LA CRISIS FINANCIERA DE 2007-0X: PECADOS Y PECADORES

George G. KAUFMAN (*)

Loyola University, Chicago

Resumen

Las causas de la crisis financiera que comenzó en 2007 son muchas y variadas. En este estudio se apunta a los principales culpables o responsables de la crisis en Norteamérica y se enumeran sus principales faltas. Entre ellos se encuentran bancos, cajas de ahorros, agencias de calificación crediticia, ingenieros financieros, Gobierno, inversores, tomadores de créditos hipotecarios, agentes del crédito y reguladores cautelares de la banca. Entre sus numerosos pecados, destaca la deficitaria actuación de los reguladores prudenciales a la hora de ejecutar las normas aplicables. Es necesario plantearse que la prevención de nuevas crisis precisa del desarrollo de mejores incentivos para motivar a los reguladores a que sean más fieles al contenido y al espíritu de las respectivas regulaciones.

Palabras clave: crisis financiera, causas, regulación, incentivos.

Abstract

The causes of the financial crisis of 2007-0X are many and varied. This paper identifies the major culprits or sinners of the U.S. crisis and enumerates their more important sins. The culprits include central bankers, commercial bankers, credit rating agencies, financial engineers, the government, investors, mortgage borrowers, mortgage brokers, and prudential bank regulators. Among the numerous sins committed by these sinners, the poor performance of the prudential regulators in adequately enforcing the in-place rules is of particular interest. It follows that prevention of future crisis requires the development of better incentives to motivate the regulators to be more faithful to the letter and spirit of the regulations.

Key words: financial crisis, causes, regulation, incentives.

JEL classification: G00, G18, G28.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que comenzó en el verano de 2007 en el mercado hipotecario de alto riesgo de los Estados Unidos y se extendió rápidamente a otros sectores financieros, y por todo el mundo, es probablemente la más grave desde la Gran Depresión de principios de la década de 1930, de consecuencias igualmente adversas para las economías nacionales y globales. La magnitud y profundidad de las perturbaciones en términos del costoso fracaso de muchos grandes bancos e instituciones del sector, y sus consiguientes disminuciones del bienestar general, han intensificado la búsqueda de estrategias de políticas públicas destinadas a mitigar y minimizar el coste de que se produzcan crisis parecidas en el futuro.

Pero el diseño y la puesta en vigor de políticas públicas correctivas apropiadas exigen de la correcta identificación y comprensión de las causas en las que se enraíza el problema de la crisis, y de los medios por los que se ha transmitido. Por decirlo en términos más sencillos, es preciso dar con lo que no funcionó. A partir de los análisis disponibles en torno a las causas de la crisis y de su crecimiento, este estudio identifica a los principales culpables o responsables en el caso de los Estados Unidos y los mayores pecados que estos han cometido. Aunque el presente estudio se centra en el caso de los Estados Unidos, dado que la crisis ha sido un hecho a escala mundial, muchos de estos culpables cuentan con homólogos en el extranjero. Por eso, este análisis puede ser aplicado en gran medida a otros países.

La crisis de los Estados Unidos y del resto del mundo tuvo como desencadenante el fin de la burbuja del precio de la vivienda en los Estados Unidos, iniciada en 2006. Si no hubiera habido una burbuja inmobiliaria, probablemente la crisis no hubiera sido tan severa. El primer indicio del problema fue la quiebra en el verano de 2007 de dos bancos alemanes de mediana envergadura y algunos *hedge funds* estadounidenses y franceses relativamente pequeños, debida a sus inversiones en hipotecas de baja calidad titulizadas en los Estados Unidos. Pero, tan solo poco tiempo después, se produjo la primera retirada masiva de efectivo visible en el Reino Unido desde hacía más de 100 años, sufrida por la entidad especializada en hipotecas Northern Rock Bank, que se había visto debilitada por préstamos hipotecarios morosos y su excesiva confianza en la financiación mayorista a corto plazo. La retirada se manifestó con largas colas en las ventanillas del banco, de las que se hizo amplio eco en los medios de comunicación británicos y que llamaron la atención del público sobre la aparente fragilidad del sistema financiero británico. La crisis había sido declarada y avanzaba sin vacilación (1).

II. LOS CULPABLES NORTEAMERICANOS

Las depresiones o las crisis ponen al descubierto los defectos

que llevaban posiblemente existiendo desde hace mucho tiempo, aunque disimulados u ocultos en tiempos de bonanza o de *boom* económico, en los que los precios de los activos se veían incrementados y pocos o ninguno de los inversores de estos proyectos efectuaban retiradas. Es con las tentativas de retirada de los activos cuando el *boom* llega a su fin, lo que suele dejar al descubierto a los culpables (2). Como ha observado el exitoso inversor Warren Buffet, «sólo cuando baja la marea se da uno cuenta de quién ha estado nadando desnudo». Los abusos continúan acumulándose durante los sucesivos *booms* hasta que el último es tan grande que se rompe el cántaro de la lechera. En 2007, la gota que colmó el vaso fue la explosión de la burbuja del mercado inmobiliario en los Estados Unidos. La lista de culpables que contribuyeron a la crisis es larga, y los responsables pertenecen a toda una variedad de sectores, tanto públicos como privados. Hubo fallos tanto de mercado como de regulación. En palabras del viejo héroe del cómic estadounidense *Pogo*, «hemos descubierto al enemigo, y somos nosotros».

La crisis de 2007-2009 fue el resultado de una tormenta perfecta. Si alguno de sus responsables no hubiese contribuido a la misma, la severidad de la inestabilidad hubiese sido considerablemente menor (3). La lista de culpables incluye:

— Los bancos centrales (política monetaria).

— La banca comercial (primer y último prestamista).

— Las agencias de calificación crediticia.

— Los ingenieros financieros.

— El gobierno (el Congreso y la Administración).

— Los inversores (prestamistas finales).

— Los tomadores de créditos hipotecarios.

— Los agentes hipotecarios (vendedores).

— Los reguladores prudenciales de la banca.

Algunos de sus principales errores se catalogan y describen a partir del siguiente epígrafe.

1. Los bancos centrales

La Reserva Federal parece haber mantenido los tipos de interés a corto plazo demasiado bajos durante mucho tiempo a principios de la década de 2000, tras el fin de la recesión de 2001. Es probable que este hecho haya impulsado el incremento de los precios de la vivienda en todo el país, y fomentado el apalancamiento corporativo y de las economías domésticas, en particular a través de los bancos de inversión y los tomadores de crédito hipotecario comercial y residencial (4). Además, parece que la Reserva Federal no ha demostrado haber sido lo suficientemente sensible ante el impacto adverso de una posible explosión de la burbuja inmobiliaria sobre el sistema bancario y la macroeconomía. Tampoco parece haber demostrado suficiente sensibilidad ante la magnitud total de las extracciones previas del patrimonio neto de las hipotecas residenciales, efectuadas por las familias prestatarias al refinanciarse a unos tipos de interés más bajos, sobre el consumo agregado actual y futuro, y ante el riesgo de las actividades de préstamo. Irónicamente, si bien la Reserva Federal se constituyó en 1913 con el principal objetivo de alcanzar la estabilidad financiera, parece que en los últimos años el objetivo se ha visto reducido a la consecución de la estabilidad monetaria.

2. La banca comercial

Los bancos operaban con un capital, medido correctamente, considerablemente bajo (apalancamiento excesivo) para su escala de operaciones y los riesgos que asumían. De manera incremental, sentaron sus bases para la creación de préstamos hipotecarios residenciales en los continuos y previstos incrementos en el precio de la vivienda, en lugar de la capacidad del comprador de la vivienda para satisfacer los pagos mensuales a partir de su renta disponible. Las hipotecas inmobiliarias adquirieron más tintes de préstamos respaldados por activos que de préstamos respaldados por la renta.

Los bancos emprendieron la concesión del crédito bajo un análisis deficitario e insuficiente de sus tomadores de hipotecas, y externalizaron gran parte del análisis crediticio de los complejos instrumentos hipotecarios titulizados contratando los servicios de empresas de calificación crediticia en los mercados de capitales. Los bancos introdujeron modelos de compensación destinados a un amplio sector de sus empleados que se basaban principalmente en la producción de préstamos, en lugar del cobro de estos, y en la rentabilidad de los préstamos tan a corto plazo que no daba tiempo a que se produjeran impagos. Estos modelos fomentaron la excesiva asunción del riesgo en muchos niveles de la organización. Los altos ejecutivos rara vez tuvieron a su alcance los controles oportunos para evaluar los incen-

tivos al riesgo que estos modelos de compensación fomentaron tanto en su nivel, como en niveles inferiores de la organización.

Los bancos también tendieron a mantener en sus propias carteras, principalmente, los tramos *senior* de calificación AAA de las complejas titulizaciones hipotecarias, como era el caso de las obligaciones de deuda colateralizada (CDO) que empaquetaron y vendieron (sobre lo que se hablará más adelante), en lugar de tramos *junior*, de calificación inferior. Estos habrían precisado una mayor supervisión, y podrían haber proporcionado señales anticipadas del problema.

Los bancos crearon gran parte de las restantes CDO, si bien lo hicieron a través de entidades fuera de balance, como los vehículos de inversión estructurada (SIV), con los que pretendían reducir la exposición al riesgo prevista para los bancos y el uso de capital. Los bancos vendieron corrientes de flujos de caja mancomunados, pertenecientes a sus hipotecas mayoristas a largo plazo, o sus títulos hipotecarios a los SIV, que los financiaron mediante créditos a corto plazo y los transformaron en titulizaciones de tramo múltiple a largo plazo. El préstamo se saldaría cuando se vendiesen las CDO. Sin embargo, ante cualquier señal de preocupación sobre el valor de las CDO antes de su venta, las entidades de crédito pueden precipitarse sobre los SIV y forzar pérdidas de la venta de activos a muy bajo precio (*fire-sale*). Además, como los nombres de los bancos que originaban las CDO estaban asociados a las mismas, habitualmente hubo muchos acuerdos implícitos en el sentido de que, para minimizar su riesgo reputacional, los bancos recomprarían, reintegrando en sus propios estados financieros las CDO con problemas de crédito, ya fuera mientras aguardasen su venta en los SIV o, de manera ocasional, después de su venta a los inversores.

Tanto en la recopilación de los datos referentes al volumen de las CDO y valores similares como en la supervisión del cálculo de la exposición al riesgo de los bancos, los reguladores no consiguieron reconocer el pasivo contingente de los bancos, como tampoco llegaron a incluir del todo las obligaciones de los SIV. Por eso, infravaloraron ampliamente tanto la dimensión del mercado de las CDO como la exposición al riesgo de los bancos. Las CDO y las titulizaciones derivadas similares por tramos no sólo eran muy complejas y opacas, sino que además eran nuevas para el mercado, por lo que conllevaban un riesgo por la innovación, como sucede con cualquier producto nuevo, además de otros riesgos más habituales y comprensibles. Esto aumentaba el riesgo total para los bancos y otros inversores, y la probabilidad de «colisión» de las titulizaciones, con mayor certeza que aquellos antiguos valores, más conocidos, hasta que sus características fuesen mejor comprendidas.

3. Las agencias de calificación crediticia

Las agencias de calificación crediticia llevaron a cabo análisis incompletos del crédito de los nuevos productos hipotecarios titulizados complejos, como las CDO, particularmente con respecto a las pérdidas estimadas en caso de impago. En su evaluación, las agencias básicamente suponían que no se produciría ningún estallido de la burbuja de los precios de la propiedad inmobiliaria, ya que, en la memoria reciente, no se había producido ningún descenso acusado de los precios. Por eso, fallaron a la hora de incluir en sus simulaciones de prueba los valores extremos o valores de cola. Mientras que los precios de la vivienda siguieran subiendo, se daría por supuesto que las viviendas que se cerrasen y vendieran dada su morosidad lo harían con el mínimo de pérdidas, si acaso las hubiese, y las calificaciones crediticias de los nuevos valores se asignarían en consecuencia. Aunque las agencias parecían haber sido razonablemente correctas en sus estimaciones sobre la probabilidad de los casos de impago, cuando la burbuja estalló, las pérdidas por morosidad fueron significativamente mayores de lo que se había anticipado y supuesto en las calificaciones. Los tramos de calificación superior dentro de los valores multitramo de las CDO, que recibieron las primeras inyecciones de flujo de caja a partir de sus hipotecas subyacentes, se vieron rebajados, en muchos casos varios puntos por debajo de una vez, mientras que los tramos *junior*, que recibieron los últimos flujos de caja y amortiguaron a los tramos de calificación superior, se quedaron de repente sin valor a medida que crecía la morosidad y disminuía la liquidez total que recibían.

Las agencias tampoco supieron dedicar la atención suficiente, o se negaron en su conjunto, a explicarle a los usuarios de la calificación que la letra que se asignaba era algo relativo dentro de una determinada clase de valores, y no entre todas las clases de valores. Una CDO de calificación triple A no presenta la misma calidad crediticia que un bono corporativo AAA, que a su vez no es lo mismo que un bono público AAA. Dado que la comisión cobrada por la calificación la paga el emisor, es este el que puede influir en la calificación

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, N.º 122, 2009. ISSN: 0210-9107. «CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA»

obtenida, amenazando con utilizar otra agencia, o ninguna, si la calificación que la agencia le asignase fuese demasiado baja. Como se explicará más adelante, las agencias pueden verse presionadas a subir sus calificaciones para que algunos inversores, a los que la ley o la regulación pertinente les limita el acceso sólo a titulizaciones con calificaciones más altas, como son los fondos del mercado monetario, tengan a su disposición más titulizaciones en las que invertir.

4. Los ingenieros financieros

Los bancos contrataban ingenieros financieros, que en su mayoría presentaban mayores conocimientos en relación a las habilidades cuantitativas que a las finanzas, tanto para cuantificar las exposiciones al riesgo de las instituciones como para desarrollar nuevas titulizaciones. Los modelos y los valores que desarrollaban podían ser posibles básicamente a causa del crecimiento exponencial de la tecnología informática y de telecomunicaciones, que permitía el almacenamiento, el rápido procesamiento y la veloz transmisión de ingentes bases de datos. Este hecho estimuló el desarrollo de modelos y valores más complejos que aquellos que los participantes en el mercado habían experimentado hasta el momento, e introdujo un riesgo importante por innovación. La complejidad de los modelos de riesgo desarrollados rebasó incluso la capacidad de los ejecutivos financieros *senior* para comprender con profundidad y apreciar en su totalidad la exposición al riesgo de su propia institución (riesgo de la caja negra). Del mismo modo, muchos de los valores innovados, en particular las titulizaciones derivadas, eran muy opacos, altamente complejos y extremadamente apalancados, además de encontrarse fuera del alcance de la comprensión de muchos banqueros e inversores. Por ejemplo, se ha estimado que una sola CDO hipotecaria podía agrupar hasta a 750.000 hipotecas mayoristas individuales, ocupando la documentación referente unas 30.000 páginas (Haldane, 2009).

Pero estos valores pudieron hacerse aún más complejos. Los tramos de muchas CDO diferentes pudieron combinarse en una nueva CDO. Scott y Taylor describen un ejemplo como éste: una CDO de mil millones de dólares creada por un gran banco en 2005.

> Tenía 173 inversiones en tramos emitidos por otras carteras: 130 CDO, y también 43 CLO compuestas cada una por centenares de préstamos corporativos. Emitió 975 millones de dólares de cuatro tramos AAA y tres tramos subordinados de 55 millones. Dos de las 173 inversiones mantenidas por esta CDO eran en tramos procedentes de otra CDO de mil millones de dólares (creada por otro banco con anterioridad en 2005) que se componía principalmente de 155 tramos MBS y 40 CDO. Dos de estos 155 tramos MBS procedían de una RMBS de mil millones de dólares creada en 2004 por un gran banco de inversión, compuesta por casi 7.000 préstamos hipotecarios (90 por 100 de alto riesgo, *subprime*). Esa RMBS emitió 865 millardos de dólares en valores de deuda (*notes*) AAA, de los que casi la mitad fueron adquiridos por Fannie Mae y Freddie Mac, y el resto por una diversidad de bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y gestores monetarios (Scott y Taylor, 2009).

Finalmente, los ingenieros no fueron capaces de darse cuenta de que la información, en especial la denominada información blanda, no fluye bien a través de la cadena de titulizaciones conectadas desde su origen hasta los inversores últimos. Parte de ella se pierde o se transforma en el trayecto. Por eso, la calidad de la información puede sufrir una mayor variación, tanto de unos valores a otros con las mismas características de base, como de unos inversores individuales a otros, que en lo que respecta a valores más sencillos. Por todas las razones mencionadas, los problemas de información asimétrica adquieren mayor gravedad. La incertidumbre provoca que sea difícil fijar el precio de estas titulizaciones con precisión. Los márgenes de los intermediarios llegan a ser extraordinariamente amplios, lo que desanima al comercio y disminuye la liquidez en estos mercados.

5. El gobierno

El gobierno federal, tanto el Congreso como la Administración, promovió de forma activa la propiedad de la vivienda, sobre todo en el caso de las economías minoritarias y de renta baja. En este proceso estimuló, y a veces exigió, a los prestamistas hipotecarios que proporcionasen créditos a tomadores minoritarios y de renta baja de alto riesgo, casi siempre a unos tipos de interés de mercado por debajo de los de la clase de riesgo del tomador en cuestión. Esta forma de conceder créditos no era sostenible en términos de rentabilidad, y condujo, en última instancia, al deceso de las dos grandes agencias de financiación inmobiliaria semipúblicas: Fannie Mae y Freddie Mac, con un coste elevadísimo para el contribuyente. El gobierno también fomentó la utilización de la opción de un pago inicial bajo, efectuado la mayor parte de las veces a través de agencias públicas, como la Administra-

ción Federal de la Vivienda (FHA). Estas hipotecas altamente apalancadas obtuvieron una rentabilidad muy baja, y muchas veces acabaron en situación de morosidad en cuanto el tomador sufría alguna dificultad económica.

6. Los inversores

Los inversores (el lado comprador) son los últimos prestamistas (5). Muchos inversores no supieron evaluar correctamente el crédito, ni tomar las diligencias oportunas con las complejas titulizaciones hipotecarias que adquirieron. Hacerlo les hubiera exigido más conocimientos financieros y más formación de la que la mayoría de los inversores individuales, e incluso alguno institucional, poseían. Como ya se ha dicho anteriormente, las CDO hipotecarias solían basarse en un gran número de hipotecas individuales cuya documentación abarcaba miles de páginas y que, algunas veces, incorporaban créditos no hipotecarios. Un análisis crediticio adecuado hubiera exigido más tiempo del que muchos inversores estaban acostumbrados a dedicar a esta tarea. Como consecuencia de ello, externalizaron la mayor parte del análisis de los créditos a las agencias de calificación, que, como ya se ha mencionado anteriormente, no supieron aportar la suficiente atención y exactitud en sus análisis, siguiendo su tónica habitual. Además, como muchos de estos complejos valores eran nuevos, opacos y no resultaban ser muy comprensibles, incurrieron en el riesgo por innovación que acompaña a la mayoría de los nuevos productos, ya sean automóviles, aviones, motores de vapor o una emisión original de bonos corporativos *subprime*. Los últimos fueron los bonos hipotecarios corporativos de alto riesgo de los años 1980, y sufrieron casi por igual de una baja rentabilidad inmediatamente tras su introducción. Pero ahora, unos veinte años más tarde, los bonos *subprime* son una parte aceptada del mercado de bonos corporativos y representan aproximadamente el 20 por 100 del conjunto global del mercado.

Muchos inversores se vieron atrapados en la euforia de la burbuja inmobiliaria y el estado de bienestar de la economía, y no cargaron primas de riesgo más realistas a las titulizaciones que adquirieron. Eran ligeramente superiores que las de los valores del Tesoro. En este entorno de primas bajas, asumiendo que las calificaciones del crédito se establecían según las clases de titulizaciones, algunos inversores consiguieron titulizaciones que ofrecían unos márgenes más altos que otras de calificación similar. Muchas de ellas eran titulizaciones derivadas, más complejas, recientemente introducidas. Los mayores márgenes de mercado reflejaron unas mayores estimaciones del riesgo de los mercados. Cuando estalló la crisis, estos inversores sufrieron unas pérdidas considerables. Finalmente, como se observaba anteriormente, algunos inversores se encuentran limitados por la ley o la regulación referente a ciertos tipos de valores, como los bonos «seguros» calculados según hayan sido valorados como el mejor o el segundo mejor de las calificaciones crediticias. Para aumentar la cantidad de bonos disponibles, algunos de estos inversores ejercieron presiones sobre las agencias de calificación para que elevasen las titulizaciones dentro del margen de las calificaciones permisibles.

7. Los tomadores de créditos hipotecarios

Durante el periodo de la burbuja, más y más prestatarios solicitaron créditos basándose en los incrementos anticipados de los precios de la vivienda residencial, en lugar de considerar sus ingresos corrientes, e incluso en hipotecas que permitiesen la amortización y/o el pago diferido de intereses. Cuando la burbuja estalló y bajaron los precios de la vivienda, la mayoría de estos préstamos se convirtieron en morosos. Los tomadores no podían atender a los pagos, o no querían hacerlo, sobre todo porque el precio que estaban pagando por el crédito estaba por encima del precio de la vivienda. Algunos de ellos llegaron incluso a distorsionar la información sobre sus ingresos y su situación laboral, especialmente en el caso de los préstamos sin documentación o con documentación mínima, confiados en que los precios de la vivienda seguirían subiendo reportándoles una ganancia, y con la completa seguridad de que no podrían atender por mucho tiempo a los pagos mensuales solamente con sus ingresos actuales o futuros. En ocasiones, esto pudo haber sido interpretado como un fraude por parte del tomador del crédito. La especulación en la financiación de las hipotecas aumentaba.

Muchos prestatarios refinanciaron sus créditos hipotecarios actuales a un tipo de interés más bajo, resultado de la ampliación de las facilidades de la política monetaria extendida por la Reserva Federal. Pero, al mismo tiempo, tomaron grandes cantidades de crédito refinanciando los incrementos del valor patrimonial de sus viviendas desde el momento en que fue originada la hipoteca en vigor. Como consecuencia de ello, sus pagos mensuales se incrementaron. Esta práctica no hizo sino aumentar el apalancamiento y el riesgo de sus hipotecas.

Las hipotecas, incluso las denominadas *plain vanilla* (las más corrientes) de tipo fijo a largo plazo, son complejos instrumentos

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, N.º 122, 2009. ISSN: 0210-9107. «CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA»

financieros que incorporan, por ejemplo, opciones de compra en forma de disposiciones de pago anticipado, que resultan difíciles de comprender por el prestatario de a pie. La complejidad se incrementa también con otras características, como las hipotecas de tipo variable, hipotecas del tipo *set-up*, las hipotecas de interés único y las hipotecas con opción de pago. Pocos tomadores comprendieron estos contratos, y muchos se desengañaron al ver que no llegaban los resultados favorables prometidos. No repararon en el dicho de que «si algo es demasiado bueno para ser cierto, es que probablemente no lo es».

8. Los agentes hipotecarios

Los agentes hipotecarios actúan como vendedores comerciales, por lo que resulta previsible que actúen como lo hacen en otras industrias, como, por ejemplo, la de los coches usados. Pero dado que las hipotecas son más complejas y opacas que la mayoría de los productos de consumo, la información asimétrica es un problema suele presentarse en el mercado hipotecario y que, generalmente, actúa en perjuicio del usuario. La compensación de los *brokers* tiende a calcularse a partir de la cantidad y el valor en dólares de las hipotecas que originan, ya que no son consideradas como inversiones, dando poca o nula importancia a su rentabilidad futura. Por eso, el incentivo del intermediario es básicamente el de vender, independientemente de la calidad del producto.

Los principios tradicionales para la creación de hipotecas se desmoronaron. En los últimos años, la práctica habitual de los intermediarios ha sido la de extender los créditos hipotecarios de forma agresiva, con excesiva confianza en las expectativas, generalmente optimistas, sobre la subida de los precios de la vivienda, con información sobre la renta, el empleo y otras deudas pendientes del prestatario, sin documentar ni aprobar, y con una exageración falsificada y deliberada, iniciada y dirigida por el propio intermediario, de la renta del tomador y de su capacidad para hacer frente a los pagos mensuales, objetivo que conseguían omitiendo las cuentas de fideicomiso, entre otras tergiversaciones. Estas últimas prácticas representan un fraude por parte del *broker*, y parecen haberse llevado a cabo desproporcionadamente sobre los que probablemente menos comprendían los entresijos del contrato de la hipoteca, es decir, con las familias de renta baja y minoritarias. La liberalización de los principios de suscripción de hipotecas incrementó la demanda de vivienda y contribuyó probablemente a la burbuja inmobiliaria.

9. Los reguladores prudenciales de los bancos

El hecho más importante es que los reguladores no exigieron a los bancos el mantenimiento de un capital correctamente calculado suficiente para absorber pérdidas inesperadas, en particular en un entorno de burbuja económica. La Reserva Federal y el Controlador de Divisas apoyaron el permiso para que la exigencia de capital regulatorio mínimo de los grandes bancos se computase mediante el esquema avanzado de modelos internos para capitales basados en riesgo (relación capital, activos ponderados por riesgo) que se desarrollaba en Basilea II. Para la mayoría de estos bancos, esto habría disminuido la ratio mínima de capital regulatorio con respecto a lo dispuesto en Basilea I. Además, por regla general, estos reguladores generalmente se oponían a mantener la ratio de apalancamiento de capital frente al total de activos simple, que es una de las tres ratios de capital aplicables a los bancos norteamericanos según la Ley de Mejora de la FDIC (FDICIA) de 1991, y que era la restricción vinculante para la mayoría de los bancos en el periodo previo a la crisis. Las otras dos ratios se basan en el riesgo. Según una encuesta sobre el impacto de 26 grandes bancos llevado a cabo por los reguladores en 2005, el requisito de capital regulatorio mínimo computado para el riesgo crediticio habría sido reducido por estos bancos entre un 16 por 100 y un 22 por 100 con respecto a Basilea I (Kaufman, 2007). Sólo dos de los 26 bancos estudiados habrían dispuesto del suficiente capital como para ser clasificados como «adecuadamente capitalizados», según el criterio de la ratio de apalancamiento simple de la FDICIA en vigor, y diez bancos hubieran sido declarados abiertamente «infracapitalizados de forma crítica», con unas ratios de capital frente al total de activos inferiores al 2 por 100.

Sólo el apoyo de la FDIC evitó que la ratio de apalancamiento se descartase por completo y que los bancos mantuviesen aún menos capital que el que tenían (6). Retrospectivamente, los bancos presentaban un considerable exceso de apalancamiento para el entorno de riesgo en el que estaban operando (7). La fascinación de los reguladores norteamericanos con Basilea tuvo también otro coste. Algunas de las mentes más brillantes de las agencias reguladoras, así como también de bancos, de la academia y entidades consultoras, trabajaban en desarrollar y mejorar Basilea I y, en particular, Basilea II, y no en los asuntos más importantes que se discuten a continuación.

Las agencias no demostraron una gran preocupación por la estabilidad financiera en el sentido general o macroeconómico. Estados Unidos ha sido el único país industrializado que no preparó ni publicó ningún informe sobre estabilidad financiera, ni participó en el programa de asesoramiento al sector financiero del Banco Mundial-FMI (8). Por eso, las agencias no se centraron como hubieran debido, en la interacción horizontal entre las instituciones financieras individuales -en contraposición al modelo vertical, o de silo, de las instituciones financieras- o en la interacción del sector financiero en su conjunto con la macroeconomía.

Tampoco las agencias ejecutaron con agresividad las disposiciones de pronta acción correctiva (PCA) especificadas en la FDICIA. Estas disposiciones exigían que los reguladores aplicasen a los bancos sanciones de severidad progresiva, primero discrecionales y después obligatorias, cuando su situación financiera se deteriorase lo suficiente como para tener que recurrir a las ratio de capital especificadas, progresivamente más bajas, con las que intentar sanear a los bancos con dificultades financieras, y cerrar legalmente un banco y declararlo en suspensión de pagos cuando quebrase y su patrimonio neto en relación con el total de activos descendiese por debajo del 2 por 100. En efecto, el Inspector General del Departamento del Tesoro acusó a la Oficina de Supervisión de Cajas de Ahorros (OTS) de permitir que seis instituciones de ahorro le pusiesen una fecha anterior a su recepción a las inyecciones de capital que recibieron de sus casas matrices para impedir la imposición de sanciones o incluso el posible cierre (9). Dos de estas instituciones fueron cerradas por este motivo, con una estimación de pérdidas transferidas a la FDIC cercanas a los quince millardos de dólares.

Del mismo modo, tampoco las pérdidas transferidas a la FDIC procedentes del cierre de los otros bancos en quiebra sugirieron que los reguladores cerraran estos bancos de inmediato, siguiendo los plazos legales, en el momento en que su patrimonio descendió por debajo del 2 por 100 de sus activos. Las pérdidas de la FDIC frecuentemente se encontraban entre el 20 por 100 y el 40 por 100 en relación a los activos. Las sanciones y actuaciones obligatorias se incluyeron específicamente en la FDICIA para al menos reducir, si no eliminar, la tolerancia de la agencia reguladora, que prevaleció durante la crisis S+L de la década de 1980, y la causa de unas pérdidas más abultadas de lo necesario (Benston y Kaufman, 1994).

Los reguladores tampoco estaban preparados para resolver los problemas de grandes bancos insolventes, sistémicamente importantes, y sus previsibles externalidades contagiosas (*spillover effects*). Como consecuencia de ello, la resolución de las grandes instituciones insolventes resultó inconsistente, siendo diferente según la institución de la que se tratase en términos de calendario y asignación de las pérdidas, lo que parecía seguir criterios *ad hoc*. Esta incertidumbre contribuyó a la profundidad y extensión de la crisis (10). En los Estados Unidos, la estructura legal que se despliega para la resolución de los bancos asegurados es considerablemente diferente de la que se utiliza para otras corporaciones. Por eso, la resolución de los grandes bancos insolventes es complicada, ya que los bancos son propiedad de compañías matrices (*holdings*) que, junto con sus filiales no bancarias, se encuentran sujetas a las disposiciones de la Ley Federal de Garantía de Depósitos (FDCIA).

Estos dos regímenes difieren de forma sustancial (Bliss y Kaufman, 2007). Los reguladores de los bancos tienen la capacidad legal de cerrar los bancos asegurados, pero no las compañías de *holding* bancario que se aproximan o alcanzan el estado de insolvencia, colocándolas en suspensión de pagos o tutela en lugar de esperar a que el mercado o los tribunales lo hagan. Son los reguladores, y no los tribunales, los que hacen las veces de administradores de la sindicatura o de la tutela. Pueden actuar manteniendo con cierta continuidad los servicios críticos del banco clausurado, y también ser más flexibles que los tribunales en la imposición de las pérdidas materiales a los depositantes sin garantías y otros acreedores, o protegerlos de las mismas por medio de la exención del riesgo sistémico de FDICIA, si creen que imponerles pérdidas contribuiría a la inestabilidad financiera. Por eso, los reguladores tienen más potestades y libertad para resolver la situación de las grandes instituciones insolventes (*too big to fail*) que los tribunales bajo el régimen general de quiebra corporativa. Además, los grandes bancos tienen una mayor probabilidad de operar en diferentes países, con sus consiguientes jurisdicciones legales y regímenes de resolución (Hupkes, 2003). Es importante que todas las partes conozcan de antemano las normas por las que se va a declarar y resolver la insolvencia, de forma que puedan planificar sus políticas y estrategias para impedir este destino.

Algunas agencias afirman haber llevado a cabo simulaciones de resolución de insolvencias del tipo «en caso de guerra», pero se muestran reacias a compartir el

proceso con el público por miedo a que se empiecen a producir retiradas masivas de fondos. En cualquier caso, es mejor que no tener ningún plan preparado. Sin unas directrices conocidas o específicas, ni los bancos ni otras instituciones afectadas pueden planear estrategias útiles, los clientes no pueden juzgar la solvencia de sus instituciones y los reguladores no pueden predecir las estrategias que las instituciones con dificultades van a iniciar. Cuanta más incertidumbre exista sobre el fallo de las políticas de resolución, menos eficaces y predecibles serán las operaciones de los bancos y el comportamiento de sus clientes.

Los reguladores fallaron al establecer los requerimientos, por lo menos en cuanto a los grandes bancos se refiere, para que emitieran deuda subordinada obligatoria, como han propuesto muchos estudiosos de banca durante años. La rentabilidad de los intereses de mercado de estos valores, presumiblemente sin garantía, podría complementar la propia evaluación de los supervisores de la salud financiera de un banco y/o introducirse directamente en los tramos PCA y dictar sanciones.

Los reguladores tampoco supieron supervisar de forma adecuada ni el tamaño ni la titularidad de los complejos instrumentos de deuda hipotecaria titulizada que fueron uno de los desencadenantes de la crisis, ni fueron lo suficientemente sensibles ante la existencia de filiales fuera de balance que muchos de los grandes bancos habían establecido para crear y distribuir estos valores. Como se mencionó anteriormente, para reducir tanto la exposición al riesgo como los requerimientos de capital, los grandes bancos transfirieron algunos de sus flujos de entrada de caja procedentes del crédito hipotecario original o de titulizaciones respaldadas por hipotecas, que ellos mismos habían originado o adquirido a un SIV organizado y capitalizado de forma independiente, que transformaba los flujos de caja en titulizaciones de tramo múltiple para su venta. Pero, para minimizar el riesgo reputacional del banco originador, frecuentemente se alcanzaron acuerdos implícitos en el sentido de que, en caso de dificultades de crédito, éste pudiera volver a adquirir las titulizaciones. Con ello, se devolvería esta cartera de valores a los balances contables del banco en tiempos aciagos.

Los reguladores prudenciales tampoco fueron lo suficientemente sensibles ante el riesgo de muchas de las hipotecas de baja calidad, que tanto se habían prodigado a principios de la década de 2000. Con anterioridad, se ha comentado que muchas de ellas eran demasiado complejas, presentaban una información del usuario insuficiente, e implicaban unas prácticas de suscripción cuestionables, y a veces fraudulentas. Los reguladores tenían la potestad, que les confería la Ley de Protección del Patrimonio y la Propiedad Inmobiliaria de 1994, de restringir aquellas características de los contratos de hipotecas residenciales que considerasen inapropiadas, engañosas o abusivas (Bair, 2009a). Pero no supieron propagar estas restricciones hasta después de la declaración del inicio de la crisis. Cabe destacar, no obstante, que, aunque los reguladores hubiesen promulgado con anterioridad normas más restrictivas, las actuaciones podrían haber sido cuestionadas y haber recibido la oposición del Congreso y la industria, quienes con la euforia del momento, hubieran podido considerarlas como la oportunidad que tenían las economías familiares desfavorecidas y minoritarias de participar de las ventajas de la propiedad inmobiliaria.

Este argumento sugiere que un problema importante con los reguladores prudenciales viene dado por el conflicto de agencia. Da la impresión de que los reguladores han sido pobres representantes de prósperos bancos y contribuyentes. No aplicaron el contenido ni el espíritu de las normas que estaban escritas (11). Tenían su propia agenda, que más bien parece haber sido diseñada con una mezcla de reticencia a «castigar» a la industria que estaban regulando a través de las medidas que pudieran considerar demasiado severas (captura industrial), de reticencia a abandonar una actitud discrecional de «sé muy bien lo que tengo que hacer, no me hace falta la ley», y miedo a las quiebras graves y costosas de los bancos y a las críticas a su supervisión que pudieran dañar su reputación. Todas estas características conducen a una tolerancia reguladora. Entre los muchos culpables, los reguladores prudenciales parecen llevar una gran parte de la responsabilidad sobre la gravedad del problema. De ser así, hay que ser prudentes al propagar las nuevas normas y regulaciones, hasta que el conflicto de agencia haya sido resuelto. Puede que no sea posible aplicarlas si es que los reguladores prefieren no hacerlo (12).

III. CONCLUSIÓN

En este estudio se identifica a muchos de los principales responsables de contribuir con su actuación al estallido y la difusión de la crisis financiera de 2007 en adelante, y se discute brevemente sobre la naturaleza de sus fallos más importantes. No todos los culpables soportan la misma responsabilidad, aunque sin cada uno de ellos la crisis no hubiera llegado a ser tan grave. Como la toma de medidas correctivas eficaces exige una correcta identificación de las causas de la crisis, estudiamos

aquí el pasado para intentar evitar que se repitan los mismos errores en el futuro. El filósofo hispanoamericano George Santayana (1863-1952) advertía que «aquellos que no pueden recordar el pasado están condenados a repetirlo». Por eso, si recuerdan lo que han hecho en el pasado, es posible que puedan evitar incurrir en los mismos errores. Santayana era optimista. Daba por supuesto que las personas aprendían de sus errores pasados. Mi experiencia es que la mayoría, si no todos, los políticos sí recuerdan cosas del pasado. Entonces ¿qué han hecho? No gran cosa. Yo soy más descreído, creo que la gente no siempre aprende de sus errores. Mi observación es que «los que pueden recordar el pasado están condenados a agonizar primero y luego a repetirlo». Y, desgraciadamente, el comportamiento de la mayoría de las partes implicadas en el periodo que desembocó en la crisis y durante ella parece demostrar esta conclusión. Tan solo desearía poder concluir de manera contraria. En cualquier caso, los intentos de identificar las causas de la crisis para diseñar y adoptar políticas correctivas apropiadas no pueden hacer daño a nadie.

NOTAS

(*) Traducción de Diorki.

(1) Para consultar buenos estudios sobre la crisis, véase BIS (2009), FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (2009), y ACHARYA y RICHARDSON (2009).

(2) Por ejemplo, el escándalo de Charles Keating durante la crisis de S+L de la década de 1980, el colapso de Enron en la recesión de 2001, y la debacle de Bernard Madoff durante la crisis financiera de 2007-2008.

(3) No he contado con los estudiosos del tema, que también deberían compartir la culpa por no haber sido capaces de prever la crisis, ni la gravedad de ésta una vez asentada.

(4) TAYLOR (2009). Los bajos tipos de interés no fueron la única causa que originó la burbuja de los precios inmobiliarios. Otros factores que influyeron fueron: la descomposición de los principios de la financiación hipotecaria, que incrementó la concesión de hipotecas y la demanda de la propiedad doméstica (sobre la que se hablará posteriormente), y la puesta en vigor de leyes fiscales favorables a la rentabilidad de la venta de la primera vivienda en 1997.

(5) Casi todos los inversores en hipotecas complejas y otros instrumentos de deuda son inversores institucionales (bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de cobertura, etc.) Hay pocos inversores minoristas, aunque algunos están relacionados de forma indirecta a través de su participación en los fondos de pensiones.

(6) Sheila Bair, presidenta de la FDIC, afirmó ante el Congreso, en agosto de 2009, lo siguiente: «*Durante los debates sobre los Modelos Avanzados de Basilea II, la FDIC se hizo eco de la honda preocupación sobre las reducciones de capital que habrían resultado de su implementación... Es muy probable que los modelos avanzados de Basilea II se hubieran implementado más rápidamente y con menos garantías, y los bancos habrían entrado en la crisis con unos niveles de capital mucho más bajos. En particular, el deseo largamente expresado por muchas grandes instituciones de eliminar el índice de apalancamiento hubiera tenido muchas más probabilidades de convertirse en realidad dentro de una estructura reguladora en la que un solo regulador desempeñase el papel dominante*» (BAIR, 2009b).

(7) También se llegó a esta conclusión en un informe reciente de GAO.

(8) OOSTERLOO *et al.* (2007). El otro único país industrializado que no publicó un informe sobre estabilidad financiera fue Italia.

(9) THORSON (2008), HOPKINS (2009) y OFFICE INSPECTOR GENERAL (2009).

(10) Puede decirse que el Fed colaboró en el rescate de Bear Sterns en marzo de 2008 básicamente porque se vio cogido por sorpresa y no estaba preparado para colocarlo en suspensión de pagos.

(11) Gran parte de la relación de los nuevos poderes que exigía el Secretario del Tesoro, GEITHNER, al Congreso parece haber sido realizada por las agencias apropiadas antes o durante la crisis, sin contar con la aprobación del Congreso. GEITHNER (2009).

(12) Las ventajas relativas de la disciplina del regulador y el mercado se estudian en HETZEL (2009).

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, Viral V., y Matthew RICHARDSON (2009), «The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 18, n.º 2.

BAIR, Sheila C. (2009a), «Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs,» U.S. Senate, Washington, D.C., 19 de marzo.

— (2009a), «Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs,» U.S. Senate, Washington, D.C., 4 de agosto.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, BIS (2009), *Annual Report*, Basilea, Suiza, 29 de junio.

BENSTON, George J., y George G. KAUFMAN (1994), «The intellectual history of the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991», en George Kaufman (ed.), *Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*, Boston, Kluwer Academic.

BLISS, Robert R., y George G. KAUFMAN (2007), «U.S. corporate and bank insolvency regimes: A comparison and evaluation», *Virginia Law and Business Review*, Primavera: 143-177.

FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (2009), *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

GEITHNER, Timothy F. (2009), «Statement before the house financial services and agricultural committees», Washington, D.C., 10 de julio.

HALDANE, Andrew G. (2009), «Rethinking the financial network», conferencia en la *Financial Students Association*, Amsterdam, The Netherlands, 28 de abril.

HETZEL, Robert L. (2009), «Should increased regulation of bank risk-taking come from regulators or from the market?» *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond), Primavera: 161-200.

HOPKINS, Cheyenne (2009), «Treasury IG faults OTS for allowing backdating», *American Banker*, 22 de mayo.

HUPKES, Eva H.G. (2003), «Insolvency: Why a special regime for banks?» en *Current Developments in Monetary and Financial Law*, vol. 3, Washington, D.C., International Monetary Fund, 21.

KAUFMAN, George (2007), «Basel has been a costly distraction on the road to minimizing the societal cost of bank failures», presentación en *power point*, *FDIC Conference*, Washington, D.C., 13 de septiembre de 2006 y *Working Paper*, Loyola University Chicago, 10 de julio de 2007.

OFFICE OF INSPECTOR GENERAL, DEPARTMENT OF THE TREASURY (2009), *Safety and Soundness: OTS Involvement with Backdated Capital Contributions by Thrifts*, Washington, D.C., 21 de mayo.

OOSTERLOO, Sander; Jacob DE HAAN, y Richard JONG-A-PIN (2007), «Financial stability reviews: A first empirical analysis,» *Journal of Financial Stability*, marzo: 337-355.

Scott, KENNETH E., y John B. TAYLOR (2009), «Why toxic assets are so hard to clean up?» *Wall Street Journal*, 20 de julio: A13.

TAYLOR, John B. (2009), *Getting Off Track*, Stanford, CA., Hoover Press.

THORSON, Eric M. (2008), «Letter to senator Grassley,» Washington, D.C: U.S. Treasury Department, 22 de diciembre.

U.S. GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2009), «Financial market regulation: Financial crisis highlights need to improve oversight of leverage at financial institutions and across system (09-739)», julio.