
LECCIONES DEL HUNDIMIENTO DE LAS SUBPRIME

L. Randall Wray¹

Randall Wray es profesor de economía en la University of Missouri-Kansas City, es investigador del Center for Full Employment and Price Stability, y es también miembro (como visiting Senior Scholar) del Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Fue presidente de la Association for Institutional Thought (AFIT) y and colaboró en el consejo de directores de la Association for Evolutionary Economics (AFEE). Fue estudiante de Hyman P. Minsky en la Washington University en St. Louis donde obtuvo su doctorado en 1988. El profesor Wray ha focalizado su esfuerzo de reflexión y sus investigaciones en al área de teoría y política monetaria, macroeconomía y políticas de empleo. Habitualmente escribe y publica sobre dinero moderno, teoría monetaria de la producción, seguridad social y también sobre los problemas rela-

Muchos comentarios sobre el hundimiento de las subprime se han referido al trabajo del desaparecido Hyman Minsky, probablemente el más astuto observador del sistema financiero del último siglo. Algunos incluso han llamado a la situación actual como un ‘momento Minsky’ (Whalen, 2007; Magnus, 2007). Este artículo acuerda con que los escritos de Minsky pueden arrojar mucha luz sobre los problemas actuales. Es más, veinte años atrás, Minsky escribió una pieza profética sobre securitización que puede ayudarnos a analizar la evolución de los mercados financieros que ha llevado a la presente crisis.

Minsky siempre insistió en que hay dos proposiciones esenciales de su ‘hipótesis de la inestabilidad financiera’. La primera es que hay dos ‘regímenes’ de financiación, uno que es consistente con la estabilidad y el otro en el cual la economía está sujeta a la inestabilidad. La segunda proposición es que la ‘estabilidad es desestabilizadora’, de modo tal que procesos endógenos tenderán a inducir un sistema estable hacia la fragilidad. Mientras que Minsky es más conocido por su análisis de la crisis, él sostenía que la fuerza más poderosa en una economía capitalista moderna opera en la otra dirección, hacia un auge es-

Traducido por Pablo Bortz. Cualquier error que se encuentre en el artículo, deben ser atribuidas a éste último, y no al autor.¹ Senior Scholar, Levy Economics Institute, y Profesor, Universidad de Missouri – Kansas City. El autor agradece a Yeva Nersisyan por asistencia en la investigación y a Rob Parenteau por sus comentarios. Versiones previas de este paper fueron publicadas en inglés como el Working Paper #522 por el Levy Economics Institute, y como un artículo en Challenge, vol. 51, no. 2, Marzo-Abril 2008.

cionados con las tasas crecientes de la población carcelaria (Penal Keynesianism).

Asimismo, el profesor Wray impulsa políticas para promover el pleno empleo, apoyado en la propuesta de Minsky de “empleador de última instancia”, como un modo de incluir nuevamente a los trabajadores excluidos dentro de la fuerza de trabajo activa. Sus investigaciones han sido publicadas en numerosos libros y journals, incluyendo *Journal of Post Keynesian Economics*, *Journal of Economic Issues*, *Review of Political Economy*, *Review of Social Economy*, *Eastern Economic Journal*, entre muchos otros.

En el pasado reciente, Wray ha focalizado su atención especialmente en Argentina debido a los programas sociales de empleo adoptados en el país en 2002, lo que vino a constituir un ejemplo práctico de su propuesta. Dedicó así varios trabajos al tema (ver por ejemplo, *Employer of Last Resort Program: A case study of Argentina's Jefes de Hogar program*, de Pavlina Tcherneva y L. Randall Wray, abril de 2005, working paper, <http://www.cfeps.org/pubs/>, entre muchos otros). Sus libros más reconocidos son *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability* (Elgar, 1998) y *Money and Credit in Capitalist Economies* (Elgar 1990).

peculativo irrestricto. La crisis actual es un resultado natural de estos procesos, una explosión insostenible de precios inmobiliarios, deudas hipotecarias y posiciones apalancadas en securities colateralizadas. A diferencia de algunas explicaciones populares de las causas del hundimiento, Minsky no culpaba a ‘la exuberancia irracional’, a ‘las manías’ o ‘burbujas’. Aquellos que fueron atrapados en el auge se comportaron ‘racionalmente’, al menos de acuerdo al ‘modelo del modelo’ que ellos habían desarrollado para guiar su comportamiento. Ese modelo incluía el curso prospectivo de los precios de los activos, el ingreso futuro, el comportamiento de los *hacedores de políticas*, y la habilidad para cubrir los riesgos o pasárselos a otros. Es sólo en retrospectiva que podemos ver el auge tal como era, desilusión en masa propagada en parte por los *hacedores de políticas* y aquellos con intereses creados. Sin embargo, una gran parte de la responsabilidad debe atribuirse a la relativa estabilidad experimentada en el último par de décadas, la tranquilidad que hizo posible el auge también nos llevó a la inestabilidad actual.

La pregunta que haría Minsky es si el ambiente es propicio para ‘Eso’ (una deflación de deuda) ocurrió de vuelta. Es probable que el sistema regulatorio actual con un ‘gobierno grande’ y un ‘banco grande’ sea suficiente para contener las repercusiones. Sin embargo, dados los sustanciales costos humanos, sociales y económicos de una bola de nieve de defaults *à la Fisher*, vale la pena considerar la política que podría restringir el impulso hacia la especulación seguida por deflación de precios de activos. Concluiré con algunas recomendaciones generales para el rumbo que podría tener dicha política.

1. Orígenes de la Crisis

‘Lo que era visto recientemente como una

democratización «creativa» e «innovadora» del crédito es visto ahora como una metida de pata equivocada y culpable, o peor.' Alex Pollock, testimonio ante el Subcomité sobre Instituciones Financieras y Crédito a Consumidores, Comité sobre Servicios Financieros, Cámara de Representantes de Estados Unidos, Audiencia sobre Préstamos Subprime y Predatorio, 27/03/2007.

¿Exuberancia irracional? No, las semillas de la actual crisis hipotecaria se sembraron en el 'Acuerdo' entre la Fed y el Tesoro de 1951 que liberó al banco central de su compromiso para mantener bajas las tasas de interés. Afortunadamente, las subas de tasas fueron relativamente moderadas y temporarias por las dos décadas siguientes. Cada suba causó problemas en los sectores de la banca comercial y de ahorro porque estaban sujetos a la Regulación Q de techos de tasas de interés, por lo que sufrían 'desintermediación' (retiros de depósitos minoristas) cuando las tasas de mercado subían por encima de las tasas de depósito legisladas. Al mismo tiempo, las leyes de usura en todo el país también establecieron techos sobre las tasas de préstamos, por lo que la Fed pudo armar 'contracciones crediticias» al empujar las tasas de mercado hacia el máximo permitido. Además, otras reglas y regulaciones que databan de las reformas financieras del New Deal también restringían las prácticas para preservar la seguridad y solidez.

Sin embargo, como afirmaba ya hace tiempo Minsky, las instituciones financieras respondieron a cada episodio de dinero estricto innovando, creando nuevas prácticas e instrumentos, haciendo la oferta de crédito más elástica. De esta forma, a medida que pasaba el tiempo, la tendencia ascendente hacia auges especulativos se hizo cada vez más difícil de atenuar. Asimismo, la Fed y el Congreso removieron gradualmente las restricciones. Restricciones a la propiedad del ahorro fueron relajadas a principios de los setenta, abriendo la puerta a los abusos que luego diezmaron a la industria entera. El desarrollo de mercados secundarios de hipotecas en los ochenta fue una reacción directa al experimento monetarista de tasa de interés alta usado por Volker para combatir la estanflación. El Acta Glass Steagall que había separado la banca comercial y la de inversión fue derogada en 1999, permitiéndole a la banca comercial involucrarse en un rango más amplio de prácticas para que pudieran desempeñarse mejor con sus competidores de Wall Street, menos regulados relativamente. Como afirmaba Minsky, a cada paso, la desregulación permitía innovaciones más riesgosas que tornaban más vulnerable al sistema.

Finalmente, se debe enfatizar que la desregulación y el reconocimiento legal de las nuevas prácticas no fueron, por sí mismas, suficientes para llevarnos al precipicio presente. Si estas innovaciones hubiesen llevado a un comportamiento excesivamente riesgoso que generara enormes pérdidas, las instituciones financieras hubiesen sido reacias a retenerlas. Como Minsky siempre decía, para evitar que 'Eso' (una deflación de deuda sobre el nivel del colapso de los treinta) suceda de vuelta, se validaron las nuevas prácticas e instrumentos.

² Termino usado para gobiernos con gastos elevados, destinados en áreas sociales, etc. N. T.

El punto notorio acerca del periodo de posguerra es la ausencia de depresiones. Si bien las recesiones ocurren con regularidad, están restringidas; si bien las crisis financieras surgen cada tanto, la caída es contenida. Esto se debe en parte a las varias reformas que datan del New Deal, pero también al movimiento contracíclico del presupuesto del «Big Government»², a la actividad de prestamista de última instancia del ‘Gran Banco’ que es la Fed, y a paracaídas periódicos arreglados por la Fed, el Tesoro o el Congreso.

En otras palabras, la exuberancia irracional es solo el resultado de innovaciones, inducidas por políticas de largo plazo –luego validadas-, que extendieron la liquidez y permitieron que los precios inmobiliarios y de acciones alcancen niveles injustificables e insostenibles. El culpar a la ‘burbuja’ por la crisis actual es como culpar a un auto por un accidente, cuando deberíamos echar una buena y detenida mirada al conductor, y al barman que mantuvo el whisky fluyendo toda la noche antes de ayudar al borracho hasta su auto luego del último trago. Para estar seguro, no hay nada necesariamente malo con manejar o con beber, pero la separación de funciones puede ser prudente. Es más, el barman tiene alguna responsabilidad en mantener esa separación. Desafortunadamente, aquellos a cargo del sistema financiero han hecho por largo tiempo más borrosa la separación de esas funciones, mezclando el tomar y el manejar mientras afirmaban que la mano invisible del interés individual puede mantener el auto en rumbo. El naufragio actual es un resultado predecible.

2. Securitización

‘Aquello que pueda ser securitizado, será securitizado’. Hyman Minsky, ‘Memo sobre Securitización’, 1987.

La securitización moderna de casas hipotecadas comenzó a principio de los ochenta³. Si bien es presentada como una innovación tecnológica que surgió de la iniciativa del sector privado para diversificar el riesgo, en realidad –como dijo Minsky (1987)- era una respuesta a la política iniciada por Volcker en 1979 (Ver también Kuttner 2007). Éste fue el tristemente célebre experimento de monetarismo, durante el cual la Fed supuestamente fijó como meta el crecimiento de la oferta monetaria para combatir la inflación. La tasa de fondos federales subieron por encima del 20% sabiendo cabalmente que esto mataría la industria de ahorro –que estaba expuesta con un portafolio de hipotecas a tasa fija que pagan algo tan bajo como 6% (Wray 1994). La totalidad de la industria había sido construida tras las secuelas de la Gran Depresión bajo la premisa de que las tasas de corto plazo se mantendrían bajas tal que el modelo ‘tres-seis-tres’ (pagar 3% sobre depósitos, ganar 6% sobre hipotecas, y tomar el curso de golf a las 3

³ Se le atribuye a Lewis Ranieri de Salomon Brothers la creación de los securities de hipoteca, el empaquetamiento de hipotecas y la emisión de bonos con las hipotecas sirviendo de garantía y proveyendo interés para pagar a los tenedores de bonos. Luego Wall Street comenzó a dividir los paquetes de hipotecas en tramos.

p.m.) sería rentable, mientras se ofrece seguridad a los depósitos y la mayoría de las familias pueden acceder a la propiedad de una casa. Con el nuevo régimen de política, sin embargo, ninguna institución financiera podría soportar estar atrapada con hipotecas de largo plazo a tasa fija. Por ende, los reguladores y supervisores 'liberaron' los ahorros y préstamos para buscar actividades de retornos, y riesgos, más altos, con consecuencias bastante predecibles.

No hay necesidad de volver a contar los sórdidos detalles de ese fiasco (Wray 1994; Black 2005). Sin embargo, la consecuencia a largo plazo fue el reconocimiento de que el 'mercado' de hipotecas tenía que cambiar. Al principio, el préstamo más seguro, el más puntual, era el securitizado. Es más, a comienzos de los noventas había un temor muy diseminado de que la tendencia a la securitización dejaría atrás prestatarios de bajos ingresos, menores y mujeres. Con menor calificación para un crédito, y con casas en barrios menos deseables, estos prestatarios no alcanzarían los estándares requeridos por los mercados para hipotecas empaquetadas. Minsky (1987) fue uno de los pocos comentaristas que entendió el verdadero potencial de la securitización. En principio, todas las hipotecas podrían fusionarse en un mismo paquete incluyendo una variedad de clases de riesgo, con precios diferentes para cada uno de estos. Los inversores podrían elegir la relación riesgo-retorno deseada. Las instituciones de ahorro y otras instituciones financieras reguladas ganarían un ingreso por comisiones en razón del origen del crédito, por evaluar el riesgo y por *revisar* las hipotecas. Wall Street colocaría las Obligaciones de Deuda Garantizadas (ODGs), cortando y distribuyendo para ajustarse a las necesidades de los inversores. Lejos de excluir a los prestamistas por medios moderados, la securitización contribuyó a una aparente democratización del acceso al crédito, ya que las tasas de propiedad de viviendas subieron a niveles record en las décadas siguientes.

Minsky (1987) afirmaba que la securitización reflejaba dos desarrollos adicionales. Primero, era parte integrante de la globalización financiera, ya que la securitización crea papeles financieros que están liberados de fronteras nacionales. Inversores alemanes sin acceso directo a los propietarios estadounidenses podrían comprar una parte de la acción en los mercados inmobiliarios de E.E.U.U. Como Minsky era aficionado a señalar, la expansión, liberada de depresiones con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial en el mundo desarrollado (e incluso en buena parte del mundo en desarrollo) creó un exceso global de dinero administrado buscando retornos. Las securities empaquetadas con ponderadores de riesgo asignados por respetadas agencias de calificación eran atractivas para inversores globales tratando de alcanzar la proporción deseada de activos nominados en dólares. No sorprendería a Minsky encontrar que el valor de las hipotecas estadounidense securitizadas excede ahora el valor del mercado global de deuda del gobierno federal.

El segundo desarrollo analizado por Minsky era la declinación relativa de la importancia de los bancos (definidos estrechamente como instituciones financieras que aceptan depósitos y dan préstamos) a favor de los 'mercados' (la par-

ticipación bancaria de todos los activos financieros cayó desde alrededor del 50% en los cincuentas a alrededor del 25% en los noventa). Esto fue estimulado por el experimento monetarista (que diezmo la porción regulada del sector en favor de los relativamente desregulados ‘mercados’), pero también fue incitado por la continua erosión de la porción de la esfera financiera que había sido asignada, por reglas, regulaciones y tradición, a los bancos. El crecimiento de la competencia en ambos lados del negocio bancario (depósitos a cuenta en instituciones financieras no bancarias que podían pagar tasas de interés de mercado; y el aumento en el mercado de papel comercial que permitió a las firmas saltar a los bancos comerciales) restringieron la rentabilidad de los bancos. Minsky (1987) observaba que los bancos parecían requerir un margen de alrededor de 450 puntos básicos entre la tasa de interés ganada sobre activos menos la pagada sobre los pasivos. Esto cubre la tasa normal de retorno sobre capital, más el ‘impuesto’ de reserva requerido establecido sobre los bancos (las reservas son activos no rentables), y el costo de servir a los clientes. En contraste, los mercados financieros pueden operar con márgenes mucho más bajos precisamente porque están exentos de los ratios de reserva requeridos, de los requerimientos de capital regulado, y de muchos de los costos de la relación bancaria.

Para restaurar la rentabilidad de las secuelas del Monetarismo, los bancos y las entidades de ahorro ganarían comisiones por la generación del préstamo, pero al sacar las hipotecas fuera de sus libros podrían escapar a los requerimientos de reservas y capital. Continuarían sirviendo las hipotecas y ganando comisiones adicionales. Los bancos de inversión comprarían y juntarían las hipotecas, y luego venderían los securities a los inversores. Como decía Minsky (1987), los bancos de inversión pagarían a las agencias de calificación para bendecir a los securities, y contratarían economistas para desarrollar modelos para demostrar que las ganancias por interés más que compensarían los riesgos. Las calificadoras de riesgo y los modelistas económicos funcionaban esencialmente como potenciadores de crédito, certificando que los defaults probables de las subprime serían apenas diferentes del de las hipotecas convencionales, tal que las securities respaldadas con subprime podrían recibir la calificación de grado de inversión requerida por los fondos de seguros y pensiones. Luego, otras ‘mejoras de crédito’ se agregarían a las securities, tales como multas abul-

⁴ De acuerdo a un análisis de un valor de US\$ 2,5 billones de préstamos subprime realizado para el Wall Street Journal, la mayoría de aquellos que obtuvieron préstamos subprime calificarían para mejores términos. Por ejemplo, en el 2006 el 61% de los deudores subprime tenían calificaciones de créditos suficientemente altas como para obtener préstamos convencionales. Como los brokers eran recompensados por persuadir a los deudores para tomar mayores tasas que aquellas para las que calificaron, había una fuerte presión para evitar los préstamos convencionales con tasas menores. Por ejemplo, en la New Century Financial Corporation, ‘los brokers podían ganar una ‘prima de margen de retorno’ igual a un 2% del monto del préstamo –o US\$ 8.000 sobre un préstamo de US\$ 400.000- si la tasa de interés de un deudor era un extra de 1,25% más alta (brooks y Simon 2007). Esto explica también porque los brokers aceptaban poca documentación de los deudores.

tadas por pagos tempranos y garantías recompradas en caso de pérdidas de capital debidas a ejecuciones inmobiliarias y delictivas inesperadamente altas.

Como decía frecuentemente Minsky, el truco es convencer a los deudores AAA para aceptar los términos apropiados para prestatarios BBB, asegurando retornos más que adecuados para pagar las securities. El corolario es que las ganancias también pueden ser aumentadas al convencer inversores en securities de bajo grado que las hipotecas BBB son tan seguras como las AAA, que era por lo que se les pagaba a los modelistas. Sin embargo, Minsky fue rápido en agregar que para muchos prestatarios no hay tasa de interés que pueda compensar por el riesgo, a mayor tasa de interés asignada, mayor es la probabilidad de *default*. Por ejemplo, un margen apropiado para un deudor BBB- puede ser 400 puntos básicos más que aquel para el deudor mejor rankeado, sin embargo, a mayor requerimiento de pago mensual, aquel deudor seguramente no cumpliría con sus obligaciones, por lo que ninguna prima podría compensar la pérdida esperada.

El problema es que la estructura de incentivos en la que operaban los generadores de hipotecas estaba destinada a crear problemas. En las postrimerías del crash del mercado de acciones de 2000, los inversores buscaron fuentes alternativas de ganancias. La política de bajas tasas de interés de la Fed de Greenspan significó que los mercados de dinero tradicionales ya no ofrecerían retornos adecuados. Los inversores codiciaban riesgos mayores, y los generadores de hipotecas ofrecían subprimes y otros ‘productos accesibles’ con los estándares de financiamiento más bajos. Los brokers fueron ricamente recompensados por inducir a los prestatarios a aceptar términos desfavorables, los cuales incrementaron el valor de los securities. Se impulsaron nuevos y riesgosos tipos de hipotecas –ARMs híbridos (llamados ‘2/28’ y ‘3/27’) que ofrecían el gancho de tasas bajas por dos o tres años, con muy altas tasas reajustables⁴. El presidente Greenspan dio el sello maestro de aprobación a la práctica, urgiendo a los compradores inmobiliarios para aceptar deuda de tasa ajustable.

Como los generadores no retendrían las hipotecas, había pocos motivos para preocuparse de la capacidad de pago. De hecho, como los bancos, las entidades de ahorro y los brokers de hipotecas dependían de los ingresos por comisión, más que del interés, sus incentivos eran incrementar el procesamiento, originando tantas hipotecas como fuera posible. A propósito, los ‘productos accesibles’, nombre bastante orwelliano, no eran asequibles – al momento del

⁵ Sin embargo, en un fallo que envió ondas de choque al mercado de securities hipotecarios, un juez federal en Ohio rechazó 14 casos de ejecuciones hipotecarias afirmando que los inversores hipotecarios habían fallado en probar que ellos en verdad poseían las propiedades que estaban tratando de tomar (Morgenson, NYT 15/11/2007). Como los securities son tan complejos, y la documentación tan laxa, el juez encontró bastante débiles sus reclamos de propiedad. John Rosner, un especialista de securities hipotecarios, dijo: ‘Este es el milagro de no tener securities conectados con los préstamos subyacentes. No hay resguardo para los préstamos hipotecarios. Escuché de casos donde el mismo préstamo está en dos o tres paquetes’ (ibid.). Es posible que éste pueda probar ser uno de los débiles nexos en el ‘cortar-y-repartir’ mercado de securities.

ajuste, el propietario necesitaría refinanciarse, generando multas por pago temprano y más comisiones para los generadores, securitizadores, tenedores de securities, y todos los demás en la cadena alimenticia del financiamiento hipotecario. Irónicamente, este desplazamiento hacia los ‘mercados’ redujo la porción de la estructura financiera a la cual la Fed está comprometida a regular, supervisar y proteger, algo que era festejado más que temido. El destino de los propietarios estaba sellado por la ‘reforma’ de quiebras que hace virtualmente imposible salirse de la deuda hipotecaria – otra linda ‘mejora de crédito’ provista por el Congreso⁵.

Otra mejora del crédito jugó un rol esencial: los seguros hipotecarios y el índice ABX. Algunos de los préstamos subprime estaban cubiertos por seguros hipotecarios; más importante, los seguros mismos fueron vendidos sobre los securities. Tales aseguradores incluyen MBIA (el más grande asegurador del mundo), AMBAC, FGIC Corp., y CFGI. La salud de las aseguradoras, a su vez, es evaluada por las agencias calificadoras (Moody’s, Fitch) así como por el índice ABX que rastrea los costos de seguros versus defaults de securities subprime. Sin seguros asequibles, y sin calificaciones altas de crédito para las aseguradoras mismas, el mercado para paquetes de hipotecas hubiese sido limitado. Las aseguradoras garantizaron U\$S 100 mil millones de hipotecas subprime securitizadas – y muchos cientos de miles de millones de otros bonos. Por ejemplo, AMBAC garantiza un valor de más de un billón de dólares de securities, y MBIA respalda U\$S 652 miles de millones de bonos municipales y finanzas estructuradas. Los seguros permitieron a las deudas ganar los más altos ratings –proveyendo un mercado profundo y bajos spreads de tasas de interés (Richard y Gutscher 2007).

La combinación de incentivos para incrementar el procesamiento, más las mejoras de crédito, llevaron a que no haya virtualmente ninguna renuencia a comprar securities con las deudas más riesgosas subyacentes. Irónicamente, mientras las relaciones bancarias habían basado los préstamos en las características relevantes del deudor (tales como ingreso, historia crediticia, activos), los nuevos arreglos parecieron ofrecer una oferta casi infinita de créditos hipotecarios impersonales sin ninguna necesidad de evaluar la capacidad del prestatario de repagar. En cambio, ‘los modelos quant⁶’ basados en datos históricos relacionados con tasas de default de deudores supuestamente similares reemplazarían costosas relaciones bancarias, mejorando la eficiencia y disminuyendo los spreads de tasas de interés (Kregel 2007b).

3. Transformación de la estructura financiera

⁶ Cuantitativos.N.T.

⁷ Hedge funds. Fondo de alto riesgo. Fondo de inversión muy especializado que aplica estrategias y técnicas muy sofisticadas. Puede generar ganancias muy elevadas, pero sus riesgos son también altos.N.T.

‘Tras un largo período de buenos tiempos, las economías capitalistas tienden a moverse de una estructura financiera dominada por unidades en posiciones de cobertura a una estructura donde hay una gran ponderación de unidades involucradas en posiciones especulativas y de Ponzi’ (Minsky 1992, p. 7-8).

Los mercados respondían en una forma que debería haber sido anticipada. El mercado de subprime floreció, con instrumentos y prácticas cada vez más riesgosos. Préstamos ‘menos doc’ (menos requerimientos de documentación) evolucionaron a préstamos ‘no doc’ y ‘mentirosos’ (a los deudores se les permitía e incluso se los estimulaban a mentir acerca de los ingresos y otra información relevante para el proceso de aplicación), y finalmente a préstamos ‘ninja’ (sin ingreso, sin trabajo, sin activos). Las hipotecas riesgosas fueron juntadas y cortadas en una variedad de tramos para cumplir el perfil de riesgo-retorno deseado por los inversores. Los tramos senior serían pagados primero, si los deudores podían pagar cualquier parte de la hipoteca, los tenedores de securities senior recibirían un ingreso, aparentando de que una security respaldada por hipotecas excesivamente riesgosas eran en verdad bastante seguras. Los tramos más junior, sin grado de inversión, podrían ser vendidos a *fondos de cobertura*⁸ que recibirían pagos sólo si las securities senior eran totalmente abonadas. (Increíblemente, los tramos junior podían ser juntados una segunda vez y cortados en tramos senior y junior, transformando la más riesgosa basura en securities senior con grado de inversión). Mientras la experiencia histórica de las securities respaldadas por préstamos que no pagan era muy corta, ésta (necesariamente) coincidía con una era de precios inmobiliarios rápidamente crecientes, por lo que las agencias de calificación se sintieron justificadas al asignar bajas probabilidades de default a menos doc, no doc y NINJAs, garantizando buenos precios incluso para los tramos junior.

En suma, para el 2000, la naturaleza del mercado financiero inmobiliario había cambiado de manera fundamental por lo que había evolucionado hacia la fragilidad. En los ‘viejos días’ del modelo tres-seis-tres descrito arriba, los bancos y las instituciones de ahorro financiaban sus posiciones en hipotecas a través de sus pasivos de depósitos minoristas. En principio, esto los exponía a un desbalance de duración ya que los depósitos eran a corto plazo mientras que

⁸ Si bien es común medir los ratios de apalancamiento como el cociente entre activos y capital (ya que las pérdidas sobre activos deben salir del capital), el argumento aquí es que en un ambiente en el que las hipotecas son activos seguros y en el cual la posición en estos activos es financiada por la emisión de depósitos minoristas muy seguros, la medida relevante es el cociente de hipotecas y depósitos minoristas. Sin embargo, como se discutió, la liquidez de estas posiciones requiere un ambiente de tasas de interés estable, seguros de depósitos, y acceso a fondos federales o la FHLB.

⁹ Ver Wray 1994 para una discusión de las desregulaciones en los setenta y ochentas, incluyendo el Acta de Control Monetario de 1980, que retiró los techos de tasas de interés, elevó los límites de seguros de depósitos tal que los DCs jumbo de ‘dinero caliente’ (emitidos en denominaciones de US\$ 100.000) estuvieran cubiertos, anuló las leyes de usura, y autorizó a las entidades de ahorro a comprar activos más riesgosos.

las hipotecas eran a largo. Sin embargo, en la práctica, los retiros de depósitos eran relativamente predecibles en tanto y en cuanto los seguros de depósitos previniesen las corridas bancarias, y la Fed mantuviese su target de tasa de interés por debajo de los techos legales sobre las tasas pasivas (Reg Q). La mayoría de los retiros de un banco o entidad de ahorro terminarían en otro banco o entidad de ahorro, tal que una institución que enfrentase un drenaje de compensación podría acudir al mercado de préstamo interbancario diario (fondos federales) para pedir reservas. Los bancos también tenían acceso a la ventana de descuento, mientras que las entidades de crédito podrían acudir a los Bancos Federales de Préstamos Inmobiliarios por fondos. De esta forma, las necesidades de liquidez se solucionarían tal que el ‘ratio de apalancamiento’ de las posiciones de los bancos y las entidades de ahorros en los préstamos sea efectivamente uno-a-uno⁸. Las tasas de crecimiento de estas instituciones estarían limitadas, porque cualquier banco o entidad de ahorro que tratase de crecer muy rápido enfrentaría un drenaje de compensación, forzándolo a pedir prestadas reservas (relativamente más costosas que las fuentes de fondos baratas de depósitos minoristas). Más aún, se creaba una falta de crédito cada vez que la Fed empujaba el blanco de tasa interbancaria por encima de los techos de la Reg Q, causando ‘desintermediación’. Por estas razones, era improbable un boom especulativo de fuga porque el financiamiento estaba restringido por la estructura institucional así como la política contracíclica de tasas de interés de la Fed.

Luego del experimento de la Fed con el Monetarismo, los techos de la Reg Q fueron eliminados, y fueron creados nuevos tipos de depósitos, como Certificados de Depósitos negociables de larga denominación que pagaban tasas de mercado⁹. Esto liberó a los bancos y las entidades de ahorro de fuentes locales de depósitos minoristas, ya que podrían emitir un volumen esencialmente ilimitado de DCs en los mercados mayoristas nacionales (y ‘eurodólares’ internacionales), permitiéndoles crecer a cualquier tasa deseada – limitada sólo por su habilidad para localizar prestatarios y su hambre de riesgo. Es por esto que muchas entidades de ahorro pudieron crecer a tasas anuales de 1.000% (y más) en los días que llevaron a la crisis de esas instituciones (Gras 1994). Finalmente, la expansión del mercado mayorista en los pasivos de las instituciones financieras reintrodujo el espectro de las corridas bancarias, manifestado no por largas colas de ahorristas tratando de retirar fondos, sino por corridas sobre DCs jumbo sin seguro. Por ende, estos desarrollos estimularon un comportamiento que llevó simultáneamente a temas de insolvencia y problemas de

¹⁰ Como reporta Chancellor (2007), las técnicas modernas de manejo de riesgo usan la volatilidad histórica como un proxy del riesgo. Cuando la volatilidad baja, se presume que el riesgo también, lo cual induce a los managers a subir los ratios de apalancamiento. Como se discute en la próxima sección, el periodo de ‘la gran moderación’ sugería que la volatilidad sería permanentemente más baja, por lo cual, los mayores ratios de apalancamiento eran considerados prudentes. Chancellor reporta investigaciones que indican que un fondo de cobertura con solo US\$ 10 millones de fondos propios podría apalancarlos hasta US\$ 850 millones de obligaciones colateralizadas de hipotecas, un ratio de apalancamiento de 85 a 1.

liquidez, ningunos de los cuales había sido enfrentados por los bancos regulados y las entidades de ahorro en una gran escala en las primeras tres décadas posteriores a las reformas del New Deal.

El crecimiento de la securitización llevó a un tremendo incremento de los ratios de apalancamiento. Mientras que el ‘viejo modelo’ de financiamiento inmobiliario implicaba un cociente de apalancamiento de uno, el ‘nuevo modelo’ descansa en ratios de apalancamiento de 15 a 1 y más, con los propietarios (por ejemplo, fondos de cobertura poniendo muy poco de su propio dinero a la vez que emiten papeles comerciales potencialmente volátiles u otros pasivos para fondear posiciones en las hipotecas securitizadas¹⁰. Esto funcionaba bien en tanto y en cuanto las securities fueran consideradas seguras y líquidas, asegurando a la vez que también lo sean los papeles comerciales y otros pasivos emitidos para financiar esas compras.

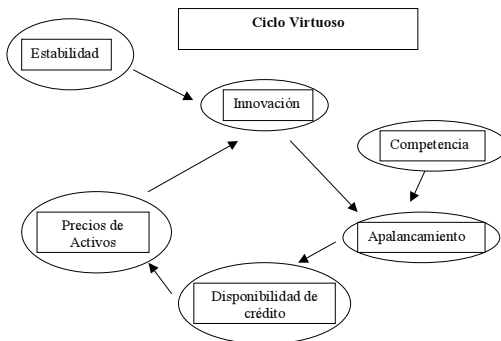
El ‘viejo’ modelo de financiamiento inmobiliario tres-seis-tres funcionó mientras las políticas lo permitieron, y fallo cuando las políticas se embarcaron en un riesgoso experimento monetarista. El nuevo modelo ‘originar y distribuir’ está mucho menos sujeto a control, y es también menos susceptible de ser asistido cuando las cosas andan mal. La mayoría de los jugadores y las actividades están fuera del control tradicional y directo de las autoridades monetarias (incluyendo la Fed, el Comptroller y la FDIC). En vez de una industria regulada atentamente, el financiamiento inmobiliario se ha vuelto una actividad sin supervisión, altamente apalancada y especulativa, sujeta a inconstantes expectativas de mercado que están indirectamente basadas en modelos de valuación altamente complejos apoyados en corridas históricas relativamente cortas y altamente sensibles a los supuestos de probabilidades de default y de pérdidas en el caso de default (BOFE 2007, p. 18).

Henry Kaufman explica que una gran parte del problema viene del uso de modelos de riesgo cuantitativos que descansan en el supuesto de que la performance pasada es una buena guía de la performance futura (Kaufman 2007). Esto requiere que la *estructura* de la economía y el sistema financiero haya permanecido constante incluso cuando ocurren innovaciones financieras y un tsunami de activos riesgosos inunda el mercado. Los modelos no podrían tener en cuenta el riesgo sistémico – Goldman Sachs dijo que de acuerdo a sus modelos de computación, sus pérdidas en uno de sus fondos globales de acciones era ‘un evento de 25 desviaciones estándar’, algo que podría ocurrir una vez cada 100.000 años (Tett y Gangahar, FT 15/8/07, p. 7). Satyajit Das, un consultor de un hedge fund, bromeaba que ‘la gente dice que estos son eventos de una vez cada 100.000 años pero parecen ocurrir todos los años’ (ibid.). En el caso de estos nuevos instrumentos, los modelos se basan en datos derivados de una experiencia de sólo unos pocos años y, como se discutía arriba, este fue un periodo inusualmente bueno para los precios inmobiliarios. Es más, como modelos similares son usados ampliamente, los mode-

¹¹ Uso de modelos cuantitativos para comprar y vender acciones (quant equity funds). NTrad.

los mismos conducen el mercado, un tipo de ‘comportamiento de manada’ que no fue anticipado y que puede tener devastadores resultados cuando todos están simultáneamente ‘liquidando posiciones’, como diría Minsky. James Norman, un director administrativo en el grupo de estrategias cuantitativas de Deutsche Asset Management admitió: ‘Los quants¹¹ están guiados por la valuación, y cuando hay muchas ventas, las valuaciones no importan’ (Brewster, FT, 15/08/2007, p. 14).

La figura 1 muestra el círculo virtuoso creado en el curso de los noventa que llevo al auge y posterior caída. La estabilidad económica estimuló innovaciones financieras que ‘estiraron la liquidez’ en la terminología de Minsky; esto más la competencia impulsaron a las innovaciones financieras a incrementar los ratios de apalancamiento, aumentando la disponibilidad de crédito. Esto es así porque para pérdidas esperadas dadas, el mayor apalancamiento sube el retorno sobre capital. Con crédito fácil, los precios de los activos podrían ser empujados, y precios crecientes estimulaban aún mayor innovación y competencia para subir aún más el apalancamiento. Las innovaciones expandieron la oferta de préstamos, alimentando la compra de casas, y subieron los precios de los bienes raíces, que incrementaron el tamaño de los préstamos requeridos y justificaron ratios de apalancamiento crecientes (préstamo-a-valor y préstamo-a-ingreso) ya que las casas podrían ser siempre refinanciadas o vendidas después a precios mayores si se desarrollaban problemas. El círculo virtuoso aseguraba que el sistema financiero se movería a través de las estructuras que Minsky denominó hedge, especulativo y finalmente Ponzi –que requiere apreciación del precio de los activos para validarlo. Pero el ciclo virtuoso hizo casi inevitable las posiciones Ponzi.



Inmobiliarias, agentes de bienes raíces, y tasadores trabajaron juntos para maximizar los precios de las casas. A menudo la inmobiliaria trabajó directa-

mente con un broker de hipotecas para que esté disponible el suficiente fondeo para los precios inflados; esto requería también complicidad de los tasadores para asegurar que los precios de las casas garantizarían la hipoteca endilgada al deudor. El broker también agregaba el primer conjunto de mejoras, como multas por pagos tempranos. Las hipotecas se pasaban entonces a los bancos de inversión que agregarían aún más mejoras, como ser aquellas provistas por las agencias calificadoras de créditos y las aseguradoras. La 'basura' era por ende transformada en securities altamente calificadas disponibles para ser compradas por inversores como los fondos de pensión. Era el sistema perfecto para impulsar el crecimiento de los precios de las casas, ratios de deudas siempre crecientes, y portafolios deteriorados de inversores crédulos; los incentivos de las inmobiliarias, vendedores de casas y agentes de bienes raíces estaban orientados a maximizar los precios de las casas; los tasadores de estas y los brokers trabajaban juntos para facilitar este proceso, ya que eran recompensados por rendimiento –número de tratos- pero que a su vez requería que ellos cumplimenten las necesidades de aquellos que invirtieron en precios mayores.

La combinación de tasas de interés bajas y precios de bienes raíces crecientes estimuló un frenesí especulativo que terminaría sólo si subían las tasas o los precios frenaban su aumento. Por supuesto, ambos eventos eran inevitables, de hecho, estaban dinámicamente conectados porque las subas de la tasa de la Fed disminuirían la especulación, atenuando los crecientes valores de las propiedades, y subiendo los márgenes de riesgo. Cuando las pérdidas de las subprimes empezasen a exceder las expectativas que habían estado basadas en la experiencia histórica, los precios de los securities empezarían a bajar. Modelos del Banco de Inglaterra muestran que un hipotético portafolio de swaps de default de créditos hipotecarios subprime (compuesto de hipotecas subprime AAA y AA creadas en el 2006) perdió 60% de su valor en Julio de 2007 (BoFE 2007, p. 18-19). Los problemas se expandieron a otros mercados, incluyendo fondos mutuales de mercados del mercado de dinero y mercados de papeles comerciales, y los bancos se volvieron reacios a prestar incluso por períodos cortos. En Agosto, nuevas emisiones de CDOs habían caído a un sexto del volumen mensual promedio experimentado previamente en el 2007. Con grandes ratios de apalancamiento, los propietarios enfrentaron enormes pérdidas que excedieron por mucho su capital, y empezaron a des-apalancarse vendiendo, poniendo una mayor presión bajista sobre los precios. Noten que en un mundo de ratios de apalancamiento de 15 a 1, la reducción de la exposición significa que se deben vender muchos múltiplos de CDOs relativos a los fondos propios (si el capital es de mil millones de dólares, el reducir la exposición a la mitad requiere ventas de U\$S 7,5 mil millones cuando el apalancamiento es de 15 a 1). El mercado de hipotecas securitizadas se secó, tal como

¹² Ver Kregel 2007^a; otros que han usado el análisis de Minsky de posiciones Ponzi para caracterizar la situación actual incluyen Buttonwood (2007), McCulley (2007, ver también su temprana advertencia del 2001), Magnus (2007) y Lahart (2007)

el mercado de papeles comerciales.

Los problemas de los subprime serían suficientemente severos si representasen nada más que una escasez de liquidez. En ese caso, las operaciones de prestamista de última instancia del banco central podrían eventualmente calmar al mercado, permitiendo que se calmen los precios y que se reduzcan los márgenes de tasas de interés. Sin embargo, los préstamos Ninja (así como muchos de los menos doc, no doc y préstamos mentirosos) son esquemas Ponzi en Minsky¹², tal que los intereses deben ser capitalizados en los préstamos hasta algún punto en el futuro en que suban el ingreso o los precios de las casas lo suficiente tal que puedan ser vendidas para retirar los préstamos. En un ambiente de crecimiento lento o ningún crecimiento del ingreso para la mayoría de los estadounidenses, es claro que mucho de la estructura financiera dependía de una continua apreciación de bienes raíces para validarlas, una situación inherentemente frágil. De acuerdo a Kregel (2007b), incluso los tramos senior de muchos de los conjuntos de hipotecas subprime tienen un valor neto presente de cero. Si la estructura financiera inmobiliaria es Ponzi, el problema es solvencia, no simplemente liquidez. Sin embargo, excepto por un par de *opiniones opuestas*, la mayoría de los ‘expertos’ descontaban los riesgos, argumentando que los bienes raíces no están sobrevalorados y que los deudores no están sobreendeudados, hasta que Countrywide no sabía que hacer y los problemas aumentaron rápidamente a través del país y alrededor del domingo el último verano.

En la próxima sección examinamos algunas razones para esta complacencia.

4. La Gran Moderación - ¿Qué, yo preocupado?

‘Los mercados financieros, y particularmente los grandes jugadores dentro de ellos, necesitan temer. Sin eso, se enloquecen’. Martin Wolf ‘In a world of overconfidence, el miedo tiene un aceptable retorno’, FT 15/8/07, p. 9

En los últimos años, se ha desarrollado una visión renovada de las posibilidades económicas denominada ‘la gran moderación’ (Bernanke 2004; Chancellor 2007). Se cree que debido a una feliz confluencia de un número de factores, el mundo ahora es más estable. Estos factores incluyen:

¹³ Este término es engañoso ya que implica que la Fed pudo simplemente volar los helicópteros de Friedman y dejar caer bolsas con notas de la reserva federal. En verdad, la Fed estuvo lista para prestar reservas en la ventana de descuento y ofertarlas al mercado de fondos federales a través de compras de bonos para mantener la tasa de esos fondos en la meta. Si un banco en problemas no conseguía préstamos en el mercado de fondos federales, podía acudir a la ventana de descuento de la Fed para endeudarse a una tasa de penalidad para afrontar las necesidades de liquidez. Para modificar un viejo dicho popular, ‘«tu no puedes empujar de la soga» – la Fed solo podía ofertar las reservas deseadas por el mercado.

¹⁴ Frown costs: la expresión podría traducirse como «costos de desaliento» o «costos de desaprobación». La frase se emplea para expresar desaprobación y, en ese contexto, «frown costs» son costos que se imponen como modo de desaprobación una acción determinada (NdeTrad).

- Mejores políticas monetarias que han atenuado la inflación y la amplitud de los ciclos económicos.
- La globalización, que hace más fácil absorber shocks ya que disemina los impactos.
- Las mejoras en la tecnología de la información que mejora el análisis de riesgo y la comunicación.
- Subas de ganancias y declinación en los ratios de apalancamiento corporativos que generan mayores precios de las acciones
- La securitización que aumenta el manejo del riesgo, y lo asigna a quienes están más capacitados para soportarlo, y
- Los derivados usados para compensar riesgos indeseados.

Todo esto implica que vivimos en una nueva economía que es mucho menos vulnerable a los ‘shocks’. Es más, los bancos centrales han demostrado tanto la voluntad como la capacidad para tratar rápidamente, y aislar, las amenazas al sistema financiero. Por ejemplo, de acuerdo a la visión convencional, Greenspan estuvo capacitado para organizar una respuesta exitosa a la crisis de LTCM, y luego bajó rápidamente las tasas de interés para sacar a la economía de la recesión que era disparada por la caída del mercado de acciones. Más recientemente, se supone que Bernanke ha continuado con la tradición de Greenspan, respondiendo a la crisis de los subprime ‘bombeando liquidez’¹³ a los mercados, al bajar rápidamente la tasa de fondos federales, al tomar algunos de los *frown costs*¹⁴ fuera de la ventanilla de préstamos de descuento –ya que un par de los mayores bancos fueron inducidos a pedir fondos innecesarios- y al bajar la penalidad sobre dichos préstamos bajando el spread entre la tasa de los fondos federales y la tasa de descuento. Incluso mientras los precios de la energía y los alimentos empujaban la inflación, la Fed dejó en claro que permanece en guardia ante cualquier caída residual de las pérdidas hipotecarias. Entonces, cuando los problemas surgieron durante el verano de 2007, se creó un saber convencional cuidadosamente elaborado que decía que: a) cualquier lfo de bienes raíces sería contenido; b) que los precios de las casas se recuperarán más temprano que tarde; y que c) los impactos en la economía ‘real’ serán pequeños. Por lo tanto, el mercado de acciones pudo continuar su fiesta a salvo como si fuese 1929; los márgenes de tasas de interés se podrían reducir porque incluso las apuestas más arriesgadas son relativamente seguras; ingresos, pagos a cuenta, ratios de préstamos-valor, y otras medidas convencionales de la capacidad de pagar las deudas no importaban mucho porque la apreciación de los activos de bienes raíces pronto validaría todas las apuestas.

Si Minsky estuviese aquí, él denominaría esto ‘Una Radical Suspensión de

¹⁵ O, como dijo Charles Kindleberger, ‘la propensión a estafar crece paralela con la propensión a especular durante un auge. La implosión de una burbuja de un precio de un activo siempre lleva al descubrimiento de fraudes y estafas’ (citado en Pollock 2007).

la Desconfianza'. Como Alex Pollock afirmó ante la Cámara de Representantes de los E.E.U.U. (Pollock 2007), 'los auge son usualmente acompañados por una teoría plausible sobre como estamos en una «nueva era»... Es primero el éxito, y el observar el éxito de otras personas, lo que construye el optimismo, lo que crea el auge, lo que prepara la caída'. La suspensión radical de la desconfianza que permitió a los mercados ignorar el potencial bajista creó 'optimismo y una creencia eufórica en la permanente alza de los precios de algunas clases de activos, en éste caso, casas y condominios, proveyendo una vía de éxito asegurado para hacer dinero tanto para deudores como prestamistas. Esto es inevitablemente seguido por una resaca de defaults, fracasos, la expropiación de imprudentes o desafortunados deudores, revelaciones de fraudes y escándalos, y tardías reacciones políticas y regulatorias'¹⁵ (Pollock 2007).

Y, de hecho, se está empezando a ver todo como nuevamente un *déja vu*. La crisis de las entidades de ahorro en los ochenta fue precedida por un maremoto de innovaciones que incrementó la oferta de crédito a cualquier forma de estafa, incitado no sólo por reglas y supervisiones relajadas, sino incluso por estímulos explícitos de reguladores, supervisores y políticos (y por Alan Greenspan quien escribió una entusiasta carta en apoyo de las proezas de Charles Keating). Los tasadores de propiedades, dispuestos a certificar valores inflados, jugaron un rol mayor en aquel fiasco (igual que como lo han hecho en el auge y caída corriente de los bienes raíces) (Wray 1994). Todavía estamos resolviendo los detalles de aquel lío dos décadas después (Black 2005). Similarmente, la explosión de la burbuja del mercado de acciones al comienzo de esta década siguió a años de manejo impropio de información interna, campañas de «*estafas masivas*», y fraudes contables diseñados para subir los precios de las acciones, temas que continuarán ocupando los juzgados durante los años por venir.

Aún así, es posible que no hayamos visto nada aún. Presumiblemente muchos de los préstamos *subprime* no están relativamente estorbados por reglas y regulaciones federales porque fueron hechas por brokers hipotecarios bajo los fueros y supervisiones de los estados. Alrededor de la mitad de todos los subprimes fueron hechas por dichos brokers. Sin embargo, muchos estados prohibieron prácticas fraudulentas incluyendo préstamos predatorios que cargan a los deudores con préstamos que no pueden afrontar.

De hecho, se supone que parte de la razón de los préstamos menos doc y no doc era para dar a los brokers una negativa plausible: ¡ellos 'no sabían' que los deudores no podrían afrontar los préstamos porque ellos nunca juntaron los documentos que hubieran sido requeridos para hacer los cálculos necesarios! (JEC 2007). También hay algunas pistas de que firmas de Wall Street que vendieron los securities respaldados en activos estaban implicadas en estrategias «*estafas masivas*» similares a aquellas usadas por Wall Street durante el auge de la Nueva Economía, vendiendo *securities* que al mismo tiempo estaban

¹⁶ La ganancia del vendedor es vender para comprar a menor precio. N.T.

*shorting*¹⁶ ya que sabían que eran ‘basura’.

Los jugadores y los mercados están íntima y dinámicamente conectados en una forma que alimenta una creciente bola de nieve de problemas. Como discutimos arriba, los seguros sobre las hipotecas y otros bonos securitizados ayudaban a validar altos rating de créditos asignados por las calificadoras de riesgo; otras mejoras tales como multas por pronto pago, altas tasas de hipotecas, y reglas de bancarrotas personales draconianas también ayudaron a alimentar el mercado de securities respaldados en subprimes. Sin embargo, cuando el mercado de subprimes se desenmaraña, los miedos se diseminan a otros securities respaldados en activos, incluyendo préstamos comerciales de bienes inmuebles, y a otros mercados de bonos como por ejemplo el de bonos municipales. Los mercados están empezando a reconocer que hay problemas sistémicos con los rating de crédito asignados por las agencias calificadoras de crédito. Es más, se están dando cuenta que si las securities respaldadas con hipotecas y otros activos, y los bonos municipales son más riesgosos que lo que se creía previamente, entonces las aseguradoras tendrían pérdidas mayores a las esperadas. Las agencias calificadoras están entonces bajando los rating de crédito de las aseguradoras. Como la posición financiera de éstos está en duda, el seguro que garantizaba los activos perdió todo valor, tal que las calificaciones de bonos y securities son rebajadas. En muchos casos, los bancos de inversión tienen un pedazo de ésta acción – ellos han prometido tomar devuelta las hipotecas, y han asumido (o lo harán) las pérdidas de las aseguradoras como el menor de dos males ya que los costos asumidos debido a la re-calificación de las securities luego de la bancarrota de las aseguradoras son mayores que el presunto golpe a sus acciones resultante de la toma de las aseguradoras en caída. Sólo el tiempo dirá si es una buena estrategia.

El pasado debió haber sido alguna suerte de guía a los reguladores y supervisores, quienes podrían haber intervenido antes en vez de estar sin hacer nada opinando que es imposible identificar una burbuja especulativa hasta luego de que explota. De hecho, Edward Gramlich trató de que Alan Greenspan aumente la supervisión de los préstamos subprime ya en el 2000, pero no logró penetrar el compromiso ideológico del Presidente con los mercados ‘libres’ (Krugman 2007). Si bien es cierto que muchos de los problemas de préstamos fueron originados por instituciones afuera de la supervisión usual de la Fed, Kuttner (2007) afirma que la Acta de Protección de la Propiedad y Valor de las Casas sí le dio autoridad a la Fed para vigilar estándares de suscripciones, y conminó a la Fed ‘a tomar medidas contra las prácticas crediticias predatorias y peligrosas, incluyendo entidades sin otra regulación como creadores de hipotecas subprime’ (Kuttner 2007). Si la Fed hubiese actuado sobre la alarma de Gramlich en el 2000, mucho del daño podría haber sido evitado, ya que no fue hasta 2001 que los estándares de suscripción empezaron a caer apreciablemente. En 2001, los subprime representaban el 8,6% (US\$ 190 mil millones) de las

¹⁶ Value at Risk o valor de los flujos de caja en riesgo. N.T.

hipotecas generadas; esto subió al 20% (U\$S 625 mil millones) en el 2005. Y en 2001, subprimes securitizadas representaban apenas U\$S 95 mil millones, creciendo a U\$S 507 mil millones en el 2005, mientras la Fed dormía (JEC 2007, p. 18).

Incluso cuando se formularon preguntas acerca de riesgos crecientes, los banqueros de hipotecas combatieron exitosamente intentos de los reguladores federal para endurecer las reglas sobre los préstamos. Las nuevas normas federales estaban listas en Diciembre de 2005, pero no fueron implementadas hasta Septiembre de 2006, ya que 'los banqueros de hipotecas combatieron las reglas propuestas con todos los usuales argumentos falsos, acusando a las agencias de «extralimitación regulatoria», «innovaciones sofocantes» y sustituyendo el juicio de los burócratas por la sabiduría colectiva de miles de experimentados prestamistas y millones de sofisticados inversores' (Pearlstein 2007, p. D 01). Esta demora permitió a los prestamistas de subprime hacer cientos de miles de millones de préstamos adicionales, muchos de los cuales engañaron a familias de bajos ingresos en deudas que no pueden afrontar.

Mientras algunos todavía niegan que la crisis subprime se derrame a otros mercados financieros y a la economía 'real', es claro que muchos políticos así como muchos de la elite de Wall Street ya no son complacientes.

5. Políticas y Reforma

'Implícita en la legislación que les estoy sugiriendo es una declaración de política nacional. Esta política es que los amplios intereses de la Nación requieren que se establezcan salvaguardas especiales alrededor de la propiedad de las casas como una garantía de estabilidad social y económica, y que el proteger a los propietarios de hogares de liquidaciones forzadas injustas en tiempos de angustia general es una preocupación propia del Gobierno' Presidente Franklin D. Roosevelt, Mensaje al Congreso sobre Ejecuciones Hipotecarias de Casas Pequeñas, 13/4/1933.

'Hay evidencia sustancial que los mercados financieros tuvieron éxito a causa de fuertes presiones y regulación, no a pesar de ello'. Linda Chatman Thomsen, Jefa de Acción de la SEC, citada en Carrie Johnson, WP 12/3/2007)

Hay dos temas de política inmediatos enfrentándonos: primero, si se puede hacer algo para aliviar la caída de esta crisis actual; segundo, ¿qué se puede hacer para prevenir la recurrencia de tal situación en el futuro. Ambos temas requerirán mucho estudio y debate. Ofrezco algunas afirmaciones generales que pueden justificar futuras investigaciones.

a) Políticas para lidiar con la actual crisis

Hay un número de iniciativas diseñadas para lidiar con la crisis actual, algunas provenientes del sector privado mientras otras son impulsadas por funcionarios públicos. El Secretario del Tesoro Paulson propuso que los bancos esta-

blezcan juntos un fondo de estabilización de U\$S 75 mil millones, pero esto fue vetado por el sector privado. El Presidente Bush ha propuesto congelar las tasas hipotecarias para aquellos que estén al día con sus pagos, lo cual no hará nada por aquellos que ya estén en problemas y sólo pospone El Día del Juicio Final para otros. La Fed ha bajado las tasas de interés, y continuaría haciéndolo. Esto es al menos un movimiento en la dirección correcta, aunque no ayudará mucho. Como tres cuartos de los VARs17 subprime tienen multas de pre-pago (promediando pagos de seis meses de interés sobre el 80% del valor principal original), los deudores usualmente no pueden afrontar el salirse de sus préstamos, por ende, el bajar la tasa de interés no les proveerá mucho alivio. Cada recorte de tasa es recibido con alivio, pero luego el mercado clama por otro. Hasta ahora, nada que haya salido de la Administración en Washington está a la altura para lidiar con la caída producto de esta crisis.

El tiempo y el crecimiento económico pueden tomarse un largo camino para restaurar la salud financiera – si los ingresos crecen lo suficiente, es más fácil pagar la deuda. El crecimiento reciente ha sido más que nada estimulado por las exportaciones, en parte gracias a un dólar depreciado. Sin embargo, cualquier freno de los E.E.U.U. será contagioso y lastimará las exportaciones. El sector privado no puede ser la principal fuente de estímulo a la demanda ya que se ha estado endeudando, gastando más que su ingreso por una década. Mientras que el déficit fiscal se incrementará a medida que se frena la economía, esto resulta de un deterioro del empleo y del ingreso (que baja los impuestos y sube las transferencias, por lo que impulsará activamente el crecimiento aunque ayudará a restringir la profundidad de la recesión. No es probable que el Presidente y el Congreso (aún con un cambio de administración) se embarque en nuevos programas de gastos o en grandes recortes de impuestos. Entonces, es difícil ver como los E.E.U.U. pueden salir de este problema.

La Cámara de Representantes está proponiendo una legislación que permitiría a los jueces de bancarrotas modificar los términos de las hipotecas para permitir a la gente retener sus casas. El Congreso necesita ir más lejos, sin embargo. La ‘reforma’ de la ley de bancarrota fue aprobada justo a tiempo para que le sea difícil resolver esta crisis, porque el código actual prohíbe el alivio de deudas de hipotecas. Por ende, esta ley debe ser arreglada para permitir que aquellos que han estado sujetos a préstamos predatorios escapen a créditos subprime. Los deudores deberían necesitar sólo mostrar que la incapacidad de pagar la deuda no es su culpa, esto es, que ellos tienen un préstamo que el prestamista debería haber sabido que no podían afrontar con los ingresos y activos al momento en que lo sacaron. No es relevante si el prestamista tenía aquella información.

El deudor debería poder entonces refinanciar su casa al valor corriente de mercado, y con el capital del deudor original (si es que hay alguno) intacto. Sólo si el acreedor demuestra que el deudor ha defraudado al originador (con, por ejemplo, formularios W-2 adulterados o con declaraciones sobre cuentas bancarias) el deudor sería responsable por el préstamo original. Este alivio

debe estar limitado a aplicaciones de préstamos para residencias primarias, y hasta a un valor de la casa limitado (tal como un precio mediano de la SMSA). Como dijo el presidente Roosevelt al anunciar su plan para salvar las 'casas pequeñas', el objetivo debería ser preservar la propiedad, no proteger a los especuladores en bienes inmuebles. La FHA y la GSE deberían ser instruidas a tomar la iniciativa para refinanciar estas casas. El problema es que Fannie y Freddie ya están experimentando sus propios problemas. Freddie mismo, tiene un gran volumen de subprime securitizadas, y las ha escrito de par a un 90%, aunque los índices AGX indican que valen sólo el 70%, y probablemente mucho menos. Freddie también está por debajo de requerimientos de capital mínimos.

El presidente Roosevelt creó una agencia como la RFC, la Corporación de Préstamos para Propietarios de Casas (HOLC, en inglés), para tomar la tarea de salvar a los pequeños propietarios. Esta refinanció exitosamente el 20% de las hipotecas de la nación, emitiendo bonos para juntar los fondos. Mientras que alrededor del 20% de esos préstamos fueron ejecutados, la HOLC en verdad se las arregló para ganar un pequeño excedente sobre sus actividades, el cual fue pagado al Tesoro cuando fue liquidada en 1951. Claramente, estas son lecciones a ser aprendidas de esa experiencia: refinanciar es preferible a ejecutar ya que preserva la titularidad de la casa y las comunidades, a la vez que también ahorra dinero en el proceso. Por supuesto, el desistir valida el mal comportamiento y estimula peores. Sin embargo, Minsky diría que una crisis financiera no es el momento adecuado para tratar de enseñarle a los mercados una lección permitiendo que los defaults se hagan bolas de nieve hasta que una deflación de deudas generalizadas y la depresión puedan 'limpiar' el sistema. Hay una fina línea que debe ser caminada permitiendo que pierdan los peores abusadores (y en especial los perpetradores de fraude) a la vez que se protegen a los relativamente inocente. Como a los mercados financieros no se les puede enseñar 'de la forma dura'. Las regulaciones y supervisiones deben ser reforzadas para moderar la próxima estampida hacia una burbuja especulativa. Vemos dichas preocupaciones en la próxima subsección.

b) Políticas para prevenir que 'eso'¹⁸ pase de vuelta

Como dice Shiller (2007), las caídas de las viviendas de 1925-33, cuando sus precios cayeron un 30%, proveyeron una oportunidad para una respuesta de políticas revolucionarias que reestructuró el sector de la vivienda de una forma que lo robusteció por dos generaciones. Esto era también un gran tema en el trabajo de Minsky. Shiller caracteriza la respuesta oficial hoy como 'anémica en comparación', afirma que deberíamos estar preparados para un colapso de las viviendas tan grande como aquel de 1925-33, y llama a pensar cam-

¹⁸ Por «eso», Wray (y Minsky) entienden la crisis de 1930 (NdelT).

bios grandes y fundamentales para poner al sector de bienes raíces de vuelta en piso más firme. En esta sección examinamos cambios de políticas para prevenir que el ‘eso’ de Minsky pase de nuevo.

El Congreso está considerando regulaciones sobre los creadores de hipotecas que establecerían nuevos requerimientos de licencias, pondría restricciones sobre los incentivos para endilgarle a los deudores préstamos más riesgosos, y proveería responsabilidad a las instituciones financieras que vendan hipotecas (Hulse 2007). Además, el Congreso establecería nuevos estándares a ser cumplimentados por los otorgadores relativos a la capacidad de los deudores de pagar. Préstamos inescrupulosos fueron una parte importante del auge subprime, con poca supervisión de brokers hipotecarios y con incentivos sustanciales para inducir a los deudores a asumir más deuda de la que podían manejar, a tasas que se reajustan a un nivel que virtualmente garantizaba que ocurrirían incumplimientos. La evidencia es abrumadora en cuanto a que préstamos a tasa variable llevan a más ejecuciones; VARs híbridos son incluso más peligrosos. Hay un lugar apropiado para VARs y VARs híbridos, pero no con el típico deudor subprime que tiene pocas reservas si las cosas se ponen mal. El Congreso debería investigar límites al marketing de VARs e híbridos para deudores de bajos ingresos y compradores primerizos.

Pollock ha promovido una simple y estándar página con los términos del contrato, escrito en inglés simple. Este resumen mostraría explícitamente todas las tasas así como los pagos mensuales bajo todos los escenarios posibles (por ejemplo, luego del ajuste de tasas, y luego de que el rating de crédito del deudor se deteriore por incumplimientos). Comisiones de pre-pago deberían ser mostradas y explicadas. Las características financieras primarias del deudor sobre las cuales se otorga el préstamo deberían ser explícitas –ingresos, activos, pago inicial– así como el valor de mercado de la casa y el cociente de préstamo sobre valor. El que otorga el crédito debe firmar una declaración indicando que se debería tener la debida agilidad para asegurar la exactitud del resumen. Como demuestra la crisis actual, se pueden conseguir ganancias rápidas para los otorgadores al timar a los deudores y los compradores de securities, pero los costos sociales son muy altos como para permitir que esto pase de vuelta.

Las políticas deberían evitar la promoción de la concentración, un resultado natural de las crisis financieras que puede ser estimulado por *las políticas de acuerdos de rescates financieros*. Minsky siempre prefería las políticas que promoviesen instituciones financieras de un tamaño pequeño a mediano. Desafortunadamente, los políticos sesgados hacia el ‘libre mercado’ instintivamente prefieren usar el dinero público para subsidiar la compra por parte de instituciones privadas de firmas financieras en caída.

Se debería adoptar la alternativa Roosevelt: la ‘nacionalización’ temporaria de las instituciones caídas con una visión de retornarlas eventualmente al sector privado con una pequeña ganancia para el Tesoro de E.E.U.U. Esto es lo que Minsky abogó durante la crisis de las entidades de ahorro de los ochenta,

pero la administración del presidente Bush padre eligió la concentración de la industria y la toma pública de los males activos, lo que resultó en pérdidas para el Tesoro. Las políticas deberían en cambio impulsar la competencia, con un sesgo contra la concentración. Y, siguiendo a Minsky, deberían retornar a un sesgo contra la segmentación del mercado, con una mayor regulación del sector bancario, protegido.

6. Conclusión: lo que aprendimos de Minsky

Minsky decía que la Gran Depresión representaba un fracaso del modelo económico de *laissez faire* y gobierno pequeño, mientras que el New Deal promovió un modelo de Gobierno Grande/Banco Grande de capitalismo financiero muy exitoso. La crisis actual representa igual de convincentemente el fracaso del modelo Gobierno Grande/Neoconservador (o afuera de los E.E.U.U., llamado neo-liberal) que promueve la desregulación, supervisión reducida, privatización, y concentración del poder de mercado. En los Estados Unidos, ha habido una tendencia de largo plazo que favorece a los ‘mercados’ sobre los ‘bancos’, que también ha jugado un rol en las manos de neoconservadores. La actual crisis financiera de las viviendas es un ejemplo primario del daño que puede ser hecho.

Las reformas del New Deal transformaron el financiamiento de las viviendas en un negocio muy seguro, protegido, basado en instituciones financieras (mayormente) pequeñas y locales que conocían sus mercados y deudores. La titularidad de las casas era promovida a través de hipotecas a largo plazo con tasa fija. Las comunidades se beneficiaban, y las familias creaban riquezas que proveían un camino hacia estilos de vida de clase media (incluyendo educación colegial para hijos del *baby boom* y retiros seguros para sus padres). Esto requería supervisión de los reguladores, seguros de depósitos de FDIC y FSLIC, y un compromiso de tasas de interés relativamente estables.

El modelo Gobierno Grande/Neocon, por contraste, reemplazó las reformas del New Deal por la autosupervisión de los mercados, con una mayor dependencia en la ‘responsabilidad personal’ ya que las redes de seguridad fueron cortadas, y con políticas fiscal y monetarias sesgadas contra el mantenimiento del pleno empleo y el crecimiento adecuado para generar crecientes estándares de vida para la mayoría de los estadounidenses. El modelo está en problemas, y no sólo con respecto al lío de las hipotecas, ya que los Estados Unidos enfrentan records de desigualdad y destrucción de la clase media, una crisis en el sistema de salud, el desastre del sistema carcelario, y otros problemas más allá del alcance de este análisis (ver Wray 2000 y 2005).

Debemos retornar a un modelo más sensible, con mejoras en la supervisión de las instituciones financieras con una estructura de financiamiento de las viviendas que promueva la estabilidad en vez de la especulación. Necesitamos

¹⁹ Ver Papadimitriou y Wray (1998) para un resumen de las propuestas de políticas de Minsky.

políticas que promuevan salarios crecientes para la mitad (o incluso tres cuartos) de abajo de los trabajadores tal que el endeudamiento sea menos necesario para mantener estándares de vida de clase media. Necesitamos políticas que promuevan el empleo, en vez de pagos de transferencias –o peor, la cárcel– para aquellos que quedaron atrás. La política monetaria se tiene que apartar del uso de subas de tasas para prevenir la inflación y hacia un rol apropiado: estabilizar tasas de interés, controles de crédito directos para prevenir fugas especulativas, y supervisión. Minsky abogaba por apoyo a los bancos pequeños, y por la creación de un sistemas de bancos comunitarios de desarrollo –esto último alcanzado sólo parcialmente bajo la presidencia de Clinton– como una alternativa viable a las prácticas de préstamos predatorias que *sí* incrementaron la oferta de crédito a deudores y barrios de bajos ingresos, pero que ahora resulta en ejecuciones y despidos¹⁹. Desafortunadamente, le transferimos el financiamiento a las viviendas estadounidenses a Wall Street, que operaba la industria como si fuese un casino.

Minsky insistía que ‘es necesaria la creación de nuevas instituciones económicas que restrinjan el impacto de la incertidumbre’, afirmando que ‘el objetivo de la política es asegurar que existan los prerequisites para sostener los estándares civiles y civilizados de una sociedad abierta y liberal. Si la incertidumbre amplificada y los extremos en la mal distribución del ingreso y desigualdades atenúan los pilares económicos de la democracia, entonces el comportamiento del mercado que crea estas condiciones debe ser restringido’ (Minsky 1996, p. 14-15). Es tiempo de sacar al financiamiento de las viviendas del embrague del casino de Wall Street.

Bibliografía

- Banco de Inglaterra**, «Financial Stability Report», Octubre 2007, No. 22. Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis: The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got Here*, Octubre 2007, Senador Charles E. Schumer, Presidente y Rep. Carolyn B. Maloney, Vice-presidente.
- Bernanke, Ben S.**, «The Great Moderation», discurso dado en la reunión de la Eastern Economics Association, Washington, DC, 20/02/2004; www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/20040220/default.htm
- Black, William**. 2005. *The Best Way to Rob a Bank is to Own One*, Austin Tx: University of Texas at Austin.
- Brewster, Deborah**, «Liquidity needs throw spanner in quant models», *Financial Times*, 15/08/2007, p. 14.
- Brooks, Rick and Ruth Simon**, «As housing boomed, industry pushed loans to a broader market», *Wall Street Journal*, 03/12/2007, p. A1.
- Buttonwood**, «Ponzificating», 17/03/2007, *The Economist Newspaper*, p. 80.
- Chancellor, Edward**. «Ponzi Nation», 07/02/2007, *Institutional Investor*
- Hulse, Carl**. «With Eye on '08, House takes on Mortgage Rules», NYT, 15/11/2007, http://www.truthout.org/docs_2006/printer_111507G.shtml
- Johnson, Carrie**. «Businesses prepare to mount a concerted attack on regulation», *The Washington Post*, 12/03/2007, www.truthout.org/docs_2006/printer_031207s.shtml.
- Kaufman, Henry**, «Our Risky New Financial Markets», *The Wall Street Journal*, 15/08/2007, p. A13.
- Keynes, John Maynard**. 1964. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace Jovanovich, New York and London.
- Kregel, Jan**, 2007a, «Financial innovation and crises—A post-Keynesian-Minskyian perspective», presentación dada en la Noriss, Res Publica & Other Canon Conference, Storsalen, Somarka Conference Centre, 27/8/2007.
- Kregel, Jan**, 2007b «Minsky's 'cushions of safety', systemic risk and the crisis in the US Subprime mortgage market», draft, 11/25/2007.
- Krugman, Paul**. «A catastrophe foretold», «, *New York Times*, 26/10/2007, http://www.truthout.org/docs_2006/printer_1026070.shtml
- Kuttner, Robert**, «The alarming parallels between 1929 and 2007», *The American Prospect*, 02/10/2007, Testimonio de Robert Kuttner ante el Committee on Financial Services, Rep. Barney Frank, Presidente, Cámara de Representantes de E.E.U.U. Washington D.C., http://www.truthout.org/docs_2006/100307H.shtml.
- Lahart, Justin**, «In time of tumult, obscure economist gains currency», 18/08/2007, *The Wall Street Journal Online*, http://online.wsj.com/public/article_print/SB118736585456901047.html, accessed 9/5/2007.
- Magnus, George**, «What this Minsky moment means for business», 23/08/2007, *Financial Times*, p. 11.
- McCulley, Paul**. «Capitalism's Beast of Burden», Enero de 2001, PIMCO Bonds, www.pimco.com/leftnav/featured+market+commentary/FF_01_200... accessed 9/

Circus. Mayo de 2008

5/2007.

—. «The plankton theory meets Minsky», Marzo de 2007, Global Central Bank Focus, PIMCO Bonds, www.pimco.com/leftnav/featured+market+commentary/FF... accessed 3/8/2007.

Minsky, Hyman P. «Securitization», Handout Econ 335A, Fall 1987, mimeo, in Levy archives.

—. 1992 .

—. 1996. «Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies», Working paper #155, Jerome Levy Economics Institute, Abril

Morgenson, Gretchen. «Foreclosures hit a snag for lenders», «, *New York Times*, 15/11/2007, <http://www.nytimes.com/2007/11/15/business/15lend.html>

Papadimitriou, Dimitri B. y L. Randall Wray, 1998, «The economic contributions of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform», *Review of Political Economy*, 10(2), 199-225.

Pearlstein, Steven. «'No money down' falls flat», *The Washington Post*, 14/03/2007, p. D01.

Pollock, Alex J. «Subprime Mortgage Lending Problems in Context», Testimonio al Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Financial Services, Cámara de Representantes de E.E.U.U., Audiencia sobre Préstamos Subprime y Predatorio, 27/03/2007.

Richard, Christine and Cecile Gutscher, «MBIA, Ambac Downgrades may cost Market \$200 Billion (Update 2)», Bloomberg.com, 15/11/2007. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&refer=&sid=aqGYEJ4OEJoE>,

Roosevelt, Franklin D. «Message to Congress on small home mortgage foreclosures», 13/04/1933.

Shiller, Robert J. «A time for bold thinking on housing», *New York Times*, 25/11/2007, <http://www.nytimes.com/2007/11/25/business/25view.html>

Tett, Gillian, and Anuj Gangahar, «System error: why computer models proved unequal to market turmoil», *Financial Times*, 15/08/2007, p. 7.

Veneroso, Frank, «US Economy Watch: Larry Summers on the current financial crisis and the risk of recession», 26/11/2007, mimeo.

Whalen, Charles. «The U.S. Credit Crunch of 2007: a Minsky Moment», Levy Public Policy Brief, No. 92, 2007, www.levy.org.

Wolf, Martin. «In a world of overconfidence, fear makes a welcome return», *Financial Times*, 15/08/2007, p. 9.

Wray 2000. «A new economic reality: penal Keynesianism», *Challenge*, September-October, 31-59.

—. 1994. «The political economy of the current US financial crisis», *International Papers in Political Economy*, Vol 1, no 3.

—. «The Ownership Society: Social Security Is Only the Beginning . . .» Levy Economics Institute *Public Policy Brief* No. 82, Agosto 2005.