



Libro La solución a la crisis subprime

Cómo se produjo la actual crisis financiera mundial, y cómo solucionarla

Robert J. Shiller
Princeton UP, 2008
También disponible en: Inglés

Reseña

Robert Shiller, el profético autor del libro *Irrational Exuberance (Exuberancia irracional)*, ofrece un análisis perspicaz de las causas que desataron la crisis en el sector hipotecario subprime, y sugiere una lista de posibles medidas de cara al futuro. En su opinión, la culpa de la crisis subprime radica en las mismas actitudes fiscales inconscientes que condujeron a la burbuja tecnológica de los años noventa y la burbuja inmobiliaria de la década de 2000. Ambas burbujas se caracterizaron por una actividad de préstamos excesiva y provocaron enormes pérdidas para los proveedores de capital. Su receta para hacer frente a la crisis comprende un espectro de medidas de política. A corto plazo, recomienda rescates para prestatarios de bajo ingreso que fueron víctimas de estructuras del mercado subprime que no comprendían. A largo plazo, propone un nuevo marco para las instituciones financieras, información más transparente, contratos más sencillos, mejores mercados para la gestión del riesgo, seguro patrimonial y préstamos para la vivienda acordes a los ingresos, entre muchas otras medidas. Sin duda, tanto su diagnóstico como su receta serán controvertidas, pero *BooksInShort* considera que este libro es un texto necesario para todo aquél que desee entender lo que ha sucedido y cómo sobrevivir y aprender de eso.

Ideas fundamentales

- La crisis del mercado subprime posiblemente sea la peor catástrofe financiera de EE.UU. desde la Gran Depresión.
- La crisis es una consecuencia de la burbuja inmobiliaria estadounidense.
- Prácticamente nadie reconoció esta burbuja como tal cuando se estaba gestando.
- La crisis subprime se cobró el capital social y la confianza.
- Para restablecer la confianza en el sistema y controlar las consecuencias fiscales de la crisis subprime serán necesarios salvatajes, pese a no ser la herramienta más aconsejable.
- Al igual que la Gran Depresión, esta crisis presenta una oportunidad de introducir reformas institucionales.
- EE.UU. necesita una mejor infraestructura de información financiera para proporcionar información precisa a los consumidores y compradores hipotecarios desinformados.
- Las nuevas instituciones podrían conceder crédito a los prestamistas hipotecarios y herramientas para la gestión del riesgo a prestamistas particulares.
- La introducción de reformas en el mercado financiero y una mejor tecnología financiera podría mejorar la economía estadounidense.
- Los acontecimientos actuales requieren de la eficacia y la generosidad por las que se han destacado los estadounidenses en el pasado, como en el Plan Marshall.

Resumen

¿Cómo llegó Estados Unidos a esta situación?

La burbuja del mercado inmobiliario estadounidense, que ya llevaba una década, desató la crisis del sector hipotecario subprime que comenzó en 2006. Las enormes consecuencias de la burbuja trascenderán la profunda debacle financiera que causó. La reacción fue endurecer el crédito en todo el mundo, lo que llevó a la quiebra de varias instituciones financieras de gran importancia. Sus efectos son tan devastadores que restablecer la normalidad posiblemente lleve años, si acaso décadas. Cabe esperar un periodo prolongado de crecimiento económico aletargado. Para tener una idea de lo que puede sobrevenir a la crisis subprime, hay que analizar la

“década perdida” en México después de la burbuja petrolera de los años ochenta y el estancamiento de Japón durante los años noventa después de que estallaran las burbujas inmobiliaria y patrimonial de los años ochenta.

“Las personas responsables de fiscalizar también aceptaron el argumento de que los precios de las viviendas seguirían aumentando en el futuro, al igual que el público.”

Sin embargo, el daño que esta crisis ha infligido al tejido social es mucho más grave aún que el daño al sistema financiero. La crisis del mercado subprime tiene muchos puntos de coincidencia con la crisis de reparación en Alemania después del Tratado de Versailles que puso fin a la Primera Guerra Mundial. John Maynard Keynes abandonó la delegación británica en señal de fuerte oposición a la carga imposible de sobrellevar que el tratado imponía sobre Alemania. En su obra *The Economic Consequences of the Peace*, Keynes explica por qué estas reparaciones vengativas resultarían calamitosas. A la luz de los hechos, sus conclusiones resultaron proféticas. Con la carga de una deuda que Alemania no estaba en condiciones de pagar, el sentimiento de injusticia por las reparaciones y de ser víctima de circunstancias fuera de su control, el pueblo alemán alimentó un amargo resentimiento que contribuyó a la asunción de Adolf Hitler y desencadenó la Segunda Guerra Mundial.

“Tampoco ayuda que los líderes aseveren continuamente que hay un cambio a la vuelta de la esquina.”

Durante la burbuja inmobiliaria, muchas personas creyeron en las aseveraciones de políticos, responsables de política económica, entendidos e instituciones financieras de que el país había iniciado una nueva era en la que los precios de las viviendas y los bienes raíces en general aumentarían ininterrumpidamente, una era en la que todos, independientemente de su ingreso, tendrían la vivienda propia y vivirían el sueño americano. A todas luces, esa nueva era no existió. El sueño terminó transformándose en una pesadilla. Muchas personas no solo perdieron sus viviendas, sino también los ahorros de toda una vida y, lo que es más peligroso, su autoestima y la confianza en el sistema, la confianza que es el cimiento de la sociedad civil.

“Esa...estrategia...ha sido recitada prácticamente por todos los líderes del gobierno y en el sector empresario...cuando se enfrentan a una auténtica necesidad de reforma fundamental.”

La solución a la crisis subprime debe abordar esta crisis de confianza, de modo que no puede limitarse simplemente a reparar las instituciones financieras dañadas y restablecer los flujos de crédito.

Burbuja y contagio

Las burbujas especulativas no son nada nuevo. Posiblemente la burbuja especulativa más conocida en la historia fue la Tulipomanía en Países Bajos en el siglo XVII. Sin embargo, pese al trabajo de los historiadores de las finanzas y los economistas que han estudiado el fenómeno de las burbujas, y a pesar de las pruebas evidentes de que EE.UU. se encontraba en medio de una burbuja inmobiliaria, aparentemente nadie podía percibir la burbuja en ese momento. Banqueros, economistas, bancos centrales y responsables de política económica no la advirtieron, como tampoco los compradores de viviendas desinformados.

“La principal reparación a corto plazo para la crisis subprime es, lamentablemente, una combinación de salvatajes.”

Algunos de los factores que contribuyeron a la gravedad de la burbuja fueron:

- Las políticas que promovían la vivienda propia incluso para personas que posiblemente no deberían haber accedido a la vivienda propia.
- La titulización hipotecaria que rompió el vínculo entre el originante de hipotecas y el receptor de los pagos. Esto hizo que los originantes no se interesaran en indagar acerca de la capacidad de los prestatarios de devolver sus préstamos.
- Las prácticas de ingeniería financiera que permitieron préstamos a tasas irrisorias, o incluso préstamos sin pago de intereses durante una etapa inicial, que posteriormente se ajustarían a tasas mucho más elevadas.
- La superabundancia de nuevas viviendas que, en última instancia, produjeron fuertes caídas de precios.

“Si el gobierno promueve una infraestructura de información mejorada en aspectos fundamentales podrán capitalizarse los [últimos] avances...”

La burbuja inmobiliaria prosperó debido a una creencia generalizada de que los precios de los bienes raíces seguirían aumentando. Por cierto, esta fe en el aumento de los precios es una característica distintiva de las burbujas. Las personas compran porque consideran que luego podrán vender a precios más altos. Sin embargo, esta creencia desconocía la historia del mercado inmobiliario estadounidense.

“Muchos deudores hipotecarios aceptaron sumisamente los términos y condiciones de los préstamos hipotecarios que se les ofrecían....”

En 2004, al buscar datos históricos confiables sobre los precios de los bienes raíces en EE.UU., el autor Robert J. Shiller tomó conocimiento de que no existía un catálogo preciso de los precios de las viviendas. Así fue que decidió armar el propio (hoy día conocido como Índices S&P/Case-Shiller Home Price). Un gráfico demuestra que los precios de las viviendas mantienen una correlación histórica bastante estrecha con la población, las tasas de interés y los costos de la construcción. Alrededor del año 2000, los precios de las viviendas crecieron astronómicamente incluso aunque los costos de la construcción disminuyeron. Y en 2003, precisamente mientras los precios de las viviendas se disparaban, la Reserva Federal disponía drásticos recortes de tasas, lo que alimentó la tendencia alcista desaforada.

“El gobierno debe establecer un nuevo sistema de unidades económicas de medición...similar a la creación del sistema métrico después de la Revolución francesa.”

El entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, no creía en lo más mínimo en las burbujas. Suponía que, en líneas generales, los precios reflejaban la suma de decisiones racionales acerca de las inversiones inmobiliarias. Algunos atribuyeron el aumento de precios a la oferta limitada de bienes raíces en ese país habida cuenta de que los aumentos más pronunciados se sucedían en áreas urbanas o cerca de esas áreas, y menos del 3% de la superficie de ese país es urbana. Pero la oferta de áreas urbanas no es fija. De hecho, para los promotores inmobiliarios es relativamente fácil construir nuevas áreas urbanas, y así lo han hecho en todo el mundo. Como ejemplos en EE.UU. cabe citar Reston Town Center, en el área de Washington D.C., y Mesa Del Sol, en Albuquerque, área de Nueva México.

También se levantan ciudades deshabitadas en otras partes del mundo, como Dongston cerca de Shangai, y Konstantinovo cerca de Moscú. Una evaluación razonable de la oferta y la demanda de terrenos urbanos no hubiese podido respaldar la magnitud que han tenido los incrementos de precios.

“Los mercados para ingresos ocupacionales, como los futuros, contratos a plazo, swaps y títulos bursátiles, en última instancia, permitirán que las personas puedan contratar cobertura para protegerse de los riesgos que amenazan los ingresos de por vida.”

¿Es posible que el alza de los precios haya sido impulsada por escasez de materiales de construcción? No. Los materiales usados en la construcción son abundantes y, en algunos casos, renovables, como sucede con la madera. ¿Qué hay entonces de las presiones de precios de los compradores de China e India, a medida que esas economías se desarrollan y sus adinerados residentes procuran mudarse a EE.UU.? No hay evidencia que confirme esta teoría. De hecho, la mayoría de las personas prefieren comprar viviendas en sus propios países.

“En una hipoteca con negociación continua los términos y condiciones se ajustan constantemente (en la práctica probablemente con frecuencia mensual) ante señales de cambios en la capacidad de pago y las condiciones del mercado de la vivienda.”

Aunque los fundamentales de la economía no parecen refrendar el aumento de precios de la vivienda, todas las burbujas tienen un denominador en común: “el contagio social,” que puede ser considerado una especie de epidemia. Determinadas ideas infectan a unos pocos, y luego a otros, que siguen esparciéndolas. Cuando la mayoría se ha infectado, la infección parece normal, y quienes no están infectados, parecen extraños. Todo aquel que está infectado tiene la misma línea de pensamiento. Los canales de noticias presentan los mismos tipos de historias y todos los que ofrecen opiniones parecen compartir los mismos supuestos. Gracias al contagio social, estas ideas se transforman en “verdades,” no porque hayan resistido análisis rigurosos sino porque todos las aceptan como verdaderas.

“Siempre debemos preocuparnos por las percepciones del público acerca de la imparcialidad o el tratamiento justo, la confianza del público en que nuestro sistema económico progresa y da oportunidades a todos.”

Más aún, mientras la burbuja inmobiliaria crecía, la inversión en esa clase de activos tenía lógica. Pero cuanto más gente invierte más dinero en cualquier burbuja, ésta se acrecienta. Apostar en contra de la burbuja del mercado subprime estadounidense era sumamente difícil. O bien no había instrumentos para que los escépticos pudieran vender en descubierto, o los mercados de tales inversiones carecían de liquidez. Así pues, para las personas la burbuja inmobiliaria no era una burbuja, sino una evolución normal e incluso saludable. Greenspan, escéptico de las burbujas, recortó las tasas de interés. Los organismos reguladores de bancos adoptaron un enfoque práctico en relación con los préstamos inmobiliarios. Los gestores de riesgo de Freddie Mac descartaron la posibilidad de caídas pronunciadas de precios al sostener que, después de todo, caídas de esa magnitud no habían ocurrido desde la Gran Depresión.

¿Cuál es el próximo paso?

La crisis subprime posiblemente sea el peor trastorno financiero desde la Gran Depresión, pero eso significa que puede ofrecer una oportunidad comparable de reforma. Estados Unidos no tenía hipotecas a largo plazo antes de la Gran Depresión. Los propietarios de viviendas conseguían financiamiento a corto plazo y lo renovaban, pero el clima de crédito durante la Gran Depresión hizo que eso fuera imposible. Dada la quiebra de bancos, una caída del 30% del precio de las viviendas y una tasa de desempleo de hasta un 25%, muchos prestatarios no pudieron seguir renovando sus hipotecas. Frente a esta crisis, el gobierno y las empresas aunaron esfuerzos para desarrollar soluciones innovadoras que redujeran los desalojos y contribuyeran con la iniciativa de recuperación. Entre estas innovaciones se incluyeron:

- Un sistema federal de préstamos para la vivienda configurado según el modelo del Sistema de la Reserva Federal.
- Una asociación de tasadores inmobiliarios para profesionalizar la ocupación.
- Las reformas al sistema de quiebra que permitieron que los ciudadanos comunes pudieran solicitar protección frente a sus acreedores.
- El surgimiento de varias instituciones de gran utilidad, como Home Owners' Loan Corporation (Sociedad de préstamos para propietarios de viviendas), Federal Housing Administration (Administración federal de la vivienda), Federal Deposit Insurance Corporation (Sociedad federal de seguro de depósitos), Securities and Exchange Commission (Comisión de Valores) y Federal National Mortgage Association (Asociación federal de hipotecas nacionales).

“Esa confianza (del público) está siendo gravemente socavada por la actual crisis del mercado subprime.”

La actual crisis del mercado subprime exige un cambio de similar escala, que incluya las siguientes medidas:

- **Salvatajes** – Los salvatajes serán necesarios, pese a no ser una medida agradable. Sí, los salvatajes obligan a los contribuyentes a hacerse cargo de las malas decisiones financieras de otras personas. Pero en muchos casos los beneficiados por los salvatajes tomaron decisiones desacertadas porque estaban desinformados y prestamistas con tácticas de venta agresiva se aprovecharon de su ignorancia. Dejar que las víctimas se las arreglen por sí solas tras la incobrabilidad de esos préstamos sería despiadado y menoscabaría aún más la confianza en la sociedad. Por otra parte, equivaldría a aceptar consecuencias sistémicas muy nefastas.
- **“Infraestructura de información financiera”** – Estados Unidos necesita una nueva infraestructura de información financiera para impedir o atenuar burbujas en el futuro. Esto implica incluir nuevos mercados de gestión del riesgo, como un mercado para derivados inmobiliarios. Actualmente, los inversores pueden comprar futuros inmobiliarios, pero no son muy líquidos. El sistema debería incluir mercados para otros riesgos, como el riesgo de sustento, el riesgo del PIB, y así sucesivamente. Tendría que ser posible contratar un seguro sobre el valor patrimonial de la vivienda. El gobierno debería subsidiar el asesoramiento financiero como subsidia actualmente el asesoramiento médico (a través de Medicare). Actualmente, las personas con mayor ingreso reciben una deducción tributaria por el asesoramiento financiero que compran, pero quienes tienen un ingreso menor, que posiblemente son los que más necesitan ese asesoramiento, no reciben ningún subsidio.
- **Se necesitan nuevas instituciones** – La sociedad de préstamos para propietarios de viviendas (Home Owners' Loan Corporation, HOLC), fundada durante la Gran Depresión, concedió préstamos a prestamistas hipotecarios garantizados con sus respectivas carteras de préstamos hipotecarios. Sin embargo, la HOLC exigía que tales hipotecas reunieran determinados criterios para asegurar préstamos razonables y sólidos. Estados Unidos también necesita una agencia de contralor, similar a la Comisión de Seguridad de Productos de Consumo, para garantizar que instituciones financieras descuidadas y explotadoras no ofrezcan productos financieros peligrosos a consumidores inocentes.

“Si hacemos a un lado nuestras diferencias políticas y de política, debemos reconstituir inmediatamente un contrato social más básico...que todos como

sociedad protejamos de grandes catástrofes.”

Muy posiblemente la crisis subprime sea la peor catástrofe financiera que haya sacudido a EE.UU. desde la Gran Depresión, pero al igual que la Gran Depresión, es una oportunidad de reforma que puede llevar al sistema económico estadounidense y a la sociedad en su conjunto a una condición mucho mejor.

Sobre el autor

Robert J. Shiller es el autor de dos best sellers: *Irrational Exuberance* y *The New Financial Order*. Es profesor Arthur M. Okun de economía en la Universidad de Yale. Fue ganador del Premio International Book Award 2003 de BooksInShort.
