

## Sobre la Crisis Hipotecaria Subprime: Lecciones Mínimas sobre Solidaridad y Riesgo Moral en el Sistema Financiero

Octubre-2007

Las cosas sucedieron de la siguiente manera: en medio de una euforia inmobiliaria algunos inversionistas, en principio proclives al riesgo, deciden ampliar sus portafolios prestando a personas marginadas del sistema financiero recursos para la financiación de sus proyectos individuales de vivienda, a una tasa media de interés mayor que la de mercado. Los títulos de deuda, que fueron un éxito en ventas porque las tendencias indicaban que el sector inmobiliario iba en alza, (y que las hipotecas serían pagadas con creces) son luego empaquetados con otros activos y ofrecidos en otros mercados a otros inversionistas; éstos luego de un tiempo, observan que la rentabilidad esperada de los bonos es mucho menor que la prometida y, en estampida, acuden a las bolsas de valores a realizar, al precio que sea, sus bonos. Como siempre sucede en los mercados de valores cuando aparece un rumor indicando que las cosas van mal, el ambiente se torna malsano, las expectativas se estrechan, las tasas de redescuento se elevan, algunos prestamistas quiebran mientras que, al mismo tiempo, las hipotecas se liquidan y, muchas de las viviendas que habían sido financiadas con los préstamos de condiciones subóptimas, son entregadas en dación de pago o son subastadas por los propietarios de los títulos entre otros ávidos inversionistas que acumulan felices para los tiempos futuros, porque a pesar del revuelo mediático, el mercado inmobiliario es y será siempre un adecuado refugio para los adversos al riesgo.

Salvo detalles particulares de tiempo y lugar, los resultados socioeconómicos de los eventos narrados tendrían lugar en Colombia, a finales del siglo XX o comienzos del XXI. El asunto, sin embargo, tiene lugar en los Estados Unidos de América. La llamada crisis de los créditos hipotecarios *subprime* es entendida como un inusual aumento en las ejecuciones y embargos (*foreclosures*) de créditos hipotecarios *subprime* o de baja calidad que se inició a mediados 2006 y que amenazó con convertirse en una crisis financiera global en agosto de 2007. Al lado de los dramas humanos de los deudores hipotecarios individuales que en los Estados Unidos han debido entregar sus casas en dación de pago, los mercados globales de valores experimentaron un inusitado estremecimiento que amenazó con presionar al alza las tasas interbancarias, desincentivar la inversión, el consumo y el crecimiento y, de contera con una recesión de alcance global.

### *Las Hipotecas Subprime: ¿Una Muerte Anunciada?*

Distintos analistas coinciden en datar la génesis de la crisis hipotecaria en los primeros años del siglo XXI, inmediatamente después del estallido de la burbuja tecnológica, del fracaso masivo de las inversiones *dot com* y de las empresas tecnológicas. El ambiente pesimista resultante del evento del 11 de septiembre de 2001 indujo disminuciones adicionales en la inversión. En adición las infortunadas consecuencias del recorte fiscal promovido por Alan Greenspan, condujeron a la Reserva Federal (FED) a una reducción, sin precedentes en 50 años, de la tasa de interés, buscando reactivar la inversión y el crecimiento.

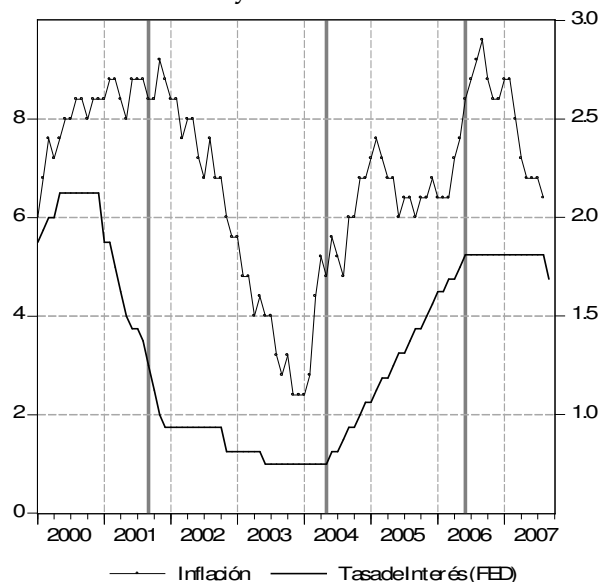


Figura 1: Tasa de Interés e Inflación. EE.UU.: 2001M01~2007M9. Fuente: SDDE-DESR-SDEE con base en información de *Trading Economics, Global Markets Research Inc.*

No obstante, como explica Joseph Stiglitz, la reducción de la tasa de interés, que tenía por objeto promover un mayor endeudamiento de las empresas y la adquisición por parte de éstas de activos productivos, tuvo un efecto adverso porque, primero, el origen de la recesión de 2001 fue precisamente el exceso de inversión<sup>1</sup> y segundo, porque en tiempos de incertidumbre el sector inmobiliario suele ser un perfecto escampadero; la hipótesis malthusiana de que una población creciente y una oferta de suelo inelástica siempre genera una demanda de vivienda por satisfacer, funciona con precisión en estos escenarios. Si el mercado inmobiliario responde correctamente a los incentivos de financiación, la demanda por vivienda deberá aumentar de

<sup>1</sup> El Espectador (12-08-2007): *La Hora de la Verdad para los Estados Unidos*. Por Joseph Stiglitz. p. 15A.

manera vigorosa como en efecto pareció ser el caso norteamericano luego de 2001: el sector inmobiliario resultó ser muy sensible a las nuevas condiciones y el incentivo de la FED condujo a que los hogares decidieran endeudarse para financiar sus hipotecas y gastar el excedente en consumo. La respuesta inicial del sector vivienda se convirtió pronto en euforia, especialmente en California y en la Florida, sitios en donde se ofrecían condominios por doquier bajo patrones de apalancamiento que hicieron más que atractiva la inversión. Tasas de interés bajas coincidieron con mayores precios de las viviendas dando lugar a un efecto riqueza que hizo despertar los *animal spirits* de los hogares haciendo que éstos demandaran viviendas adicionales, no ya para la restitución de su fuerza de trabajo, sino por motivo especulación<sup>2</sup>.

Los bancos y otras instituciones financieras decidieron en ese momento diversificar su portafolio y a apostar al alza, ofreciendo servicios de alto riesgo a parte de la demanda que había quedado por fuera de esta dinámica. Personas con historia crediticia cuestionable fueron los clientes objetivo de las hipotecas *subprime*, que llegaron a sumar el 20% de los préstamos hipotecarios en los Estados Unidos.

Para la autoridad monetaria la cuestión no termina con el recorte de la tasa de interés por cuanto desde comienzos de 2002 la economía americana inició un proceso deflacionario que empieza a preocupar en 2003: la disminución continuada de los precios supuso un serio problema para el crecimiento dados sus nocivos efectos sobre el consumo y de contera sobre la producción; en presencia de déficit comercial en aumento, el recurso de la FED fue actuar de nuevo sobre la tasa de interés, pero esta vez en sentido contrario a como lo había hecho en 2001: en un proceso que comienza en mayo de 2004, la tasa fue objeto de incrementos sucesivos que culminan 24 meses después (mayo 2006) con una tasa de interés del 5.25%. La *Figura 1* muestra la evolución de la tasa de interés y de la inflación en Estados Unidos desde 2000 hasta la fecha.

Entre tanto, los observadores empiezan a notar que los condominios en Miami y Los Ángeles, que luego de su construcción han debido ocuparse, no lo habían sido efectivamente, pues su construcción no respondía a la dinámica malthusiana supuesta, sino a una conducta especulativa que se quedó corta a la hora de construir expectativas sobre la realización futura de esa oferta. Cuando los excesos de oferta amenazan la estabilidad de los poseedores, éstos buscan salir de sus inventarios intentando salvar su riqueza y los precios se ajustan a la baja. La burbuja se había desinflado.

---

<sup>2</sup> Bloomberg.com (17-08-2007): *Wall Street Mill Churns Out Bad Worst*. By Caroline Baum. The World Wide Web:  
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aIXuU8IMErE0>

Lo sucedido ha sido comentado en extensamente en días recientes: mayores tasas de interés se convirtieron en amortizaciones más costosas para los propietarios quienes como única alternativa pusieron sus viviendas en venta; sin embargo, la deflación de los precios del sector hizo que las deudas fueran más costosas que las viviendas que habían sido financiadas con las hipotecas y las declaratorias de moratoria y no pago se hicieron cada vez más frecuentes. Los embargos no se hicieron esperar.

### *Salchichas de Primera Fabricadas con Carne de Tercera*

Pero si era previsible que la burbuja hipotecaria se reventara y que las hipotecas en consecuencia quedaran sin honrarse, ¿por qué los inversionistas reaccionaron de manera tan lenta, y solo cuando la causa estaba perdida? Desde el comienzo, la crisis del mercado hipotecario subprime era previsible; ya desde febrero de 2007 la prensa especializada comentaba el riesgo de las subprime<sup>3,4</sup>: [...] *a muchos compradores de vivienda con historia crediticia deficiente o nula se les prestó mucho dinero, los inversionistas involucrados no parecieron darse cuenta del problema sino hasta cuando la situación se había vuelto insoluble*<sup>5</sup>. En efecto, según algunos analistas, los inversionistas hasta el último momento parecieron consistentemente ciegos a la extensión de los problemas de las subprime, así como consistentemente complacidos con la diseminación potencial en otras áreas de los mercados de deuda. Parece ser que los inversionistas creyeron, en un primer momento, que el asunto de las subprime estaba afectando solo a unos pocos prestamistas, mientras que los medios especializados los estimaban en un 97%. Se pensó, por tanto, que el problema estaría confinado a algunos pocos estados en el medio oeste de los Estados Unidos, cuando en realidad la crisis se había extendido a California y la Florida. Una segunda demora en la lectura del proceso, tiene que ver con la manera como las hipotecas habían sido empaquetadas y vendidas. Inicialmente estas habían sido empaquetadas como deuda hipotecaria titularizada para luego ser divididas en instrumentos llamados obligaciones colateralizadas de deuda, las que fueron vendidas entre distintos inversores de acuerdo con su tolerancia al riesgo, contaminando así el resto del mercado financiero global.

Con una divertida metáfora, un analista del servicio Bloomberg de información financiera narra lo ocurrido: *“En el caso de los préstamos subprime, que se empaquetaban en bonos hipotecarios y de los que luego se sacaban trozos en forma de obligaciones hipotecarias colateralizadas, había suficiente carne*

3 The Wall Street Journal (07-02-2007): *Mortgage Hot Potatoe*. By Carrick Mollenkamp, James R. Hagerty and Ruth Simon

4 Reuters.com: *S&P puts 11 mortgage bonds on downgrade watch*. The World Wide Web:

<http://www.reuters.com/article/bondsNews/idUSN1441691020070214>

5 The Economist (14-07-2007): *Another Pounding*. pp. 75-76.

*de buena calidad como para que las compañías calificadoras de riesgo les otorgaran categoría kosher<sup>6</sup> (AAA). En un escenario de bajas tasas de interés obtener ganancias extra con valores del tipo AAA era muy bueno para ser verdad, y así se hizo. Eventualmente la gente empezó a enfermarse con el consumo de la salchicha. Pruebas posteriores encontraron que la salchicha contenía muy poca carne y demasiado queso de cabeza. Pues al fin y al cabo, la salchicha no era kosher<sup>7</sup>. De análisis adicionales se derivó que todas las salchichas producidas y la cadena de distribuidores, que incluía a los compradores de vivienda y a los prestamistas hipotecarios, operaban en condiciones malsanas. [...] pero no fue únicamente la producción de salchichas la que debió cerrar por razones de salubridad; de hecho cualquier otro alimento con sospecha de contener subproductos de carne fue rechazado a favor de alimentos con garantía del gobierno federal<sup>8</sup>.*

### ***La Evolución de la Crisis Global***

Entre el primero y el ocho de agosto de 2007, tres firmas norteamericanas especializadas en préstamos hipotecarios anuncian cierre y quiebra; en Europa el banco alemán IKB es sujeto de auxilio financiero por parte de una entidad pública a fin de evitar su bancarrota. Entre el 9 y el 10 de agosto, las bolsas de valores empiezan a caer luego de que el banco francés BNP Paribas admitiera que no podía determinar el valor de algunos activos en ciertos fondos, acción equivalente a la noticia que soltó en febrero de 2007 el banco HSBC sobre las pérdidas en las hipotecas subprime, (los mismos concedidos a personas de solvencia dudosa), y a la revelación de la Countrywide Financial Corp, en julio, sobre la moratoria creciente en préstamos de alta calidad<sup>9</sup>. Para el 10 de Agosto, el presidente de los Estados Unidos llama a la calma garantizando liquidez en el mercado al tiempo que el Banco Central Europeo señala el comienzo de una crisis financiera como consecuencia de los resultados en los mercados de capitales de riesgo y los de las hipotecas subprime.

Los bancos centrales más importantes del mundo inician para el 12 de Agosto una labor de *fine tuning* consistente en inyectar liquidez por varios cientos de millones de euros que coinciden con leves recuperaciones en las bolsas de valores que, después de todo, no dejan de oscilar hasta el 17 de agosto, fecha en la cual el FED anunció finalmente un recorte de 0.5 puntos porcentuales en la tasa de interés interbancaria, ante los clamores de los inversionistas afectados por la velocidad con la que la crisis se diseminó alrededor del mundo<sup>10</sup>. Las continuas inyecciones financieras y el recorte de la tasa parecen dar un respiro al sistema que observa mejoras en las bolsas americanas y europeas y aún crecimientos por encima del promedio en las

6 Un estándar de pureza que las comunidades judías otorgan a los alimentos con contenidos adecuados.

7 Bloomberg.com (17-08-2007). Ibid.

8 Traducción y adaptación nuestras.

9 Bloomberg.com (17-08-2007). Ibid.

10 The Economist (25-08-2007). *Monetary Policy: Hazardous Times*. pp.12-13.

bolsas del sudeste asiático. Pero el efecto no es definitivo y el deterioro continúa, especialmente después del 5 de septiembre, que se conoció información sobre el desempeño económico de los Estados Unidos. El 17 de septiembre se experimenta una nueva caída financiera y el 18 el FED anuncia un nuevo recorte de tasa de interés del 0.5% generando grandes repuntes bursátiles que coincidieron con revaluaciones en todo el mundo. En Octubre 3, gremios de consumidores en los Estados Unidos reclaman la congelación de las tasas de interés de los créditos hipotecarios. Aunque la volatilidad de los mercados financieros no ha retornado a los niveles de antes de la crisis, y aunque sondeos recientes revelan que las empresas de la zona Euro se han tornado bastante pesimistas<sup>11</sup>, distintos medios coinciden en reportar indicadores favorables en las bolsas mundiales, una tendencia que se espera habrá de mejorar para este final del año.

### *La Crisis en Colombia: Lecturas ¿Autorizadas?*

Para el 12 de agosto de 2007, en la misma fecha y el mismo diario en que el Nobel Stiglitz escribe su nota crítica sobre el manejo monetario bajo el gobernador Greespan, el exdirector del Banco de la República, Salomón Kalmanovitz denuncia: “[...] Aunque estamos lejos todavía de un mercado internacional ilíquido, la situación parece comprometida, en tanto se conoce la profundidad de la crisis inmobiliaria que viene desgajándose con nuevas sorpresas cada día”<sup>12</sup>. En la medida que la crisis pueda empeorar, —continúa Kalmanovitz—, las tasas de interés mundiales deberían hacerse mayores, en detrimento de las necesidades de financiación del gobierno colombiano que deberá hacerse más costoso y, como consecuencia de la necesidad de dejar mayores reservas para el servicio de la deuda pública, el gasto y la inversión deberán reducirse obligando a un ajuste fiscal no previsto.

Al mismo tiempo, en su columna del 19 de agosto de 2007, Eduardo Sarmiento se pregunta si la “insensatez del mercado inmobiliario no sería el resultado de una acción generalizada de los bancos para movilizar los excedentes de liquidez” en una serie de movidas que involucraría, dada la acción siempre redentora de los bancos centrales, oscuros movimientos de riesgo moral a cargo de los prestamistas habituales. Agrega Sarmiento: “No menos grave ha sido la incompetencia de los bancos centrales para regular la liquidez [...] el fracaso de la teoría monetaria, más concretamente su incapacidad de ligar la tasa de interés con la liquidez y el sector real una política de ensayo de error (sic). El Banco de la República y los Neoliberales se equivocaron. Dentro de una total ingenuidad proclamaron que los ingresos de capitales provenían de la inversión extranjera para crear nuevas empresas y entraban para

11 The Wall Street Journal Americas (26-09-2007). Se Ensamble el Panorama Económico. Por Marcus Walker. p. 1-18.

12 El Espectador (12-08-2007): La Deuda Pública se Complica. Por Salomón Kalmanovitz. p. 13A.



*quedarse, y como era perfectamente previsible, los hechos están demostrando que no son más que una parte de la irresponsabilidad especulativa del sistema bancario y de Wall Street”<sup>13</sup>.*

Para Sarmiento el problema en Colombia surgiría como consecuencia de una eventual salida de recursos y la consecuente devaluación que presionaría los precios al alza por jalón de costos, contrayendo la demanda final, la producción y el empleo.

Más escéptico, Alberto Carrasquilla en su columna de Agosto 3 señala que en el peor de los casos el mercado financiero podría volverse ilíquido como resultado de una *desbandada hacia activos más seguros como los tesoros*, cuestión que daría lugar a un *apretón crediticio* que en combinación con un efecto riqueza, generaría una reducción de los precios de la vivienda, en detrimento del consumo<sup>14</sup>. El exministro, sin embargo, se apresura a advertir que tal hipótesis está mal sustentada por los datos recientes, en particular porque el consumo privado viene en aumento desde el primer trimestre del año y porque la riqueza hipotecaria, en lugar de haberse reducido, se incrementó. Además, arguye este analista, la contaminación producida por el mercado subprime no es substancial por el tamaño relativo de los riesgos de los portafolios, que en estimación del FED es de menos de US\$100 millones. Este argumento es idéntico al encontrado en un informe económico del servicio de estudios del banco BBVA en el cual, dado que el mercado *subprime* es apenas el 7% del stock de hipotecas en los Estados Unidos, aún cuando siguiera deteriorándose, es improbable que tenga un impacto macroeconómico significativo en las decisiones de consumo de los americanos, en especial porque *los determinantes fundamentales del consumo —el empleo, ingreso disponible y la posición financiera de los hogares— muestran una fortaleza notable*<sup>15</sup>. Mucho más precavido resulta Juan Carlos Echeverri quien prevé, sin ir muy lejos y sin aventurar mayores conjeturas, que en el peor de los casos la crisis costaría \$2 billones de pesos al país como consecuencia de una reducción de 2 puntos en el crecimiento americano: *“El próximo año esperamos un crecimiento del 5.7%, sin embargo, este depende de la crisis hipotecaria en E.U. y de sus efectos en el crecimiento, pues hemos dicho que la sensibilidad de Colombia ante una desaceleración norteamericana puede ser más o menos de 0,3 puntos porcentuales por un punto de descenso del PIB. Entonces, en el peor de los casos Estados Unidos descendería dos puntos, y nosotros alrededor del 5 por ciento en 2008”* (sic)<sup>16</sup>. Para los analistas del BBVA, sin embargo, los datos no fundamentan este descenso: *“Me da la impresión de que los*

13 El Espectador (19-08-2007): Crisis en las Instituciones Financieras. Por Eduardo Sarmiento. p. 7C.

14 Dinero N° 287 (Agosto 03 de 2007): Nuevos Riesgos. Por Alberto Carrasquilla. p. 35.

15 BBVA: Servicio de Estudios Económicos: The World Wide Web:  
[http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EUES\\_070310\\_PrensaEspana\\_24\\_tcm208-89011.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EUES_070310_PrensaEspana_24_tcm208-89011.pdf)

16 El Tiempo (26 de Septiembre de 2007): Crisis en E.U. Costaría \$ 2 Billones a Colombia. P. 1-12.

*profetas de una gran crisis económica a la que estaríamos inevitablemente condenados tendrán que seguir buscando el shock que la desencadene”<sup>17</sup>, una conclusión a la que de alguna manera Carrasquilla también llega: “No cabe duda de que la debilidad del sector seguirá afectando, quizás por otro año, adversamente las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y, de rebote, nos afecta a nosotros. Pero una mirada a las cifras, tanto sectoriales como financieras, permite concluir que los escenarios más fatalistas que se han esgrimido lucen, por ahora, seriamente exagerados”<sup>18</sup>.*

### **Lecciones Para Un País Pequeño**

La primera lección que se puede derivar de los sucesos narrados es que los mercados, aún bajo las más cuidadosas condiciones fiscales, monetarias y macroeconómicas, harán lo que les venga en gana. El inesperado resultado del recorte fiscal en 2001 en los Estados Unidos es una muestra. Esto en parte por las complicadísimas interrelaciones de los mercados actuales, especialmente los financieros que se desarrollan en un mundo global, pero también en parte por las condiciones que dan lugar a cambios en la conducta humana que, siempre que detecte una ventaja, por mínima que sea, tenderá a aprovecharla. Un problema que se suma a esta situación es el hecho de que las exigencias de liquidez de las economías actuales requieren que las autoridades monetarias proporcionen cuidados especiales al sector financiero que, según se deduce de esta lectura, es un sector rentista e insolidario tanto en los Estados Unidos, como en Europa, Asia y Colombia. Esta es la segunda lección.

Desde luego, la quiebra de unos pocos bancos especializados en préstamos subprime, no impidió que los bancos centrales inyectaran liquidez, a costa de los contribuyentes que por efecto de las variaciones de las tasas de interés vieron aplazados sus proyectos de consumo e inversión; las previsiones de los bancos centrales necesarias para mantener la liquidez constituyen así una *patente de corso* que actúa como incentivo para que los banqueros y socios, también banqueros, se involucren en esta suerte de aventuras de resultados inciertos: tómense a manera de ejemplo los llamados *hedgde funds* que fueron parte de los vasos comunicantes mediante los cuales la crisis se extendió más allá de los Estados Unidos. Estos fondos, cerrados para los inversionistas comunes y reservados para una cierta élite certificada, disfrutaban de una libertad que implica no hacer muchas preguntas y mantener bajos perfiles de regulación. Por esta vía el daño fue transmitido a los mercados globales: dado que los títulos de deuda podían ser transados en mercados distintos al originario mediante instrumentos como bonos o titularizaciones de crédito, las hipotecas subprime podían ser retiradas de los pasivos de la entidad que los emitió inicialmente, y ser transferidas a estos fondos de cobertura (los *hedgde*

<sup>17</sup> BBVA: Servicio de Estudios Económicos. *Ibid.*

<sup>18</sup> Dinero N° 287 (Agosto 03 de 2007). *Ibid.*



*funds*) o a fondos de pensiones en los que los verdaderos contenidos de riesgo, como en el caso de la salchicha kosher, resultaban desconocidos y desconocibles por la renuencia de sus propietarios a publicar los contenidos y rentabilidad de sus portafolios cuyos faltantes, en caso de situaciones adversas como la de la crisis, terminan pagando, quiérase o no, los consumidores y los hogares, que de la operación no obtuvieron un céntimo.

La voracidad del sector financiero es denunciada por muy pocos, entre otras cosas, porque la mayoría le debe plata. Algunos heterodoxos, sin embargo, se atreven a llamar la atención sobre este hecho, visto que las coaliciones de consumidores tienen poco éxito en sus siempre tímidas denuncias. La comparación con el caso colombiano de 1999 no es gratuita y se inspira tanto en hechos recientes de la economía colombiana como aquel de los llamados de auxilio de varios deudores de vivienda que han visto cómo el valor de su compromiso hipotecario supera el retorno económico de sus viviendas; un hecho que ha sido tomado por Eduardo Sarmiento para criticar, en su columna del 29 de Septiembre<sup>19</sup>, el modo de operación del sector hipotecario en Colombia.

Allí donde los analistas empiezan a sugerir como exorcismo para la crisis un duro ajuste fiscal (que finalmente ralentizaría el consumo público, en detrimento de la inversión en bienes de desarrollo), o bien la adopción de tasas de interés altas para sofocar el consumo y el endeudamiento privado para *enfriar la* economía, Sarmiento no deja de recordar que la idea subyacente al montaje del sistema UVR era que la tasa de interés de los créditos hipotecarios no superara la tasa mínima del mercado: *"Infortunadamente esta última condición no la cumplió el Banco de la República, porque la tasa de interés hipotecaria se ha mantenido por encima del 10%"*<sup>20</sup> cuando ésta es actualmente de cerca del 6%. Recuérdese que la variabilidad de los precios castiga más fuertemente a los débiles (que son muchos) que a los poderosos (que son muy pocos y tienen su ganancia asegurada) por lo que la escalada de precios de los dos primeros trimestres del año y que desvaneció el ajuste nominal de los salarios, no únicamente condujo a desmejoras en el bienestar presente sino que por redundar en el incremento de las deudas hipotecarias que varían con la inflación, también comprometió el bienestar futuro de esta población. A la par, la revaluación, si bien afecta al sector exportador que con *retórica de prevaricación* amenaza con destruir empleos de no ser resuelta en su favor con compras masivas de divisas, es manejada con instrumentos monetarios que poco o nada mejoran la situación porque el influjo de recursos externos no es un fenómeno local sino global y tienden a empeorar la situación de un consumidor que no tiene voz en el debate porque sencillamente es un sector sin capacidad de convocatoria ni de coordinación. Obligado por las condiciones prevalentes, el

<sup>19</sup> El Espectador (29-09-2007). *El Crecimiento Baja y la Calidad Desmejora*. Por Eduardo Sarmiento. p. 12-A.

<sup>20</sup> El Espectador (07-10-2007). *La Inestabilidad del Mercado Inmobiliario*. Por Eduardo Sarmiento. p. 16-A.

consumidor debe aceptar una miserable tasa del 2.5% por sus ahorros y financiar su consumo a una tasa de más del 22% lo que establece una diferencia de cerca del 20% que es capitalizada por un sistema bancario del que se dice que adolece secularmente de *Ineficiencia X*, que paga mal a sus empleados y trata peor a sus clientes. Dado este estado de cosas, Sarmiento recomienda imponer un límite específico a la variación del valor de los créditos hipotecarios por la vía constitucional, esto es, impidiendo que la tasa de interés hipotecaria supere el mínimo de mercado: “Si se tiene en cuenta que la tasa de interés de las captaciones no es más del 2.5%, el margen de intermediación sería del 3.5% anual, cifra que se compara bien con los estándares internacionales”<sup>21</sup>.

Lastimosamente esto supondría para los bancos disminuir sus pretensiones de renta (no lo harán) o que se mejore la capacidad regulatoria del sistema de modo tal que sea posible conocer las formas bajo las cuales las entidades financieras obtienen sus beneficios y sus niveles de renta: implicaría que el sector financiero abandonara su perfil rentista y asumiera —cuestión bastante improbable— una función social, mejoradora del bienestar y de las condiciones de vida que en últimas, implicaría mejorar las condiciones para el desarrollo económico y el progreso social.

Pero esto no puede ser porque la naturaleza de las entidades financieras es tal que su existencia solo se justifica si son *buenas para fiar* (sus propios recursos, bajo las condiciones más ventajosas) y *malas para pagar* (los costos sociales de sus actividades). Y esta es la tercera lección.

Bogotá, D.C., Octubre 09 de 2007.

---

<sup>21</sup> El Espectador (07-10-2007). *Ibid.*

## Glosario Mínimo

*A-Paper*: Término para designar un crédito hipotecario en el que el préstamo y el prestatario cumplen los siguientes criterios:

- El prestatario (en los EE.UU.) presenta una calificación de al menos 680 puntos en una escala que va de 300 a 850 puntos;
- El prestatario documenta completamente su ingreso y activos;
- Las deudas del prestatario no superan el 35% de su ingreso neto;

*Alt-A Paper*: Término utilizado para señalar a una deuda mas riesgosa que un *A-Paper*, pero menos riesgosa que un *Crédito Subprime*.

*Crédito Subprime*: Es una práctica consistente en hacer préstamos a individuos que no califican como candidatos a préstamos "A" por una deficiente historia crediticia. La operación suele ser riesgosa, tanto para prestamistas como para prestatarios porque la combinación de altas tasas de interés y una historia crediticia pobre en escenarios financieros adversos se torna fácilmente en la incapacidad de pagar del prestatario y en la posible pérdida para el prestamista. En general, un préstamo *subprime* se pacta a una tasa mayor que la de un crédito normal, dado el mayor riesgo que involucra la operación. Los instrumentos crediticios bajo esta modalidad son diversos y van desde hipotecas, pasando por crédito para vehículos y aún tarjetas de crédito. El crédito subprime es controversial. Los detractores alegan que conduce a prácticas crediticias predatorias deliberadas en las que se adelanta dinero a individuos que nunca pagarán su deuda para luego disparar la opción de la liquidación unilateral del crédito. Los apologistas, por su parte, alegan que los créditos subprime extienden el crédito a personas que en otro caso no podrían tener acceso al mercado financiero.

*Foreclosure*: Se llama así a un procedimiento legal mediante el cual una institución financiera u otro tipo de prestamista vende o recibe en dación de pago un bien inmueble como consecuencia de la incapacidad de un deudor para honrar los compromisos hipotecarios con el prestamista, quien en la letra pequeña del contrato de préstamo, se reserva el derecho de embargar el bien raíz a que la hipoteca hace referencia.

*Hedge Fund*: Instrumentos de inversión (fondos de cobertura o instituciones de inversión alternativa) que cobra una tarifa de desempeño (*performance fee*) típicamente abierto a un rango limitado de inversionistas cualificados acreditados, razón por la cual soportan menos regulaciones de las instituciones de control financiero. Las actividades de estos fondos están limitadas únicamente por el contrato que gobierna un fondo particular que por lo general

incluye ventas cortas o largas de activos, inversión en futuros, swaps y otros contratos sobre otros derivados financieros. Con frecuencia cubren (hedge) las inversiones contra el riesgo con inversiones en otros mercados puesto que el objetivo común es obtener retornos que no están correlacionados cercanamente con aquellos de los mercados financieros más amplios. En los EE.UU. los fondos de cobertura están cerrados a los inversionistas no acreditados; son fondos privados de activos cuyos participantes suelen ser renuentes a proveer información sobre sus actividades que en general aparecen rodeadas por el secreto. Como el tamaño de estos fondos puede superar varios miles de millones de dólares, cuyas implicaciones pueden involucrar distintos otros mercados asociados, se discute con frecuencia si estos fondos deberían ser regulados más estrictamente.

*Riesgo Moral:* En economía, el concepto de *riesgo moral* está asociado a los cambios de conducta de un individuo al saberse asegurada quienes pueden emprender actividades riesgosas. Por ejemplo, en el caso del mercado financiero, la conducta paternalista de un Estado o un banco central puede estimular operaciones de inversión riesgosas si aquellos que toman riesgos creen que en el futuro no tendrán que soportar la totalidad de las pérdidas. Las instituciones financieras asumen riesgos al prestar dinero y mientras mayor riesgo se enfrenta, mayor retorno se supone. Surge riesgo moral si las instituciones financieras creen que pueden hacer préstamos riesgosos que pagarán altos retornos de ser recuperados o que no deberán ser pagados en su totalidad si no lo son: en general los contribuyentes, los cuentahabientes y otros agentes en la economía deberán en estas circunstancias pagar parte de la pérdida que surge de decisiones riesgosas adoptadas por instituciones financieras.

*Swap:* Es una suerte de permuta financiera en la que dos partes se comprometen a intercambiar un flujo financiero a una cierta tasa de referencia.