuando un expedidor de hipotecas concede un nuevo préstamo a una familia que esta utiliza para la adquisición de una vivienda. En lugar de conservar el préstamo en su propia cartera, lo más frecuente es que el expedidor —sea una compañía hipotecaria privada o un gran banco o caja de ahorros— venda el préstamo a una entidad patrocinada por el Gobierno (GSE en sus siglas en inglés) como Fannie Mae, Freddie Mac, o bien a la compañía asegurada por el Gobierno Ginnie Mae (si los préstamos cumplen los requisitos de suscripción de la Administración Federal de la Vivienda y el Departamento de Asuntos de Veteranos), o bien a bancos de inversión de Wall Street (Goldman Sachs, Citibank, Merrill Lynch, etc.). Los compradores de dichos préstamos los agrupan en grandes cestas y después emiten un tipo de bono que se conoce como título de garantía hipotecaria (MBS o *mortgage-backed security* en inglés), cuya rentabilidad se basa en el traspaso de los pagos de intereses y capital desde la cesta de deuda hipotecaria subyacente. Los bancos obtienen beneficios con las comisiones que cobran por los servicios que proporcionan al asegurar la emisión de ese tipo de deuda, por ejemplo, mediante la adquisición y la agregación de préstamos, la creación y la venta de títulos en el mercado secundario y la gestión del traspaso de los pagos de la hipoteca subyacente a los compradores finales, que suelen ser familias ricas, grandes empresas institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión libre (*hedge funds*). Los MBS son instrumentos de elevada liquidez que se comercian en mercados secundarios de gran profundidad y son uno de los tipos de activos financieros más importantes

en cuanto a volumen actual de compra-venta en los mercados financieros estadounidenses. Dichos instrumentos son en la actualidad el principal conducto de financiación de nuevos préstamos hipotecarios, la gran mayoría de los cuales se emite con la expectativa de venderlos en el mercado hipotecario secundario.<sup>1</sup>

La titularización ha extendido la creación de una plétora de exóticos instrumentos financieros cada vez más complejos «diseñados» a partir de los flujos de pagos creados por los MBS. Las más importantes de esas nuevas clases de activos financieros de diseño son las denominadas obligaciones de deuda con garantía (CDO o *collateralized debt obligations* en inglés), cuyo rápido crecimiento entre 2000 y 2006 figura en la raíz de la actual crisis de las *subprime*. Una CDO se crea cuando una entidad patrocinada por el Gobierno o un banco de inversión de Wall Street compran una gran cesta de hipotecas *subprime* o de alto riesgo. Los flujos de pagos se reparten y se distribuyen en varios «tramos» que se distinguen por su nivel de exposición a pérdidas como consecuencia de los impagos producidos en la cesta de hipotecas subyacente. El tramo inferior (sin calificación), llamado *equity tranche*, es el primero en absorber las pérdidas. Cuando este está agotado, las nuevas pérdidas se aplican al siguiente tramo hasta que se agota su principal, y así sucesivamente se asciende por la escalera (o *mezzanine*) de tramos. Eso, en teoría, ofrece protección al tramo superior, que recibe la calificación de crédito AAA. Los tramos inferiores, más expuestos a los riesgos crediticios y con calificaciones de crédito más bajas, ofrecen tasas más altas de remuneración a los inversores. Cada tramo representa, por lo tanto, una subclase diferente de deuda que se distingue según su tasa de remuneración y de riesgo. Sus patrocinadores han promocionado las CDO como vehículos que ofrecen a los inversores un mayor abanico de opciones de inversión al permitir a los gestores de fondos recalibrar más fácilmente el equilibrio relativo entre riesgo y remuneración de sus carteras.<sup>2</sup>

Para sus proponentes —los grandes intereses financieros y su coro defensor de académicos sicofantes—, la titularización ha incrementado eficientemente la capacidad de los mercados financieros para conceder crédito allí donde más se necesita. En realidad, la reciente debacle de las *subprime* demuestra hasta qué punto la innovación financiera ha sido terreno fértil para la especulación desenfrenada. La titularización ha intensificado, en lugar de rebajar, la tendencia inherente de un sistema de intermediación crediticia basado en los bancos a engendrar periodos cíclicos de creación excesiva de crédito que infla los activos financieros a un ritmo que sobrepasa con mucho el ritmo de crecimiento y de acumulación. Eso hace que el

sistema financiero sea vulnerable a crisis debidas a uno cualquiera de los diversos factores que ralentizan el crecimiento económico y hacen que las entidades altamente endeudadas sean incapaces de satisfacer sus obligaciones financieras; factores como, por ejemplo, el aumento de los tipos de interés, un bajón de la inversión o un descenso del gasto de los consumidores. Eso no es consecuencia de malas decisiones en materia de políticas, ni de intervenciones públicas bienintencionadas pero, en última instancia, mal orientadas, si bien es cierto que las actuaciones de la Fed tienen un papel significativo al asegurar un exceso de emisión de créditos y hacer que el sistema se dirija hacia un exceso de especulación. Más bien al contrario, la tendencia a ampliar excesivamente los activos financieros es inherente a un sistema en el que la creación de crédito, alimentada por la innovación financiera, se ha ido disociando progresivamente de la acumulación real, es decir, de las inversiones tangibles de capital. Las crisis episódicas son un mal endémico de un sistema como ese de especulación financiera disociada. Lo que ha sucedido volverá a suceder posiblemente en una escala aún mayor. La única pregunta es cuándo.

### **Anatomía del *boom* y la burbuja recientes**

La debacle de las *subprime* tiene su origen inmediato en la decisión de la Reserva Federal de bajar los tipos de interés después del estallido de la burbuja de las empresas de Internet. Al descender el precio de las acciones, surgió la preocupación por que una masiva depreciación del valor (nominal) de las carteras de los especuladores financieros amenazara con arrastrar a toda la economía a una espiral descendente. Para evitar tal curso de acontecimientos, entre finales del año 2000 y junio de 2003 la Reserva Federal recortó los tipos de los fondos federales (los tipos que los bancos se aplican entre sí en los préstamos a un día) en 550 puntos base, o sea, del 6,5% al 1,0%. Aunque la reducción de los tipos de préstamo interbancario no logró detener el descenso en el mercado bursátil, sí que redujo los costes de los créditos al consumo y los préstamos hipotecarios. Los tipos de interés más bajos hicieron que aumentara la cantidad que las familias podían pagar por una vivienda. Como los precios subían se incrementó la confianza de los prestamistas en la seguridad de esos préstamos hipotecarios recién concedidos, ya que la apreciación implicaba que era posible recuperar el valor total del préstamo en el caso (entonces aparentemente improbable) de impago o de que hubiera que acabar por ejecutar la hipoteca. Eso redujo las calificaciones del riesgo específico en todos los estadios

del proceso de financiación, ya que se esperaba que incluso las ratios préstamo/vivienda muy elevadas descenderían con cada nuevo aumento de los precios de la vivienda. Con el aumento de la confianza, los prestamistas mejoraron su disposición a conceder hipotecas cada vez mayores a pesar del aumento de la ratio deuda/ingresos de las familias y de la ratio préstamo/valor de muchas viviendas recién adquiridas. Los inversores rebosantes de excedentes de efectivo y animados por la posibilidad de obtener créditos baratos que podían utilizar para financiar la adquisición de inversiones altamente apalancadas, empezaron a demandar cantidades cada vez mayores de esos productos financieros estructurados (MBS y CDO) diseñados a partir de los flujos de ingresos generados por las cestas de hipotecas subyacentes. De esa forma, el aumento de los precios de la vivienda transmitía una sensación de confianza en todas las fases de la titularización que sostuvo el creciente apetito de deuda garantizada (*collateralized*) de los inversores.

Para entender cómo se desarrolló el *boom*, sería un error pensar que los grandes bancos eran tan solo proveedores pasivos de crédito que se acomodaron a un nivel dado de demanda del mercado. Por el contrario, los bancos están sujetos al mismo tipo de imperativos de ganancias que las demás empresas capitalistas. Para expandir los mercados y las ganancias, las grandes instituciones crediticias empezaron a comercializar agresivamente grandes cantidades de hipotecas y productos crediticios para el consumo. A partir de 2004, los conductos de titularización establecidos por Wall Street experimentaron una rápida expansión y empezaron a representar una porción cada vez mayor del mercado secundario. Los bancos de inversión establecieron también un nuevo tipo de operaciones incluidas en cuentas de orden (o fuera del balance) y conocidas como vehículos de inversión estructurada (SIV o *structured investment vehicles* en inglés). Los SIV proporcionaban un aparato adicional para la adquisición de préstamos hipotecarios, que se reestructuraban en CDO y después se consignaban en las cuentas de orden (fuera del balance). Para crear un SIV, el banco patrocinador compra una gran cesta de títulos de garantía hipotecaria que utiliza para crear obligaciones de deuda con garantía hipotecaria. Después se establece un SIV y se emite un tipo de deuda denominado «efecto comercial respaldado por un activo» para recaudar fondos destinados a comprarle al banco patrocinador esas obligaciones de deuda con garantía. Los efectos comerciales son deuda a corto plazo de entre uno y noventa días de duración. Para asegurar que los efectos comerciales sean aceptados, el SIV debe obtener como aval una línea de crédito del banco patrocinador como seguro en el caso de que el SIV no disponga de sufi-

ciente efectivo para satisfacer dichas obligaciones en el momento de su cumplimiento. Mientras los compradores de tales efectos (los fondos de inversión en activos del mercado monetario) mantienen su confianza en la solvencia de los prestatarios, la deuda se refinancia al alcanzar su vencimiento al tipo de interés imperante. Por eso, los efectos comerciales emitidos por el SIV no generan inicialmente ningún pasivo adicional para el banco patrocinador.<sup>3</sup>

La emisión de efectos comerciales respaldados por activos explotó en 2004 tras experimentar un declive de cuatro años. El *boom* en el uso de efectos comerciales respaldados por activos a partir de 1995 prueba tanto la expansión de ese tipo de financiación titularizada como la de la creciente masa de deuda que existe actualmente en operaciones consignadas en cuentas de orden (fuera del balance) y otros conductos de financiación altamente especializados y, con frecuencia, opacos, sobre muchos de los cuales nunca se ha dado parte. Claro está, la trampa estaba en qué sucedería si los mercados monetarios empezaban a negarse a refinanciar los efectos vencidos de los SIV, ya que eso obligaría a los SIV a recurrir a las líneas de crédito de aval para satisfacer sus cuantiosas obligaciones. En el momento de apogeo del frenesí crediticio, nadie prestaba demasiada atención al peligro que acechaba, ya que todo el mundo en Wall Street tomaba parte en el juego y las entidades aseguradoras de las emisiones estaban obteniendo ganancias récord.

De esa forma, los bancos crearon un nuevo vehículo de inversión que apuntaló una explosiva demanda de deuda hipotecaria. Wall Street adquirió cantidades masivas de títulos de garantía hipotecaria (MBS) para crear complejas obligaciones de deuda (CDO) que fueron vendidas a fondos de pensiones o fueron colocadas en sus propias operaciones consignadas en cuentas de orden (fuera del balance). Esos instrumentos retornaban fondos a los expedidores de las hipotecas, quienes los usaban para garantizar la emisión de nuevos préstamos hipotecarios. La rotación de capital dinámico en ese complejo «fondo giratorio» de múltiples capas proveyó el combustible financiero que impulsó el *boom* y la burbuja. Los precios de la vivienda se dispararon en toda la nación, mientras que en muchos mercados regionales la tasa de aumento fue aún mayor. Una gran parte del explosivo crecimiento de los préstamos hipotecarios después de 2005 fue el reflejo de la entrada de los SIV como uno de los principales nuevos proveedores de recursos financieros para la adquisición de vivienda, aunque es difícil obtener datos precisos sobre el crecimiento de los SIV debido a que jamás se dio parte de muchos de dichos vehículos.

## La deuda de las *subprime* y la debacle hipotecaria

Mientras la codicia de Wall Street por esas nuevas formas de finanzas de diseño explotaba, los prestamistas empezaron a dirigir sus productos crediticios a familias trabajadoras con rentas bajas o moderadas y un historial anterior de problemas crediticios: el llamado mercado de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo. Los préstamos *subprime* tienen tipos de interés varios puntos superiores a los de la deuda hipotecaria estándar (conocida como *prime*) para compensar a los inversores por el mayor riesgo asociado a la posesión de esa clase de deuda. Para instigar a las familias de renta baja a solicitar préstamos *subprime*, los prestamistas asociaron a estos toda una caterva de dulcificantes que rebajaban el pago de intereses durante los primeros años del préstamo. Empezaron a proliferar las hipotecas de «solo intereses», que únicamente exigían de los prestatarios el pago de la cantidad correspondiente a los intereses y que, con frecuencia, ofrecían unos tipos de interés iniciales seductoramente bajos a modo de «incitación». Se hicieron comunes los préstamos de amortización negativa, que capitalizan [o sea, suman] el principal que no se liquida en la cuota mensual en el valor base del préstamo. Cada vez fueron más los préstamos en forma de hipotecas de interés variable. Para prestar a las familias con ahorros limitados, los corredores de hipotecas empezaron a emitir préstamos sin entrada y a prestar por el valor total de la vivienda. A los prestatarios se les permitía que hicieran constar su renta en las solicitudes de préstamo sin que los prestamistas les exigieran ninguna documentación acreditativa.<sup>4</sup> Para animar a las familias trabajadoras a asumir mayores niveles de endeudamiento, a los prestatarios de *subprime* se les decía que no se preocuparan por el aumento de las cuotas cuando las hipotecas se recalculasen, ya que siempre podían reconvertirla posteriormente en un préstamo más estándar a interés fijo.

Conforme los precios iban aumentando, los prestamistas aumentaron la emisión de deuda *subprime* que era absorbida por los conductos de financiación, rediseñada y revendida en forma de CDO. Los estándares de aseguración y supervisión se deterioraron en todas las fases del circuito de financiación. Dadas las enormes ganancias a corto plazo que se estaban produciendo, los bancos de Wall Street parecían dichosamente despreocupados por el hecho de que el volumen creciente de CDO se estaba generando sobre la base de una enorme masa de deuda altamente cuestionable y, en última instancia, imposible de amortizar. Las grandes agencias crediticias, Moody's, Fitch y Standard and Poor's, participaban de las inmensas ganancias del *boom* a expensas de abandonar su supuesto papel de pruden-



te supervisión y control de la calidad de las cestas de deuda hipotecaria subyacentes. Entraban préstamos hipotecarios *subprime* y salía deuda con la calificación AAA.

Las familias trabajadoras se vieron arrastradas por esa locura por todo un complejo conjunto de razones. En primer lugar, todas las burbujas financieras generan un «efecto contagio». Al extenderse el *boom*, circularon historias de propietarios que habían tomado cuantiosos préstamos hipotecarios para comprar viviendas cuyo valor había crecido esplendorosamente en solo unos pocos años. Al final, eso dio origen a la creencia en que no era de prever que la apreciación de los precios tocara a su fin. En tales circunstancias, las familias llegaron a convencerse de que era el momento de lanzarse de cabeza y cargarse de deuda para entrar en un mercado que parecía que no paraba de crecer.<sup>5</sup>

En segundo lugar, un periodo de rápido incremento de los precios puede invertir la relación normal entre los precios de la vivienda y la demanda de los compradores. En las áreas metropolitanas abundaban los relatos de nuevas casas que salían al mercado y recibían más de treinta ofertas en un lapso muy breve, muchas de ellas muy por encima del precio que de entrada se solicitaba. Con el aumento de los precios, a algunos compradores, sobre todo a quienes adquirirían su primera vivienda o los que ya poseían una vivienda y querían venderla para acceder a un segmento superior del mercado, les inquietaba la posibilidad de quedar permanentemente excluidos del mercado debido a los precios. Tras numerosas experiencias en que veían cómo su oferta era rechazada, eran presa fácil del pánico. Llegados a ese punto, el incremento de precios desencadenó un aumento de la demanda.<sup>6</sup> Los compradores, frustrados tras una serie de ofertas desestimadas, empezaron a incrementar el precio que ofrecían hasta llegar al techo del límite de crédito al que podían acceder, así como a ampliar la cantidad de viviendas por las que estaban dispuestos a hacer una oferta. Dada la facilidad con que podían venderse los préstamos hipotecarios en el mercado secundario, los emisores estaban más que dispuestos a satisfacer las demandas de los compradores de niveles más elevados de endeudamiento y a incrementar las ratio préstamo/valor y aumentar los límites de crédito a que podían acceder los prestamistas a pesar de la drástica subida que eso provocaba en la ratio de endeudamiento/renta de las familias.

Por todas esas razones, la expansión del *boom* generó una psicología especulativa que animó a los propietarios de viviendas a pensar en sus casas como un activo financiero adquirido con expectativas de apreciación. Al subir los precios, se hizo más fácil convencer a los prestamistas, y que

los prestamistas se convencieran a sí mismos, de que incluso las viviendas compradas con poca o ninguna entrada retornarían rápidamente una bonita plusvalía. Empezó a producirse una transformación cultural en la que cada vez era más común encontrar artículos de diario o debates en los medios de comunicación en los que se comparaban las viviendas y las acciones bursátiles como alternativas de inversión cuyo atractivo relativo derivaba del ritmo al que se esperaba que se apreciaran con el tiempo.<sup>7</sup> Cuando ese tipo de psicología echa raíces, una casa deja de ser tan solo un hogar. Por el contrario, los propietarios de viviendas se ven movidos a pensar en sus casas como activos financieros que les ofrecerán reiteradas oportunidades de convertir el valor al alza de su patrimonio en niveles más altos de consumo habitual mediante la obtención de préstamos sobre el valor real de sus viviendas y la refinanciación de hipotecas. Como consecuencia, las familias asumieron más endeudamiento ajustado por inflación entre 1998 y 2006 que en todos los treinta años anteriores.<sup>8</sup>

### **La deuda de las *subprime* acecha Wall Street**

Para fines de 2005 aparecieron síntomas de que ese *boom* inmobiliario alimentado por la deuda iba camino de tener problemas. Por lo pronto, el aumento de los precios empezó a disminuir en muchos mercados regionales cuando la Reserva Federal incrementó los tipos de interés en un ataque preventivo contra la inflación. Cuando los tipos de interés aumentaron y un número cada vez mayor de préstamos a «tipos incitadores» empezaron a recalcularse de acuerdo con ello, los prestatarios empezaron a incumplir los pagos. Empezó a cundir la alarma entre los fondos de inversión de alto riesgo (*hedge funds*), los fondos de pensiones y las grandes compañías aseguradoras que habían adquirido toda esa deuda estructurada. Al principio parecía que la crisis quedaría confinada al mercado de las *subprime*. Sin embargo, no tardó en quedar claro que la proliferación de todas esas nuevas formas de títulos de crédito negociables en el mercado de capitales no había eliminado el riesgo del sistema de obligaciones financieras entrelazadas. Por el contrario, al aumentar el impago y empezar a extenderse las pérdidas, de repente nadie estaba ya seguro de dónde estaba el crédito malo, dado que la titularización había distribuido la deuda *subprime* a lo largo de una inmensa cantidad de carteras de inversión.

Cuando los inversores pasaron a reducir la exposición a productos financieros de garantía hipotecaria, a los emisores de las hipotecas les resultó más difícil acceder a los mercados secundarios. Los bancos de Wall

Street, que tan solo un año antes alimentaban la expansión de las *subprime*, intentaron como pudieron reducir su exposición, y el conducto de financiación quedó paralizado.<sup>9</sup> El 2 de abril de 2007, New Century Financial, el mayor expedidor de *subprime* de Estados Unidos, solicitó la condición de quiebra bajo el capítulo 11 de la ley concursal estadounidense.\* American Home Mortgage siguió el ejemplo y se acogió al capítulo 11 a comienzos de agosto. Después vinieron, en rápida sucesión, diversos colapsos de importancia en Europa y tanto el Northern Rock Bank, con sede en el Reino Unido, como BNP Paribas, grupo bancario francés, recibieron severos reveses en sus carteras de garantías hipotecarias. Countrywide Financial, el mayor prestamista hipotecario de los Estados Unidos, solo pudo esquivar por poco la quiebra aceptando un préstamo bancario de 11.000 millones de dólares. Lo que hizo que el caso de Countrywide fuera especialmente significativo fue que la compañía no estaba especializada en créditos *subprime*. Por eso, su flirteo con el capítulo 11 fue una poderosa señal de que incluso el mayor prestamista hipotecario privado de la nación estaba atravesando por crecientes dificultades para descargarse de su cartera hipotecaria.

Al multiplicarse las quiebras, el pánico empezó a cundir. Los fondos del mercado monetario empezaron a negarse a refinanciar los efectos comerciales de los SIV. En ese momento, lo que había comenzado aparentemente como un problema localizado restringido a un nicho de mercado especializado amenazaba con explotar en una crisis propiamente dicha. De repente, los bancos que habían creado los SIV se veían obligados a cumplir con su compromiso en relación con las líneas de crédito ofrecidas como aval o a vender activos a fin de obtener fondos para retirar las obligaciones que vencían. Debido a las incertidumbres sobre las dimensiones y la escala de su exposición potencial, los bancos empezaron a albergar dudas a la hora de extender los préstamos a corto plazo en el mercado interbancario de capitales y empezaron a acaparar fondos. A pesar de los tipos oficiales de cotización de los fondos federales a un día y de los préstamos del LIBOR (London Inter-Bank Offer Rate o tipos interbancarios de Londres para créditos a corto plazo en el Euromercado), los bancos se dedicaron a racionar el crédito a corto plazo y se negaron a prestar incluso a otras instituciones financieras multinacionales ostensiblemente solventes.<sup>10</sup> El crédito, que hasta hacía poco era tan abundante, se secó, y a la fase de «revulsión» siguieron el «crac y el pánico».<sup>11</sup>

---

\* El *chapter 11* (capítulo 11) del *Bankruptcy Code* o ley concursal estadounidense otorga a las empresas en quiebra procedimientos para la reestructuración del negocio en vistas a mantener la actividad, de manera similar al concurso de acreedores actualmente vigente en España. [T.]

La Reserva Federal y el Banco Central europeo al principio pretendieron contener la extensión de la crisis aportando reservas adicionales a los bancos especializados en la intermediación financiera (30.000 millones de dólares en Estados Unidos, 138.000 millones de dólares en el caso de Europa).<sup>12</sup> El 17 de agosto, la Reserva Federal bajó los tipos de interés en 50 puntos base (un 0,5%) en un intento de aliviar el colapso del crédito interbancario y enviar una señal de que estaba dispuesta a prestar si los bancos se enfrentaban a un rápido aumento de demanda de fondos. La Fed animó igualmente a los bancos a utilizar la ventanilla de redescuento, mediante la cual los bancos toman prestado directamente del banco central.<sup>13</sup> Cuando todo eso fracasó a la hora de aliviar el colapso (debido en parte al estigma vinculado a la utilización de la ventanilla de redescuento), la Reserva Federal rebajó aún más los tipos de los fondos federales, en 75 puntos base, en una decisión adoptada fuera de las reuniones regularmente programadas. A eso siguió otra rebaja de tipos de 50 puntos base el 30 de enero.

Sin embargo, pronto quedó claro que las rebajas de los tipos de interés no lograban hacer que la cosa funcionara, ya que los bancos seguían siendo reacios a prestar fondos en el mercado de capitales interbancarios debido a la creciente incertidumbre sobre la escala y la extensión de su exposición a las *subprime*. Eso llevó al banco central a desplegar una serie de medidas sin precedentes en un intento de calmar los nervios de los agitados inversores y prestamistas y evitar que la debacle de las *subprime* se convirtiera en un colapso financiero potencialmente catastrófico.

En primer lugar, el 12 de diciembre la Reserva Federal anunció que ampliaría los tipos de activos que aceptaría como garantía de préstamos a corto plazo a los bancos miembros. Bajo la capa de la TAF (Term Auction Facility o Servicio de Subasta a Plazo), la Fed comenzó a «subastar» préstamos a los bancos aceptando como garantía MBS y otras obligaciones de deuda estructurada. Introducida inicialmente como una medida de emergencia a corto plazo, existen pocas dudas de que el nuevo servicio acabará convirtiéndose en una prestación permanente dentro del arsenal regulatorio de la Fed.

En segundo lugar, en marzo de 2008 la Fed dio un nuevo paso sin precedentes al prometer a los grandes bancos de inversión de Wall Street una línea de crédito de 200.000 millones de dólares que, de forma similar, permitía la presentación de una amplia variedad de instrumentos financieros estructurados como garantía de los préstamos. Nunca antes había concedido la Reserva Federal ese tipo de créditos directamente al sector de la banca de inversión. Con ello, la Fed ha ampliado significativamente la diversidad

y el alcance de sus operaciones en el mercado crediticio, y parece que está abandonando sus tradicionales prácticas prudentes en relación con los tipos de activos que está dispuesta a contener en su propia cartera (todavía compuesta predominantemente de bonos del Estado con riesgo próximo a cero) al aceptar como garantía CDO y otros complejos instrumentos financieros estructurados. Eso representa un aumento sin precedentes de la exposición de la Fed, ya que implica la absorción del riesgo crediticio de todos esos complejos productos financieros directamente en su propia cartera.

Más espectacular si cabe fue la agresiva intervención de la Reserva Federal el 14 de marzo para garantizar la compra por parte de JPMorgan Chase de Bear Stearn, que era entonces el quinto mayor banco de inversión de Wall Street. La crisis vinculada a la situación de casi quiebra, el rescate por parte de la Fed y la absorción por JPMorgan Chase de Bear Stearn se desencadenaron por la creciente inquietud sobre la calidad de los activos de garantía hipotecaria que Bear había utilizado como garantía para los préstamos tomados a corto plazo y los créditos recibidos de entidades homólogas en su comercio de valores. Cuando los socios comerciales de Bear empezaron a negarse a aceptar tales activos como garantía empezó a extenderse en Wall Street la preocupación por que Stearns fuera incapaz de hacer frente a sus obligaciones pendientes a un día en el llamado mercado de repos, en el que los bancos y las compañías de valores reciben y amplían los préstamos a corto plazo a un día garantizados mediante activos. Fue eso lo que incitó a la Fed a intervenir, ya que el impago en las obligaciones a un día de uno de los principales bancos de inversión de Wall Street amenazaba con destruir la liquidez de un mercado de repos de 4,5 billones de dólares del que todas las grandes instituciones financieras dependían para financiar los préstamos que conceden y sus operaciones comerciales.<sup>14</sup> Se juzgó que estaba «demasiado interconectado para quebrar», y la Fed concedió a JPMorgan una línea de crédito de 29.000 millones de dólares para financiar la adquisición de la cartera de activos de Bear. Según los términos del acuerdo, JPMorgan acabará adquiriendo las operaciones comerciales rentables de la cartera propia de la entidad a un precio muy inferior al del mercado, mientras que la Fed absorberá el riesgo de impago de las CDO garantizadas por *subprime* directamente en su propia cartera.<sup>15</sup>

A pesar de esas drásticas actuaciones, la incertidumbre actual sobre las dimensiones de la exposición de los bancos a la deuda *subprime* ha llevado a estos a seguir racionando el crédito, incluida la imposición de restricciones a los préstamos a corto plazo que conceden a otras grandes instituciones financieras. El fracaso de las rebajas de tipos de interés y las inyec-

ciones de efectivo a la hora de resolver rápidamente la crisis no resulta sorprendente, dado que el origen de la actual penuria está en las innovaciones financieras que sustentaron la masiva sobreemisión de deuda en última instancia no-recuperable. Ahora que está claro que cada vez son más las hipotecas predestinadas al impago, por mucha que sea la inyección de liquidez a corto plazo, no se anula el hecho de que los prestatarios con un exceso de obligaciones financieras no sean capaces satisfacer sus presentes obligaciones hipotecarias. La inyección de fondos y la rebaja de tipos no pueden resolver la contradicción subyacente de un sistema financiero que es proclive a expandir el crédito a un ritmo que excede con mucho el del crecimiento de la economía real. Por el contrario, en la medida en que dichas intervenciones logren conjurar una crisis sistémica, su función será meramente la de diferir el momento último de la reconciliación, es decir, el de una masiva deflación de la deuda que restablezca una cierta paridad entre el valor de las obligaciones crediticias pendientes de pago y el valor de los activos tangibles subyacentes.

Lo que parece cierto es que, salvo que se produzca una gran intervención en el nivel federal, las pérdidas en los préstamos *subprime* continuarán elevándose. La tasa de ejecución de hipotecas *subprime* con tipos de interés variable subió del 1,52% en 2004 al 4,72% en el tercer trimestre de 2007. Igualmente alarmante es el aumento del número de hipotecas *subprime* con tipos variables en situación de impago, que pasó del 10,3% al 18,8% en el mismo periodo.<sup>16</sup> Según estimaciones del Comité Económico Conjunto [*Joint Economic Committee*], las actualizaciones de hipotecas que se están produciendo actualmente podrían acabar por provocar la ejecución de una cifra tan elevada como de dos millones de hipotecas *subprime*.<sup>17</sup>

Eso exacerbará los efectos de retroalimentación negativa que ya operan en muchos mercados de vivienda regionales. Cuando los precios disminuyen, muchas familias se encuentran atrapadas en una situación de patrimonio neto negativo (por ejemplo, el valor de su hogar es ahora menor que la cantidad que aún deben por sus obligaciones hipotecarias pendientes). En tales circunstancias, la decisión de abandonar un préstamo *subprime* puede ser una decisión racional, sobre todo para los prestatarios con mala calificación crediticia. Los argumentos a favor de incurrir en impago son particularmente poderosos en el caso de las familias que adquirieron sus viviendas sin entrada, ya que la opción de dejar de pagar les permite escapar de la situación sin haber perdido nada de su propio patrimonio en la transacción.

Conforme se ejecute un mayor número de hipotecas, los prestamistas intentarán recuperar una parte del principal mediante la venta de las

viviendas recuperadas. Eso inundará el mercado, ejercerá aún más presiones a la baja sobre los precios y aumentará los incentivos para que las familias opten por el impago para liberarse de unas obligaciones de devolución de deuda cada vez más indeseables y, en muchos casos, insostenibles. Los cálculos actuales relativos a la pérdida inminente de riqueza varían desde los 300.000 millones de dólares hasta más de 1,2 billones de dólares.<sup>18</sup> Lo que está claro es que la escala de las pérdidas será enorme. Una vez que el proceso de repudio de la deuda y hundimiento del precio de los activos esté en marcha, es posible que la Reserva Federal no disponga de ninguna medida inmediata para revertir el proceso de deflación. Sobre todo en un entorno caracterizado por el racionamiento del crédito y el cierre del circuito de financiación secundario, el descenso de los precios de la vivienda desatará un efecto riqueza negativo que hará disminuir el gasto de los consumidores. En esas circunstancias, no está claro de dónde procederá el próximo estímulo económico, aparte del aumento de gasto del sector público financiado mediante deuda. Si esa posibilidad se materializa, los Estados Unidos pueden estar en la vía hacia una prolongada y profunda recesión.

Tal y como es de esperar en una sociedad dividida en clases, las familias que experimentan más negativamente el impacto de la crisis son las que ocupan los peldaños inferiores de la escala profesional y de clases de los Estados Unidos, quienes resulta que también son de forma desproporcionada gente de color. Las investigaciones demuestran que los afroamericanos tenían 2,3 veces más probabilidades y los hispanos 2 veces más de recibir préstamos de alto coste que las familias blancas durante el *boom* crediticio de las *subprime*.<sup>19</sup> Apenas si resulta sorprendente. Es más probable que los afroamericanos y los latinos sufran salarios bajos, pobreza persistente, tasas más elevadas de desempleo (sobre todo entre los afroamericanos) y la falta de transmisión intergeneracional de ahorros, lo que les limita el acceso a la propiedad de la vivienda. Así pues, a muchas familias afroamericanas y latinas no les quedó más opción que ponerse en manos de los mercachifles de hipotecas *subprime* si querían comprar una vivienda. La crisis actual reforzará las barreras sistémicas al avance social y económico de grandes sectores de la clase obrera afroamericana y latina, al aumentar las disparidades de riqueza y agravar los problemas vinculados al hecho de tener dañada la calificación crediticia. Eso pone de manifiesto la falacia de confiar en unos mercados privados de capitales sometidos a la búsqueda de ganancias y a una desestabilizadora dinámica especulativa para afrontar la crisis de la vivienda asequible a la que se enfrentan sectores significativos de las familias trabajadoras estadounidenses.

## **El mundo feliz de las finanzas titularizadas: ¿solución al estancamiento o preludio de crisis?**

La proliferación de nuevas formas de obligaciones de deuda estructurada ha hecho que el sistema sea más, y no menos, vulnerable a los envites desestabilizadores de los excesos especulativos que requieren intervenciones masivas de las autoridades públicas para evitar un colapso financiero potencialmente catastrófico. Uno de los efectos primordiales —y el que mayores beneficios comporta para los prestamistas privados— de las recientes innovaciones financieras es que estas les permiten esquivar las regulaciones de los bancos centrales, manifiestamente establecidas para imponer ciertos límites a la emisión de créditos de alto riesgo. En primer lugar, la titularización ha socavado aún más la capacidad de la Reserva Federal para utilizar la exigencia de reservas a fin de limitar la tasa de crecimiento del crédito. Las ratios de reservas exigen que los bancos mantengan una proporción dada de reservas en relación con sus depósitos totales (incluidas las cuentas a la vista creadas mediante la concesión de nuevos préstamos). En principio (aunque no siempre de hecho), eso permitía a los bancos centrales establecer una ratio depósitos/reservas y, después, intentar elevar o rebajar la provisión total de reservas para ejercer un cierto control sobre el volumen total de crédito que los bancos podían crear. Tal y como deja claro nuestra explicación aquí, mientras los bancos puedan adquirir fondos mediante la emisión de deuda a corto plazo (por ejemplo, certificados de depósito, efectos comerciales, préstamos en el mercado exterior del Eurodólar y préstamos a corto plazo garantizados mediante la cartera de bonos del Estado en manos del banco), los bancos pueden emitir nuevos créditos y, después, recurrir a la titularización para transferir dichos préstamos fuera de su propia cartera de valores. Eso ha socavado aún más la ya limitada eficacia de los requisitos de una ratio de reservas y ha suprimido una herramienta para diseñar políticas del arsenal regulador de la Reserva Federal.

En segundo lugar, la titularización permite a los bancos privados evitar las directivas sobre adecuación de capital establecidas para garantizar que los bancos cuenten con suficientes reservas de capital para hacer frente a pérdidas no previstas. A los bancos se les exige que mantengan su ratio fondos propios/activos en o por encima de cierto nivel fijado por las autoridades monetarias. La mayoría de las naciones desarrolladas, incluidos los Estados Unidos, establecen en la actualidad sus directivas de adecuación de capital según las normas fijadas por el acuerdo Basilea II, que prescribe una ratio del 4% de fondos propios con respecto al valor ajustado a riesgo



de la cartera de activos del banco. Los fondos propios del banco consisten primordialmente en las ganancias retenidas (reservas) y el propio patrimonio del banco que puede liquidarse en caso de necesidad para cubrir el coste de cancelar los préstamos cuyo servicio se ha suspendido de su cartera de activos. Las reservas de capital aportan una cierta garantía de que el banco dispone de suficiente efectivo, o de activos susceptibles de ser convertidos rápidamente en efectivo, para ofrecer protección a los depositantes en caso de que el banco tuviera que hacer frente a un incremento no previsto del impago que aumentara la proporción de deuda irrecuperable en su cartera de préstamos. Mediante el establecimiento de la ratio de capital, las autoridades monetarias pueden, en principio, establecer un cierto control en la emisión de crédito de alto riesgo: cuanto más alta es la ratio fondos propios/activos para un capital nominal bancario dado, menor será la cantidad de préstamos de alto riesgo que el banco puede extender en sus decisiones de emitir créditos *subprime*.

La titularización y la creación de novedosas operaciones en cuentas de orden (fuera del balance) permite a los bancos subvertir ese mecanismo de regulación.<sup>20</sup> Los préstamos vendidos en el mercado secundario ya no figuran en los libros de la institución emisora. Al vender dichos préstamos o consignarlos en cuentas no reguladas, los bancos pueden incrementar la emisión de nuevos créditos, teóricamente sin límite alguno, dado que pueden continuar vendiendo esas obligaciones en el mercado secundario o colocar las obligaciones de deuda estructurada en las operaciones de la cuenta de orden (fuera del balance). Los SIV ejemplifican esta última dinámica, ya que permiten a los bancos transferir cantidades masivas de activos fuera de sus propios balances hacia instrumentos de inversión mayormente no regulados y fuertemente opacos. De vez en cuando, las mentes más prudentes expresaron su preocupación por el resultado hacia dónde conducía todo eso. Sin embargo, mientras la confianza transmitía que la ingeniería financiera había transformado fundamentalmente —y reducido significativamente— el riesgo incrustado en ese sistema altamente estratificado de obligaciones de deuda entrelazadas, el único límite a la cantidad de crédito que los bancos podían crear era la disposición de los inversores institucionales a seguir adquiriendo y poseer todas esas formas de deuda garantizada. En un entorno caracterizado por el rápido aumento de precios y unas generosas ganancias de capital, a la prudencia se la llevó el viento. Se instaló un sentimiento de euforia apoyado en la creencia en que la Reserva Federal acudiría al rescate si las cosas iban demasiado lejos.

Los incentivos de ganancias intrínsecos a cada una de las fases de esos conductos financieros exacerbaron el impulso hacia el exceso al precipitar

la erosión de las funciones de supervisión y control que habitualmente realizaban las instituciones de préstamo. Los expedidores de préstamos trabajan con márgenes muy estrechos por unidad. Las ganancias que obtienen se basan en el volumen total de préstamos que expiden y venden en los mercados secundarios. Cuantas más hipotecas puedan suscribir, mayores serán las ganancias que pueden llegar a obtener. De manera parecida, los grandes compradores de esas hipotecas y suscriptores de MBS —los bancos de Wall Street— obtienen sus ganancias de las tarifas que cobran por los servicios de suscripción y de gestión de la transferencia de los pagos de las hipotecas. Mientras los compradores estuvieron dispuestos a seguir absorbiendo todas esas obligaciones de deuda estructurada, existían pocos incentivos para que los grandes bancos de Wall Street recortaran o, por lo menos, racionaran la provisión de crédito. Cuanto mayor era la cantidad de deuda que se emitía, se empaquetaba y se revendía, mayores eran las ganancias que se obtenían en todas las fases del proceso. Eso produjo una expansión financiera sin precedentes históricos, que ha dejado al sector familiar estadounidense a cuestas con la carga de un endeudamiento masivo y ha hecho a la economía estadounidense vulnerable a una recesión posburbuja potencialmente prolongada.

### **¿Qué vendrá a continuación? ¿Hacia dónde nos dirigimos?**

En un sistema capitalista suele considerarse que una crisis financiera sirve para poner fin a una expansión crediticia insostenible en última instancia cuando esta ha ido demasiado por delante de la tasa de acumulación. Al forzar a los prestamistas a cancelar el valor de los préstamos irrecuperables de sus balances, la crisis obliga a realizar periódicamente un «alto» en la propensión inherente a un exceso de creación de crédito. Una vez que los préstamos cuyo servicio se ha suspendido han sido descontados y han desaparecido de las carteras de los bancos, y las pérdidas se han cancelado, el escenario está listo para un nuevo ciclo de reflación alimentada por el crédito, siempre que, claro está, la penuria no eclosiona en un colapso financiero de gran escala. La función de los bancos centrales es lograr el equilibrio entre, por un lado, la necesidad de contener las rachas eufóricas de excesos especulativos cuando la expansión del crédito amenaza con elevar los precios de los activos a niveles insostenibles (cosa que habitualmente hacen elevando los tipos de préstamo interbancario) y, por otro lado, estar dispuestos a proveer de liquidez y cumplir con su función de prestamista de último recurso en el caso de que aceche una crisis de impagos que ame-

nace con cortar la provisión de crédito si los bancos son presa del pánico y empiezan a acaparar fondos.

Si la Fed es capaz de lograr el equilibrio entre ambas funciones, el resultado es un patrón oscilatorio de (semi)controladas deflaciones y reflaciones de la estructura crediticia en el curso del ciclo económico. Aunque las deflaciones de deuda siempre vienen plagadas de inoportunas y desagradables sorpresas, en la actualidad son varios los factores que están en funcionamiento para evitar con toda probabilidad que la debacle de las *subprime* se convierta en un colapso financiero de gran escala. El más remarcable es que los balances de las corporaciones no-financieras están por lo general en una situación sólida. Dado que las empresas han empleado los fuertes flujos de efectivo internos para rebajar su coeficiente de endeudamiento, en lugar de incrementar las inversiones en capital físico, estas están ahora menos expuestas directamente a las volubles condiciones de los mercados financieros. Dada la situación general de fuertes ganancias del sector empresarial no-financiero, es probable que las autoridades monetarias estadounidenses encuentren la forma de arreglárselas para atravesar por la presente crisis. A pesar de eso, la actividad económica se ralentizará, y parece probable que se produzca una recesión seguida de un prolongado periodo de crecimiento por debajo de lo que era tradicional.<sup>21</sup>

Como se ha señalado en múltiples ocasiones en estas páginas, en un sistema capitalista caracterizado por la madurez industrial y por unos mercados dominados por grandes empresas oligopolistas, no existen mecanismos endógenos para asegurar que los capitalistas invertirán colectivamente al nivel requerido para hacer que el sistema mantenga su avance viento en popa a un ritmo cercano a su máxima capacidad. Eso nos lleva a una de las contradicciones más fundamentales y en última instancia irreconciliables del sistema: el capitalismo maduro no cuenta con medios endógenos para garantizar un nivel adecuado de inversión privada y, por esa misma razón, no puede tolerar ningún aumento de los salarios que erosione las ganancias de la clase propietaria. Eso hace que el sistema dependa del consumo basado en el endeudamiento. Esa contradicción interna se manifiesta en forma de crecimiento por debajo de lo tradicional y estancamiento económico, o de *booms* y burbujas impulsados por el crédito y seguidos de crisis una vez que la expansión de las obligaciones financieras sobre los ingresos choca con la realidad del estancamiento salarial para la mayoría de la clase trabajadora estadounidense. Aunque las burbujas basadas en el endeudamiento aportan una solución temporal a los problemas de la sobreacumulación, no es posible suponer que eso siempre será así. La capacidad de las familias para continuar incrementando su carga de endeudamiento

a un ritmo ni siquiera cercano a la tasa observada en las últimas dos décadas parece agotada por el momento. Eso implica que se está llegando al límite de la capacidad del gasto familiar financiado a través del endeudamiento para servir como panacea contra el estancamiento. Así pues, la recuperación de una tasa elevada de acumulación requerirá de la aparición de una nueva tecnología dinámica o un nuevo sector de crecimiento capaz de absorber cantidades masivas de inversiones de capital y poner de nuevo en marcha los motores del crecimiento y la acumulación a largo plazo. En ausencia de dicho factor, el sistema parece al borde de entrar en un periodo de estancamiento prolongado.

En la actual coyuntura, el factor imponderable es el hecho de que la debacle de las *subprime* se está desarrollando en un contexto internacional caracterizado por una creciente crisis de confianza en el dólar. Los recientes *booms* del consumo en los Estados Unidos han provocado un constante aumento del déficit comercial estadounidense, que en la actualidad está casi en el 5% del PIB. Los Estados Unidos han podido mantener los recientes *booms* del consumo basado en el endeudamiento a pesar de su creciente déficit comercial debido en gran parte a la disposición de los extranjeros a utilizar sus reservas excedentes de dólares para adquirir activos financieros denominados en dólares, en particular, bonos del Tesoro estadounidense que todavía funcionan como el «patrón oro» de las finanzas internacionales. Similarmente, las entradas de capital desde el exterior han aportado los medios con los que los Estados Unidos han financiado su inmenso y cada vez mayor déficit fiscal. Aunque la posición del dólar como divisa preeminente de las reservas internacionales parece segura de momento, la capacidad de la Reserva Federal para reflacionar la economía estadounidense mediante inyecciones periódicas de crédito barato podría topar en algún momento con una restricción de la financiación exterior, si los extranjeros se muestran menos dispuestos a comprar y poseer deuda pública de los Estados Unidos. Están apareciendo preocupaciones en muchos círculos extranjeros por la pérdida actual de valor de sus participaciones financieras denominadas en dólares. La huida del dólar a más largo plazo a través de la venta (liquidación) de deuda del Tesoro estadounidense ejercería presiones sobre los tipos de interés de este país y limitaría las opciones para tomar medidas de que dispone la Fed.

Es imposible predecir cómo se desarrollarán en última instancia todos esos acontecimientos. Lo cierto es, sin embargo, que nos esperan nuevas crisis y la capacidad del banco central para postergar indefinidamente el problema subyacente de la sobreacumulación dista mucho de estar garantizada.

## Notas

1. Para una explicación práctica del sistema de finanzas inmobiliarias de los Estados Unidos, véase Michael E. Stone, «Pernicious Problems of Housing Finance», en Chester Hartman, Rachael Bratt y Michael Stone (eds.), *A Right to Housing*, Temple University Press, Filadelfia, 2006, pp. 82-104, y Michael E. Stone, *Shelter Poverty*, Temple University Press, Filadelfia, 1993.
2. Las obligaciones de deuda garantizada o CDO son fondos de inversión garantizados por cestas de hipotecas en las que los inversores pueden adquirir participaciones en varios «tramos» que difieren en términos de su perfil de riesgo y tasa de remuneración. Los aseguradores de la emisión (tramitadores) de CDO agregan grandes cestas de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) sobre las que se emiten varias subclases de títulos que ofrecen diversos niveles de protección contra pérdidas debidas al impago. En un CDO típico, el primer tramo, llamado *equity tranche*, absorberá todas las pérdidas provocadas por impago y ejecución hasta que se agote su principal. Las pérdidas se aplicarán después al segundo tramo, que suele recibir una calificación de crédito de BB, y así sucesivamente en sentido ascendente por la *mezzanine* o escalera de tramos hasta llegar al tramo superior. El tramo superior, que recibe una calificación de crédito de AAA, suele estar compuesto de un 70-80% del principal total del fondo. Las altas calificaciones de crédito otorgadas al tramo superior se basaban en las estimaciones de una agencia de calificación de crédito sobre la probabilidad de pérdidas basada en las tasas de impago anteriores. Los compradores de dichos activos —fondos de inversión libre (*hedge funds*), compañías aseguradoras y los vehículos de inversión estructurada (SIV en sus siglas en inglés) establecidos por los bancos— suponían que estaban protegidos por los tramos de nivel inferior o «subordinados», que debían proporcionar un cojín suficiente frente a las pérdidas por impago.
3. Gillian Tett y Paul J. Davis, «Out of the Shadows», *Financial Times*, 17 de diciembre de 2007.
4. Saskia Scholtes, «On Wall Street», *Financial Times*, 30 de marzo de 2007. Véase también «Cracks in the Façade», *Economist*, 24 de marzo de 2007, pp. 79-81.
5. Véase Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, 2ª ed., Doubleday, Nueva York, 2006.
6. Véase Karl Beitel, «Did Overzealous Activists Destroy Housing Affordability in San Francisco?», *Urban Affairs Review* 42, nº 5, pp. 741-756.
7. Por ejemplo, «Home Sweet Home», *Time*, 13 de junio de 2005; «A Word of Advice During a Housing Slump: Rent», *New York Times*, 11 de abril de 2007.
8. Sobre el aumento del endeudamiento familiar, véase John Bellamy Foster, «The Household Debt Bubble», *Monthly Review*, vol. 58, nº 1, pp. 1-11.
9. «CSI: Credit Crunch», *Economist*, 19 de octubre de 2007.
10. Gillian Tett, «Sense of Crisis Growing over Interbank Deals», *Financial Times*, 5 de septiembre de 2007.
11. El término «revulsión» (también llamada «penuria») procede de la obra de Kindleberger y hace referencia a la fase del ciclo crediticio posterior a la eclosión de la crisis de amortización de los préstamos en que los prestamistas están inmersos en una carrera desenfrenada por acaparar fondos y acumular reservas de líquido para anticiparse a nuevas malas noticias. Eso lleva a una negativa a conceder nuevos préstamos, ni siquiera a prestatarios solventes. «Crac y pánico» es la fase final del ciclo crediticio según Kindleberger, y es autoexplicativa. Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, Basic Books, Nueva York, 1987.
12. Las dos herramientas primordiales mediante las cuales la Reserva Federal ha cumplido históricamente con su función de proveedor de liquidez y «prestamista de último recur-

- so» son, en primer lugar, las inyecciones de reservas al sistema bancario y las retiradas de las mismas para mantener los tipos de préstamo interbancario (por ejemplo, los tipos a los que los bancos prestan o toman prestados fondos entre sí a corto plazo en el mercado mayorista de capitales) en el tipo-objetivo fijado por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal [*Federal Reserve Open Market Committee*] y, en segundo lugar, la concesión de préstamos a corto plazo a los bancos cuyas obligaciones superan temporalmente sus recursos a través de la «ventanilla de redescuento».
13. Martin Wolf, «Helicopters Start Dropping Bundles of Cash», *Financial Times*, 13 de diciembre de 2007.
  14. «The Week that Shook Wall Street», *Wall Street Journal*, 18 de marzo de 2008.
  15. El banco central tiene un balance similar al de cualquier otro banco, y sus posiciones en valores (fundamentalmente bonos emitidos por el Gobierno o préstamos a bancos privados) tienen su contrapartida en el lado del pasivo del balance en sus obligaciones con los bancos privados para satisfacer sus demandas de reservas.
  16. Véase «U.S. Housing Market Conditions, 4th Quarter, 2007», Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, febrero de 2008, [http://www.huduser.org/org/periodicals/ushmc/winter07\\_1/index.html](http://www.huduser.org/org/periodicals/ushmc/winter07_1/index.html).
  17. «The Subprime Lending Crisis», *Report and Recommendation by the Majority Staff of the Joint Economic Committee*, octubre de 2007.
  18. Carter Dougherty, «U.S. Subprime Losses May Hit \$300 Billion, OECD Estimates», *International Herald Tribune*, 22 de noviembre de 2007, <http://www.iht.com>, y Martin Wolf, «Going, Going, Gone», *Financial Times*, 12 de marzo de 2008.
  19. Vikas Bajaj y Ford Fessenden, «What's Behind the Race Gap?», *New York Times*, 11 de noviembre de 2007.
  20. Marc Lavioe, «A Primer on Endogenous Credit Money», en Louis-Phillippe Rochon y Sergio Rossi (eds.), *Studies in the Modern Theories of Money*, Edward Elgar, Amherst (Massachusetts), 2004.
  21. Esta afirmación incluye una advertencia crítica, a saber, que si la tasa de ganancias del sector no-financiero empieza a disminuir, como parece que sucedió el año pasado, entonces todas las previsiones estarán equivocadas.