

CRISIS HIPOTECARIA SUBPRIME (I) - ¿Viene el lobo feroz? La crisis hipotecaria "subprime" y su efecto sobre RD

Sobre este tema se han planteado muchas conjeturas, por lo que debe ser analizado cuidadosamente

Por **Gustavo Volmar**

Vaticinios sobre una inminente recesión económica internacional han estado apareciendo en los medios de prensa. Se indica que su origen está en la falta de pago de préstamos hipotecarios "subprime" en Estados Unidos y que podría tener serias consecuencias para República Dominicana. Conviene analizar, aunque sea de modo simplificado, sus causas básicas y el curso que ha seguido hasta ahora, haciendo comparaciones con la situación prevaleciente en el país, a fin de definir cuáles podrían ser sus efectos. Este artículo consta de tres partes.

El significado de "subprime"

Este término se aplica en general a cualquier crédito que se concede a personas cuya calificación para fines de préstamo está por debajo del nivel normalmente requerido. Esto ocurre por diferentes razones, tales como fallos en pagos de préstamos anteriores, alto endeudamiento o inestabilidad laboral. La disponibilidad de información crediticia en las agencias que proveen reportes de crédito y las técnicas de evaluación ("credit scoring") facilitaron los préstamos "subprime", pues crearon escalas de crédito en las que el solicitante es "calificado". En EEUU se considera que los créditos son "subprime" cuando la puntuación de la persona está por debajo de 620, en una escala de 300 a 900.

Las hipotecas "subprime" son las que resultan de préstamos hipotecarios otorgados a esas personas, pero también hay préstamos para compra de vehículos, tarjetas de crédito y otras facilidades concedidas en condiciones "subprime". Los créditos "subprime" amplían el acceso a tener viviendas propias a la vez que son una oportunidad para mejorar la puntuación crediticia, si la persona paga el préstamo.

Los prestamistas "subprime"

Estos son mayormente corporaciones de crédito diferentes a los bancos tradicionales. Hay corporaciones que se especializan en el segmento "subprime", mientras otras operan en todos los segmentos. Dado su mayor riesgo, los préstamos "subprime" conllevan más altas tasas de interés y comisiones. Los refinanciamientos implican más ingresos de cierre, por lo que algunos prestamistas ofrecen condiciones (como un repago total único) a sabiendas que el prestatario no podrá cumplir y tendrá que refinanciar. De ahí que los prestamistas vieron el segmento "subprime" como una oportunidad de colocar fondos y obtener mayores rendimientos.

En RD el mercado de préstamos hipotecarios para vivienda está en manos de bancos regulados por las autoridades, con requerimientos de provisiones que les hace ser cuidadosos en la concesión de créditos.

Los préstamos "subprime"

Aunque los préstamos hipotecarios "subprime" comenzaron hace más de 20 años, sólo recientemente han crecido de forma vertiginosa. En EEUU, entre 1996 y 2004, 9% de las nuevas hipotecas eran "subprime". Entre 2004 y 2006 subieron al 21%. En mayo del 2007 existían en EEUU más de 7.5 millones de primeras hipotecas "subprime", equivalentes al 14%

del total. Hipotecas intermedias, superiores a "subprime" pero con algunas deficiencias crediticias, representaban otro 8 a 10% del total.

Las condiciones de los préstamos varían mucho de un prestamista a otro. Dos de cada tres de estos préstamos tienen tasas variables de interés, revisables periódicamente en base a un índice, aunque usualmente hay límites para lo que pueden variar dentro de cada período o en la vida del préstamo. Dada la competencia por colocar fondos, los prestamistas ofrecieron tasas bajas al principio y períodos de gracia de dos a cinco años para empezar a pagar el capital. Los préstamos podían hasta aproximarse al 100% del valor de la vivienda.

En el país no hay préstamos "subprime" como tales, aunque puede haber excesos ocasionales. El porcentaje normal de crédito está por debajo del 80%. Pero existen tasas variables y éstas no tienen límites predefinidos, lo que es un peligro potencial para los prestatarios si las tasas suben demasiado.

Los bancos de inversión

Para recuperar rápidamente los fondos prestados, los prestamistas en EEUU procuran venderlos para usar el dinero para conceder nuevos préstamos. Como los préstamos "subprime" no tienen una buena calificación, no pueden ser vendidos a inversionistas normales como fondos mutuos y otros. Hay instituciones ("bancos de inversión") cuyo negocio es comprar valores para usarlos como respaldo de sus propias emisiones. Algunos de estos bancos se especializan en comprar créditos riesgosos. Los prestamistas "subprime" les venden valores (papeles que les dan el derecho a recibir los pagos que hacen los deudores) respaldados por las hipotecas. Los prestamistas pueden seguir administrando los préstamos y manteniéndolos en su contabilidad, pero una vez vendidos el riesgo de que el deudor no pague lo tiene el banco de inversión.

Ya que el mercado dominicano está en sus comienzos, sólo ahora se habla de establecer bancos de inversión. La falta de valores ofrecidos por los bancos prestamistas es una gran limitante para su desarrollo

Las calificadoras de riesgo

Son las compañías que evalúan los valores que se venden. Como sus honorarios son pagados por los emisores de los valores, se alega que hay "conflicto de intereses", y que esto motiva que se sobrestime la calificación, o que ésta no se revise lo suficientemente rápido luego de cambios negativos en los cobros de los préstamos. No hay hasta ahora evidencia firme de que sea una práctica generalizada.

Hay clasificadoras de riesgo que operan en el país. Se requiere su evaluación para que un emisor de valores pueda venderlos de forma pública en el mercado.

CRISIS HIPOTECARIA SUBPRIME (Ii) - ¿Viene el lobo feroz? La crisis hipotecaria "subprime" y su efecto sobre RD (2 de 3)

En esta segunda parte continuamos con el análisis de los principales factores que han intervenido en el desarrollo de la crisis de las hipotecas "subprime".

Los valores colateralizados

Aunque los bancos de inversión pueden retener los préstamos como parte de su cartera, es frecuente que hagan una emisión de valores con la garantía "colateral" de los valores comprados. Esa emisión no es de un solo tipo de valor, sino que se "estructura" por tramos, cada uno de los cuales tiene diferentes derechos. El tramo A, por ejemplo, cobra primero que todos los demás y así sucesivamente. Los mejores tramos se pueden vender a inversionistas normales ("prime"), pero los peores se venden a fondos especiales de inversión, siendo ahora aún más riesgosos que los préstamos que el banco de inversión compró. De un grupo de hipotecas "subprime" es posible sacar, digamos, un 70% normal, 15% de riesgo medio y 15% de alto riesgo. Si los préstamos se cobran, a mayor riesgo mayores beneficios. Pero si hay pérdidas, los de alto riesgo pierden primero, luego los de riesgo medio y finalmente, en casos más extremos, los de mejor calificación.

Ya que no existen propiamente bancos de inversión, no hay tampoco oferta local de valores emitidos en el país estructurados por tramos.

Los fondos de inversión de cobertura

Hay muchos tipos de fondos de inversión en EEUU, como es el caso de los fondos mutuos y otros. La mayoría están muy regulados y supervisados. Esos compran los valores de mejor calificación. Pero hay algunos fondos especiales, creados a veces por los mismos bancos de inversión, que compran los valores de mayor riesgo. Ése es el caso de los llamados fondos de cobertura ("hedge funds"). Estos fondos no están regulados porque se supone que no se ofrecen al público en general. Sólo personas millonarias o instituciones que se presume conocen cabalmente los riesgos y características del mercado (como bancos, compañías de seguros y firmas de inversión), pueden invertir en estos fondos. Su propósito fue permitir que grandes inversionistas pudiesen asumir mayores riesgos y recibir ganancias por encima del mercado, cubriendo los riesgos por medio de operaciones compensadas y diversificadas (de ahí el nombre "cobertura"). Con el transcurso del tiempo estos fondos se han hecho sinónimos de operaciones de alto riesgo. Los fondos son manejados por administradores que participan de un porcentaje (que puede ser tan alto como el 50%) de las ganancias del fondo (por lo que les interesa arriesgarse) y suelen estar registrados en "paraísos fiscales" como Gran Caimán y Luxemburgo.

En RD no existen estos fondos de inversión, pero es posible que algunos radicados en el extranjero hayan invertido en valores emitidos en el país. También puede haber dominicanos que hayan invertido en estos fondos.

Los "seguros" de préstamos

Los bancos de inversión pueden también adquirir algo similar a una póliza de seguro, a fin de traspasar el riesgo de que el deudor del préstamo subprime no pueda pagar, con lo que consigue mejorar la calificación de los valores que emite con el respaldo de esos préstamos. Otra entidad de inversión asume el compromiso de resarcir al banco de inversión si el deudor no paga. Por ese "seguro" la otra entidad cobra una comisión, sin haber tenido que hacer ninguna inversión. Esta es una "obligación contingente", pues no es un compromiso de pago hasta tanto el deudor deje de pagar. Pero ocurre también que la entidad que asume el riesgo normalmente lo quiere compartir y entonces vende "participaciones" en el riesgo que individuos o instituciones compran. Los compradores tampoco invierten nada (su solvencia los respalda) y asumen parte del riesgo. De esa forma, se crean nuevos instrumentos financieros (esta vez sin inversión) derivados todos de la operación inicial de préstamo "subprime".

Como en el país no hay préstamos "subprime", no hay tampoco esta clase de seguros. El seguro FHA que oferta el BNV no es sobre hipotecas subprime, ni tampoco el FHA emite valores para venta a fin de traspasar el riesgo.

El valor de las viviendas

Cuando en el año 2001 se produjo en EEUU una fuerte baja en el valor de las acciones de empresas de alta tecnología, que habían sido objeto de una fiebre especulativa impulsada por algunos casos de notorias ganancias, muchas personas reorientaron sus inversiones hacia el sector vivienda, considerado como más estable. A esto se sumó una política oficial de estímulo al gasto vía bajas tasas de interés. La Reserva Federal, el banco central norteamericano, redujo la tasa de interés interbancaria (que sirve de referencia para las tasas de préstamos) 11 veces a partir del 2001, de 6.5% a 1.75%. El resultado fue una gran demanda por viviendas que elevó su precio de forma sostenida, especialmente en estados como California, Florida y Nevada. Dichos precios aumentaron en promedio en un 9% anual entre el 2000 y el 2005. Los préstamos "subprime" se beneficiaron, pues si el prestatario no podía pagar se le podía hacer un refinanciamiento o, en última instancia, ejecutar la vivienda y venderla con ganancia. Simultáneamente, los valores soportados por las hipotecas "subprime" mejoraron su calificación y aumentaron de valor, con lo que los inversionistas en los fondos de cobertura obtuvieron considerables beneficios. Los fondos podían también entonces recibir préstamos más fácilmente de parte de otros prestamistas y bancos no relacionados con el negocio de los préstamos "subprime", con el respaldo de los valores comprados de los bancos de inversión. Los nuevos fondos recibidos se usaban para adquirir más valores, los que a su vez respaldaban más préstamos.

También en RD las bajas tasas de interés han favorecido la demanda de viviendas, tanto para habitarlas como para fines de inversión. Como los bancos prestamistas no han vendido sus préstamos, los más altos precios de las viviendas mejoran la solidez de la cartera de esos bancos, ya que la garantía vale más.

CRISIS HIPOTECARIA SUBPRIME (III) - ¿Viene el lobo feroz? La crisis hipotecaria "subprime" y su efecto sobre RD (3 de 3)

En esta última parte evaluamos las causas y consecuencias de la crisis de las hipotecas "subprime", incluyendo sus posibles efectos sobre República Dominicana.

El torbellino financiero

De lo expresado en las primeras dos partes de este artículo se hace aparente que ocurrió una especie de torbellino financiero por medio del cual el mercado de préstamos "subprime" pudo crecer de forma extraordinaria, succionando fondos a través de un mecanismo que involucraba muchos actores, particularmente a prestamistas "subprime", bancos de inversión, fondos de cobertura, los inversionistas en dichos fondos, entes aseguradores y otros prestamistas y bancos. Por ejemplo, uno de los fondos de cobertura que colapsó en el 2007 tenía invertidos en valores 14 veces el monto recibido en efectivo de parte de sus inversionistas.

La crisis de las hipotecas "subprime"

Existe actualmente un consenso de que hay una crisis derivada de las hipotecas "subprime", dado el rápido aumento en ejecuciones de préstamos que comenzó en el 2006 y se aceleró en el 2007. Se estima que cerca del 15% de estas hipotecas tienen serios problemas de repago.

Pero aunque hay bastante unanimidad en cuanto a sus causas, no hay consenso en cuanto a sus consecuencias.

Causas

Como vimos en la segunda parte de este artículo, el torbellino financiero de las hipotecas "subprime" era sostenido por dos pilares: bajas tasas de interés y precios crecientes de viviendas. En parte debido al enorme déficit corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos, y ciertamente por el déficit fiscal provocado por la guerra en Oriente Medio y reducciones de impuestos, la política de tasas de interés en EEUU cambió hacia arriba para evitar la inflación y estimular la entrada de capitales.

Entre el 2004 y el 2006 la Reserva Federal aumentó su tasa 17 veces. Como la mayoría de los compradores de viviendas toman el dinero prestado, eso causó una disminución en la demanda, por lo que los precios de las viviendas dejaron de subir y empezaron a bajar en el 2007. Pero, más importante, los prestatarios "subprime" vieron sus tasas variables de interés subir, sin poder refinanciar, pues el valor de sus viviendas ya no era mayor que antes. Ante la falta de pago sólo quedaba la ejecución de la hipoteca. Pero al bajar los precios, con la ejecución y posterior venta de la vivienda no se recuperaba el monto prestado.

Consecuencias

Más de 30 prestamistas "subprime", incluyendo los mayores, se han declarado en quiebra, y la crisis afecta también a prestamistas que operan en otros segmentos, pues muchos propietarios tomaron prestado con garantía de sus viviendas mediante segundas hipotecas, no para mejorar las viviendas sino para aumentar su consumo. Fondos de cobertura también quebraron al no poder repagar sus deudas. Inversionistas en las hipotecas "subprime" alrededor del mundo pueden sufrir grandes pérdidas. La Reserva Federal anunció dos rebajas en la tasa de descuento por un total de un 1%, pero en situaciones de falta de confianza este tipo de medida no siempre es suficiente. Se esperan mayores bajas en los precios de las viviendas, quizás superiores al 20%. Esto afecta a constructores, suplidores de materiales y demás sectores vinculados y podría provocar una recesión económica en EEUU que se transmitiría al resto del mundo. Este punto es objeto de intenso debate, estando las opiniones divididas. A diferencia de una crisis en sólo un sector, en una recesión se afectan otros sectores también, baja la producción y el empleo. Hasta ahora el mercado de bonos y acciones no ha sido muy afectado, gracias a la acción concertada de los bancos centrales en EEUU, Europa y Asia. El factor confianza es crítico y habrá que seguir de cerca su evolución.

¿Qué efectos podría tener la crisis sobre la RD?

A- Si no hay recesión

En ese caso los efectos no serían muy significativos por las siguientes razones:

1- No es probable que los extranjeros que han comprado en proyectos turísticos sean personas con crédito "subprime", y los dominicanos emigrantes suelen preferir préstamos de asociaciones y bancos dominicanos.

2- No sabemos si fondos de cobertura han invertido en valores emitidos por instituciones del sistema financiero nacional. Los certificados del Banco Central pueden haber sido atractivos

para ellos, dada la estabilidad cambiaria del país y la posibilidad de obtener mayor tasa de interés. Pero habría que conocer quiénes han sido los compradores, a qué plazos y si los certificados comprados tienen cláusulas de recompra anticipada. Si por causa de la crisis los compradores tuviesen que vender certificados a descuento (debajo del valor que tendrán cuando venzan), podría perjudicarse su valoración en el mercado internacional.

3- No parece que los bancos del país hayan invertido en valores basados en hipotecas "subprime", por lo que no deberían ser afectados. Si hay dominicanos que hayan invertido en fondos de cobertura podrían sufrir pérdidas personales, pero no creemos que esto vaya a afectar la economía nacional.

B- Si hay recesión

En este caso sería muy difícil que el país escapara ileso de sus efectos. Dependiendo de la severidad y duración de la recesión, los ingresos del país por remesas, turismo y demás exportaciones declinarían. Las inversiones extranjeras serían afectadas, aún las provenientes de Europa, pues sería improbable que la recesión quedase limitada a EEUU. Habría presión para que el peso pierda valor frente al dólar, el Euro y otras divisas, a pesar de las reservas de divisas que tiene el Banco Central. Los productos importados aumentarían de precio, lo que causaría un descenso en el nivel de vida y presiones inflacionarias. Para contrarrestar esas presiones sobre el peso y la inflación, el Banco Central podría tener que reconsiderar su política de mantener bajas las tasas de interés, lo que afectaría al sector bancario. El desempleo aumentaría provocando tensiones laborales, sociales y políticas. No hay certeza de que todo esto ocurra, pero las posibilidades no deben ser ignoradas.

**Publicado por:
Gustavo Volmar
Diario Libre
2, 3 y 4 de Octubre, 2007**

La crisis hipotecaria golpea a Deutsche Bank

Anuncia una caída de 20% en sus ganancias trimestrales, pero los inversionistas celebran

Jueves 4 de octubre de 2007 | Publicado en la Edición impresa

Noticias de [Wall Street Journal](#)

Por David Reilly

Deutsche Bank AG se unió ayer a la lista de víctimas de la crisis de las hipotecas de alto riesgo al anunciar que asumirá un cargo de 2200 millones de euros (unos US\$ 3100 millones) contra los resultados del tercer trimestre.

En los últimos días, algunos de los mayores bancos del mundo han divulgado pérdidas de miles de millones de dólares relacionadas a las turbulencias en los mercados de crédito. Los inversionistas, sin embargo, han dado un suspiro de alivio de que la situación no haya sido peor y las acciones de estas entidades han repuntado.

Al mismo tiempo, algunos inversionistas se preguntan si los mea culpa no han ido demasiado lejos. Su principal preocupación es que los bancos estén asumiendo pérdidas adicionales para crear reservas que apuntalen sus ganancias en el difícil ambiente que tienen por delante.

El cargo de Deutsche Bank reducirá las ganancias antes de impuestos a cerca de 1400 millones de euros (US\$ 1990 millones), un descenso del 20% frente al mismo lapso del año pasado.

El banco alemán informó que una rebaja contable por alrededor de 700 millones de euros (US\$ 995 millones) está ligada a préstamos y compromisos de préstamos que a menudo se hacen a las firmas de compras apalancadas.

Añadió que unos 1500 millones de euros (US\$ 2130 millones) adicionales tienen que ver con valores complejos, muchos de ellos respaldados por créditos hipotecarios y apuestas fallidas en los mercados de créditos y renta variable.

"Lo más importante era la transparencia", dijo Josef Ackermann, presidente ejecutivo de Deutsche Bank. "Nosotros lo fuimos y muchos otros —UBS, Citibank— también lo fueron. Era importante restaurar la confianza de la gente en los productos y en los mercados", aseveró.

Ackermann declinó responder si las rebajas contables cubrían el total de los daños o si podrían haber nuevos anuncios similares.

A pesar de la envergadura de la pérdida, los mercados reaccionaron en forma favorable. La acción de Deutsche Bank subió un 2,1% en la Bolsa de Francfort, quedando en 95,5 euros.

El alza repitió el patrón impuesto tras similares rebajas contables anunciadas por el banco suizo UBS AG y por el estadounidense Citigroup Inc. "Ahora hay más claridad y los inversionistas parecen pensar que este es el final de las malas noticias, por ahora", dijo Matthew Clark, analista de la banca en Londres de Keefe Bruyette & Woods Ltd.

Los analistas también esperan que los bancos asuman ahora el mayor golpe posible sobre sus ganancias. Sólo un ejecutivo "imprudente" podría hacer "algo que no sea recibir el mayor dolor posible", dijo Chris Wheeler, analista de Bear Stearns, durante una conferencia telefónica ayer que examinó las implicaciones contables de los recientes movimientos.

Se trata de un gran cambio en comparación con agosto, cuando los inversionistas estaban preocupados de que los bancos y los corredores no asumieran sus pérdidas. Tales temores han amainado.

"Si eres un presidente ejecutivo inteligente, conviene rebajar el valor contable de todo", dice Daniel Genter, presidente ejecutivo del banco de inversión RNC Genter. "Lo van a hacer aparecer peor de lo que es (...) tienen poco que perder y podrían recuperar parte de eso en un par de trimestres."

**Por David Reilly y Edward Taylor
The Wall Street Journal**