

La debacle del mercado *subprime* y la falacia “demasiado grande para caer”

Javier Galán Figueroa*

En este documento se muestra que la crisis del sector hipotecario de alto riesgo ha impactado no sólo al sector financiero sino también al real, como consecuencia de una falta de transparencia y control sobre el sistema bancario, en especial sobre el manejo de las inversiones respaldadas en las *subprime*. Esto, a su vez, ha generado un ambiente de incertidumbre y nerviosismo en el sentido de que ninguna gran empresa es capaz de soportar grandes pérdidas, como es el caso de Citigroup, Lehman Brothers o General Motors, por citar algunas.

Para examinar lo anterior el trabajo se divide en tres partes. En la primera se explica en qué consiste el mercado de las *subprime* y las causas de su crisis; en la segunda parte se revisa el caso particular de Citigroup y su desempeño bursátil antes de que el Tesoro de Estados Unidos saliera a su rescate; mientras que en la tercera parte se analiza el traspaso de la crisis al sector real, a través de la quiebra de Lehman Brothers y su impacto sobre la industria automotriz. Por último se dan algunos comentarios generales.

I. El efecto dominó de la crisis hipotecaria

La hecatombe financiera que se ha observado desde mediados del 2007 es considerada por muchos como la peor crisis que la economía mundial ha experimentado desde 1929, la cual se originó por los grandes desajustes en el sector hipotecario de EU. Según la opinión de Amador y Reyes (2008), a mediados de 2007 los mercados se cimbraron frente a un abrupto golpe a la liquidez de diversas entidades financieras de ese país, que se declararon incapaces de cumplir cabalmente con sus obligaciones de corto y mediano plazos, propiciándose con ello una retahíla de quebrantos económicos y una ola de pánico e incertidumbre que se propagó instantáneamente a los mercados internacionales.

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal (la Fed), reconoció en la 43ª Conferencia Anual sobre Estructura Bancaria y Competencia de la Reser-

* Profesor y Coordinador de la Especialidad en Economía Monetaria y Financiera, División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM.

va Federal de Chicago, Illinois, que la gestación de este escenario se debió esencialmente a las hipotecas *subprime*,¹ que comenzaron a expandirse a mediados de los años noventa como consecuencia de la innovación tecnológica, lo que permitió a su vez la reducción de costos para prestamistas al evaluar riesgos (Bernanke, 2007). Esto facilitó que muchas personas consideradas de alto riesgo tuvieran acceso a un crédito hipotecario y así adquiriese su vivienda (al cierre del 2006, por ejemplo, 69% de los residentes en Estados Unidos (EU) eran propietarios de sus casas).

Otro factor que hay señalar es que después de la crisis de las empresas “punto.com” del año 2000, la tasa de interés de referencia de la Fed comenzó a descender, lo que favoreció que la gente renegociara sus créditos hipotecarios con menores tasas de interés y a mayor plazo (véase gráfica 1). Esto generó un crecimiento acelerado de liquidez en los mercados de capital a tal grado que los emisión de bonos provenientes de las hipotecas *subprime* comenzaron a reportar rendimientos altamente lucrativos, y al llegar a estos niveles las instituciones financieras del orbe aprovecharon la oportunidad.²

Ese es caso del banco alemán Düsseldorf, que antes de la crisis se dedicaba a otorgar préstamos a compañías alemanas y buscaba expandir su mercado mediante la compra de bonos complejos (respaldados en las hipotecas *subprime*) de los principales bancos del mundo (Citigroup, Merrill Lynch, Bear Stearns, UBS, J.P. Morgan, Deutsche Bank AG, entre otros más) y gozaba del respaldo de las principales calificadoras de riesgo como Moody’s y Standard & Poors quienes, a su vez, calificaban esta manera de adquirir liquidez como “excelente diversificación”, lo que incentivó el abuso en la emisión de bonos sustentados en las *subprime*.

La debacle de las *subprime* comienza cuando las personas que fueron sujetas a un préstamo sin garantía comenzaron a tener problemas de mora, esto es, retrasos en el pago de la hipoteca por más de 90 días (Bernanke, 2007), como consecuencia de la pérdida y escasez de empleo, así como por el incremento de la tasa de interés por parte de la Fed a partir del 2004 (véase gráfica 1, Páneos A y B).

Para el año 2007, cuando los inversionistas perciben la falta de transparencia en la evaluación de las calificadoras de los bonos *subprime* y que los

¹ Las hipotéticas *subprime* son préstamos hechos a prestatarios que son percibidos como de alto riesgo, porque no tienen una historia crediticia o tienen características que implican altas probabilidades de mora.

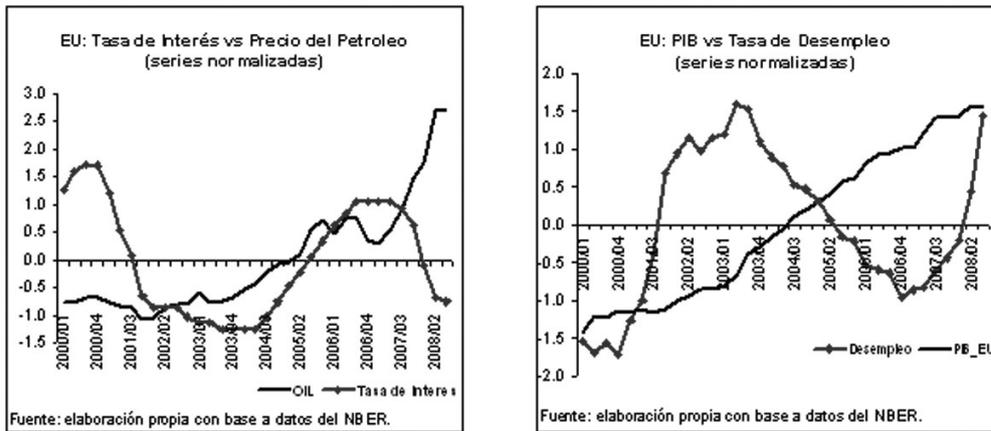
² Específicamente, aprovecharon el exceso de liquidez en los mercados financieros para diversificarse y expandirse a nuevos mercados que les permitían incrementar sus márgenes de ganancia.

bancos emisores no reportaban información de forma oportuna ante el temor del desplome de sus acciones, se comenzó a generar un ambiente de desconfianza en el mercado, lo que repercutió en aquellas instituciones (como el banco Düsseldorf) que buscaban compradores para sus papeles con el fin de repagar a prestamistas de largo plazo, situación que se agravó al tener en su poder papel comercial en su etapa de maduración y que también necesitaban pagar a los inversionistas.

Gráfica 1

EU: indicadores económicos relevantes, 2000-2008

-var. %-



Este escenario, creado por la falta de credibilidad en el manejo de los fondos provenientes del sector hipotecario, provocó el desplome de los mercados, en especial del estadounidense, que a su vez puso en jaque a los grandes emporios financieros, quienes asumieron la postura de que eran "demasiado grandes para caer" bajo el supuesto de que "la fortaleza de un banco radica en qué tanto es capaz de soportar grandes pérdidas", sin embargo, los bancos no tomaron en consideración la racionalidad de los inversionistas, quienes reaccionaron sacando sus inversiones del sistema bancario y colocándolas en activos con menor riesgo pero con mayor rentabilidad, como el petróleo o de las materias primas (véase, otra vez, gráfica 1).

Los factores que llevaron a que los agentes reaccionaran de esta manera fueron, entre otros: 1) la poca transparencia en la administración de los fondos de inversión que se sustentaban en las hipotecas *subprime*; 2) la mala evaluación de las calificadoras sobre dichos fondos, y 3) los fraudes corporativos³ que mermaron la credibilidad de las instituciones, ya que estos hechos ponían de manifiesto que los sistemas de riesgo de los bancos no estaban

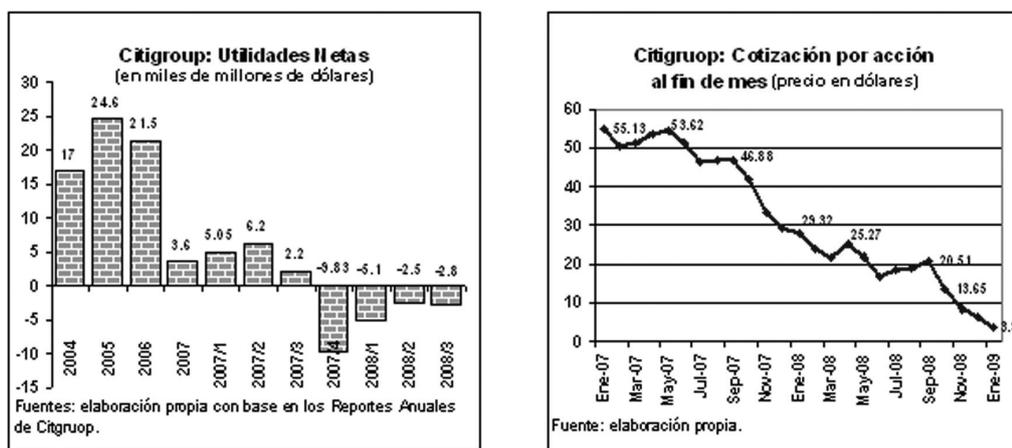
³ Como los casos de Bear Stearns, Societe General, Bermont, entre otros.

configurados apropiadamente para medir el nivel de impago de los prestatarios y el impacto que estas pérdidas podrían tener sobre instrumentos de deuda respaldados por las *subprime*.

II. El enroque del sistema bancario

Citigroup. Antes de la crisis hipotecaria de alto riesgo este banco era considerado como el modelo a seguir en el mundo de negocios del sector financiero,³ además de ser el más grande del mundo con unos 200 millones de cuentas de clientes en más de 100 países. Al comienzo de la crisis el banco mantenía un portafolios de 55 000 millones de dólares que incluía valores de hipotecas de alto riesgo y obligaciones de deuda colateralizada (CDOs), elementos que originaron una caída abrupta de las acciones del banco: al inicio del 2007 el precio por acción se encontraba en 55.13 dólares, y para el mes de octubre oscilaba en torno a 42 dólares (véase gráfica 2, Panel B).

Gráfica 2
Citigroup: utilidades y valor accionario, 2004-2009



³ El Citigroup que hoy se conoce es producto del modelo de “banca universal”. Su ex presidente ejecutivo, Sanford Weill, reunió en los años noventa en una sola empresa a un amplio espectro de negocios financieros, desde firmas de corretaje a empresas de bonos; tiempo después los fusionó en Citicorp y posteriormente en Citigroup, de hecho este banco es considerado como uno de los sobrevivientes del crack bursátil de 1929. El modelo de banca universal de Weill consistió en proveer servicios múltiples a los mismos clientes, mientras su balance general serviría para hacer frente a las épocas de crisis del mercado.

Cuando la economía mundial comenzaba a resentir el efecto dominó de las *subprime* el presidente ejecutivo de Citigroup, Charles Prince, anunció a los inversionistas que buscaría disminuir gastos para minimizar el impacto de la crisis, como eliminar 17 000 empleos y reorganizar la alta gerencia. Sin embargo, al finalizar el tercer trimestre el banco informó que las ganancias netas se habían reducido en 60% con respecto al 2006 como consecuencia a las turbulencias existentes en los mercados relacionados con los préstamos hipotecarios de alto riesgo (véase gráfica 2, Panel A).

La estrategia de Prince para detener el acelerado deterioro de los precios de las acciones –aprovechando la creencia de Wall Street de que la Fed tenía la situación bajo control después que ésta comenzara a reducir la tasa de interés (véase, de nuevo, la gráfica 1)– se anunció a los mercados que Citigroup haría una rebaja contable de 1 400 millones de dólares relacionada con pérdidas en préstamos destinados a financiar acuerdos de adquisiciones, más otros 1 300 millones de dólares ligados a hipotecas de alto riesgo que el banco esperaba empaquetar y vender a inversionistas.

A pesar del plan de Prince, éste no tuvo el apoyo de los inversionistas salvo el del príncipe saudita Alwaleed bin Talal (el mayor accionista individual del banco), quien aseguró que “ninguna institución financiera es inmune a las turbulencias financieras en los mercados globales”, pero tanto Prince como el príncipe saudita no previeron que los inversionistas de Wall Street habían ya elegido salir del mercado de las hipotecas y dirigirse a otros, como el de las materias primas, por lo que Citigroup se quedó sin compradores para su papel comercial, lo que le originó una pérdida para el cuarto trimestre de 10 000 millones de dólares, aproximadamente, así como el desplome de sus acciones al cotizarse a finales de 2007 a un precio por acción de 29.32 dólares, además de la salida Prince y la llegada de Vikram Pandit como presidente ejecutivo del grupo financiero.

Entre finales de 2007 y el primer trimestre de 2008, Citigroup se dio a la tarea de llevar a cabo una serie de estrategias (o como se diría en el juego de ajedrez: un enroque) con el fin de estabilizar su estructura financiera. Entre las acciones más significativas se encuentran: 1) incluir 49 000 millones de dólares de activos problemáticos (SIV) en el balance, 2) recaudar 14 500 millones de dólares en capital de fondos soberanos y de otros inversionistas, donde el gobierno de Abu Dhabi aportó capital fresco a través de una infusión de capital por un valor de 7 500 millones de dólares a cambio de recibir una participación de 4.9% en Citigroup en la forma de acciones convertibles, 3) el grupo financiero reorganiza su unidad de gestión de dinero y asume

45 000 millones de dólares de pérdidas y así recorta sus negocios de hipotecas, y 4) venta de acciones preferentes y comunes con un valor de 6 000 millones y 4 500 millones de dólares, respectivamente.

Estas acciones permitieron a Citigroup estabilizar el precio de su acción durante el segundo trimestre del 2008 hasta que Lehman Brothers Holdings Inc. –compañía dedicada primordialmente a la banca de inversión, gestión de activos financieros e inversiones en renta fija, banca comercial, gestión de inversiones y servicios bancarios en general– anunció el 15 de septiembre su quiebra, mostrando con ello que los grandes emporios no son lo suficientemente grandes para no caer. Este hecho provocó una nueva oleada de inestabilidad proveniente ahora de la banca de inversión.

El impacto de la quiebra de Lehman Brothers se reflejó no sólo en el sistema financiero sino también en el sector real, cuando se da a conocer que las grandes empresas automotrices estadounidenses (General Motors, Ford, Chrysler, entre otras) se encontraban en serios problemas de financiamiento, lo que repercutió, aún más negativamente, en el desempeño bursátil de los mercados del orbe ante el temor de una quiebra sistémica de las principales armadoras de automóviles de EU.

La nueva inestabilidad bursátil llevó al fracaso la estrategia de Citigroup de estabilizar su estructura financiera, lo cual se reflejó en mayores pérdidas netas y en el precio de su acción: oscilaba en torno a los 17.65 dólares antes del 15 de septiembre, para ubicarse en su punto mínimo el 21 de noviembre (en 3.24 dólares) y finalizar el año en 9.31 dólares por acción. El debilitamiento estructural de Citigroup era más que evidente.

III. El contagio de la crisis al sector real

Lehman Brothers era considerado, hasta el anuncio de quiebra, como el cuarto banco de inversión en EU. Su camino hacia la bancarrota comienza al cierre del primer trimestre del 2008 cuando JP Morgan anunció la compra de Bear Stearns, quien no pudo encontrar inversionistas que compraran su papel comercial respaldado en su mayoría en las hipotecas *subprime*, situación que terminó deteriorando su salud financiera a tal grado que el precio de su acción, que cotizaba al cierre del 2007 en 89.95 dólares, cayó para el cierre del primer trimestre de 2008 a 4.81 dólares. Otras instituciones que eran íconos en la banca de inversión mundial se desplomaron también, como la suiza UBS, cuyas acciones retrocedieron en el mismo período 45% (véase cuadro 1).

Esta situación anunciaba que la crisis de insolvencia del sector hipotecario de riesgo (*subprime*) no sólo estaba tocando las puertas de la banca de inversión, sino que ya se encontraba muy adentro y provocando retrocesos en los precios de sus acciones. Economistas como Peter Marici, de la Universidad de Maryland, consideraban que el efecto contagio era ya una realidad, sólo faltaba contestar “¿cuál será el próximo gran banco que caiga?” y “¿cuántos se van hundir en total?”.

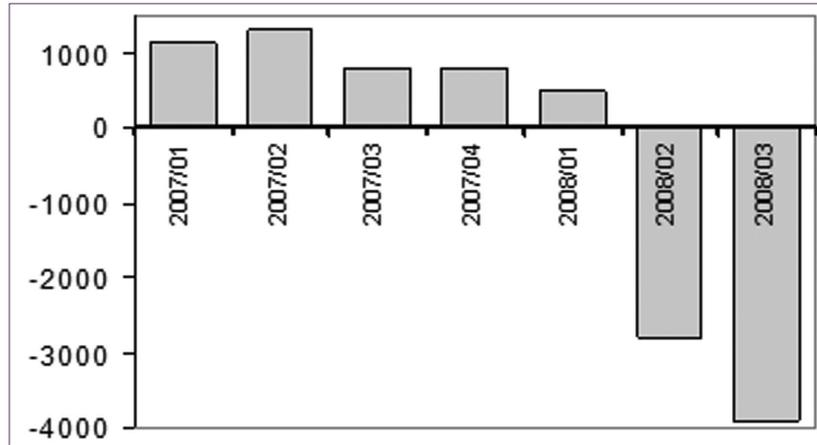
Cuadro 1
Bancos de inversión seleccionados:
precio de las acciones, 2007.IV-2008.I
-dólares por acción-

Banco/período	2007.IV	2008.I	var. %
Bear Stearns	89.95	4.81	-94.7
Lehman Brothers	64.10	31.75	-50.5
UBS	44.90	24.62	-45.2
Citigroup	28.70	18.62	-35.1
Morgan Stanley	52.00	36.38	-30.0
Goldman Sachs	206.00	151.02	-26.7
Merril Lynch	52.50	41.18	-21.6
JP Morgan Chase	43.65	40.31	-7.7

Fuente: elaboración propia con base en NYSE y reportes financieros.

Para muchos Lehman Brothers era el siguiente al observar que en el primer trimestre de 2008 el precio de sus acciones caía en 50% –a partir del cierre del 2007; sus utilidades se ubicaron en 489 mil millones de dólares contra los 1 150 mil millones de dólares correspondientes al mismo período del año anterior (véase gráfica 3). Esta situación cambió drásticamente en el segundo y tercer trimestres cuando la institución anunció pérdidas por 2 800 y 3 900 millones de dólares, respectivamente.

Gráfica 3
Lehman Brothers: utilidades netas, 2004-2009
 -millones de dólares-



Fuente: elaboración propia con base NYSE y reportes financieros

Las estrategias fallidas de los principales ejecutivos de Lehman Brothers para detener el deterioro de la institución consistían básicamente en la emisión de acciones que no encontraban compradores ante la falta de confianza de los inversionistas en el sector bancario. Ante este escenario Lehman Brothers, junto con las autoridades del Departamento del Tesoro y de la Reserva Federal, comenzaron a gestionar ante otros bancos la posibilidad de ser adquirido, sin embargo, al no encontrar ningún pretendiente -y ante la postura del Tesoro de no utilizar dinero público para recapitalizarlo- se decidió que el 15 de septiembre anunciara su quiebra. El día del deceso de Lehman Brothers sus activos sumaban 639 mil millones de dólares, deudas por 613 mil millones, una pérdida de 3 900 millones de dólares y su precio por acción fue suspendida al cotizarse en 21 centavos de dólar.

Este día negro para la alta finanza de Wall Street no sólo implicó perder a un banco cuya vida era ya de alrededor de 150 años, sino que además fue el anuncio oficial de que la crisis que había comenzado en el sector del crédito hipotecario ahora se encontraba repercutiendo de forma negativa en sector real de la economía a través de los tres grandes de Detroit (General de Motors, Ford y Chrysler), quienes enfrentaban una situación de contracción significativa en sus ventas, problemas financieros para cerrar el 2008, pero sobre todo un pasivo que restringía los niveles de maniobra para sortear la crisis.

Estos hechos condujeron a los mercados a un ambiente caótico, ante el temor de una posible quiebra sistemática de la industria automotriz que, a su vez, es uno de los principales motores de la economía mundial. El simple hecho de que quebrase General Motors implicaría que más de 3 millones de personas se quedarían sin empleo de forma inmediata, seguido de todos los efectos nocivos que se generarían a nivel mundial. Por eso fue de gran importancia que el Tesoro de EU saliera al rescate financiero de la industria automotriz.

Comentarios generales

Con la información disponible en lo que va de 2009 no es posible dar un pronóstico riguroso acerca de cómo acabará la presente crisis, misma que se gestó desde el sector financiero y cuyo contagio al sector real no fue previsto por muchos. Sólo podemos decir por ahora que la crisis se originó en una pobre transparencia en el manejo de las inversiones por parte del sistema bancario, y los agentes, al darse cuenta de esta situación –aunada a los fraudes corporativos–, reaccionaron provocando una pérdida considerable de credibilidad en las instituciones financieras, a tal grado que el gobierno tuvo que intervenir para salvar aquellas instituciones que se encontraban al borde de una quiebra y así impedir una crisis de mayores magnitudes.

Lo que nos ha enseñado la crisis hasta el momento es que ninguna corporación o grupo empresarial es tan grande como para soportar grandes pérdidas en un ambiente negativo, con temores fundados de que podría llegar a generarse una crisis sistémica. Este fue el caso de Citigroup, Lehman Brothers, AIG, Bear Stearns, General Motors, Chrysler, Ford, entre otras, de ahí que la repetida aseveración de que existen instituciones demasiado grandes para caer sea hoy simplemente una falacia.

Referencias

- Amador, Octavio y Jessica Reyes (2008), “America Latina ante la crisis hipotecaria de Estados Unidos. Un primer atisbo de la coyuntura”, *Economía Informa*, núm. 353, FE-UNAM, julio-agosto.
- Bernanke, Ben (2007), “The subprime mortgage market”, 43ª Conferencia Anual sobre Estructura Bancaria y Competencia, FRB of Chicago, mayo 17.
- Diario *El País* (2008), Diversas notas, varias fechas, Madrid.
- Diario *Reforma* (2008), Diversas notas, varias fechas, México.
- The Wall Street Journal Americas* (2008), Diversas notas, varias fechas, México.