



Pedro P. Romero Alemán
Profesor de la USFO

El colapso de las hipotecas: cuando las calificadoras no califican ... (y una digresión sobre la Crisis del Ecuador en 1999)

RESUMEN: Enfatizo dos causas de la crisis. Por un lado, las decisiones regulatorias y tributarias que distorsionaron el mercado hipotecario. Por otro lado, el trabajo de las calificadoras de riesgo acusadas de colusión con los emisores de papeles, en un proceso de mala fe e ineficiencia de los mercados. Pero aquí se analiza el rol de la información y la manera cómo los agentes económicos la procesan y verifican. Se llega así a una conclusión más profunda: el efecto negativo de las calificaciones se debió a las limitaciones a la competencia entre calificadores, la pérdida de correlación calificación-riesgo, y la obligación oligopólica de incorporar estas calificaciones. Las alteraciones artificiales de la regulación estatal alteraron el mercado.

1. Las Causas Generales de la Crisis

Aunque todavía sea muy temprano para determinar cuáles fueron las causas de la crisis financiera que afectó a los países desarrollados en el 2007 y 2008, esto no nos debe detener de tratar de enten-

der las diferentes causas que podrían haber contribuido a esta crisis que fue mayormente inesperada. De hecho, el optimismo era omnipresente. Las crisis financieras como la Gran Depresión, solo parecían ser cosas del pasado. Corridas bancarias en estas épocas eran inimaginables en los países desarrollados. A nadie se le ocurría apostar porque

DE VENTA



un gigante como Lehman Brothers que había estado por tanto tiempo activo desaparecería del mercado. Pero pasó. Este optimismo parece también ser otra característica de los periodos previos a estos fenómenos. Lo mismo sucedió antes de la Gran Depresión y la crisis de estanflación a mediados de los 1970s.

Una de las razones de este indebido optimismo (o en algunos casos pesimismo) es talvez provocado por limitarse a explicaciones monocausales de las crisis financieras. Este fenómeno más bien debe inyectar una dosis de humildad en economistas acerca de cuan poco sabemos acerca del mercado. Si existiera solamente una causa que explicaría todo, entonces hubiera sido más fácil protegerse por adelantado para gran parte de los participantes del mercado. Pero no pasó. Otros tomaron la ruta opuesta y han enumerado a veces más de diez razones para explicar la crisis reciente.

Las causas se pueden dividir en dos ca-

tegorías, condiciones necesarias y suficientes. La condición **necesaria**, para no solo esta sino cualquier generalizada crisis financiera, es un exceso de la oferta monetaria con respecto a su demanda. Esta ha sido una crisis generalizada que pasó del sector inmobiliario al resto de la economía de EE.UU. y se ha propagado a varios países. Las condiciones **suficientes**, por su parte son: (a) la generación de una burbuja especulativa en activos o distorsión de precios debido a la alteración de un sector del mercado, con causas como, por ejemplo, el Tax Relief Act y otros cambios implementados en 1998 que mayormente afectaron el sector inmobiliario; y (b) la selección adversa de ciertos instrumentos financieros que antes que contribuir a una

mejor valuación del riesgo mas bien lo complicaron. Con esto no pretendo establecer la última palabra sobre este tema sino simplemente otra contribución a la discusión.

No me enfocaré en los detalles de las fechas o las decisiones particulares del gobierno. Sin embargo, sugiero que una distorsión inicial fueron los cambios en los incentivos que resultaron luego de la aprobación de las reformas tributarias (TRA-1998) adoptadas por el Presidente Clinton. Estos cambios dictaminaron que las ganancias de capital por plusvalía en bienes raíces no serian sujetas a impuestos para los hogares, incluso si se trataba de la segunda casa de su propiedad.

Hay dos tipos de causas. La necesaria, que es el exceso de oferta monetaria con respecto a la demanda. Y las suficientes como la burbuja hipotecaria y la selección adversa de instrumentos financieros.

Los cambios legales que afectaron al mercado de hipotecas fueron: la apertura total a todo tipo de hipotecas, la promoción de casa para todos, las ventajas tributarias a los deudores en viviendas y la ampliación del rol de las entidades financieras semi estatales.

Luego el incremento de la oferta monetaria, por parte de la Reserva Federal, vino con fuerza después de los ataques terroristas del 11 de Septiembre (2001) y la explosión de la burbuja especulativa de las empresas dot.com. Los fondos de riqueza soberanos manejados por gobierno extranjero, como el de China y de otros países del Medio Oriente, también contribuyeron a este incremento de masa monetaria en los EE.UU. donde se los invertía en bonos del Tesoro, y otros valores en las distintas bolsas americanas.

En este artículo me enfocaré en el origen y desarrollo de los bonos hipotecarios subprime. Primero explicaré el origen legislativo de las reformas e incentivos, para continuar a explicar por qué valores financieros de dudoso valor llegaron a dominar el mercado. Antes de concluir me referiré brevemente a la crisis bancaria ecuatoriana de 1999 que es un ejemplo similar de cómo distorsiones introducidas en los mercados generan efectos negativos notables.

2. El Origen de Nuevos Instrumentos Financieros en el Mercado Hipotecario

Las legislaciones que hicieron posible emitir bonos o combos securitizados subprime fueron la 'Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act' (DIDMCA), la 'Alternative Mortgage Transaction Parity Act' (AMTPA), y los cambios tributarios de la Tax Reform Act de 1986 (TRA-86) (usaré de aquí en adelante las siglas en inglés, ver Temkin et. al. 2002, y Chomsisengphet y Pennington-Cross 2006).

DIDMCA fue aprobada en 1980 y en la misma se eliminaba techos a las tasas

de interés, mientras que la AMTPA aprobada en 1982 eliminaba regulaciones estatales que restringían los tipos de hipotecas que se podían contratar; v. gr. amortizaciones negativas. Se puede decir que mientras DIDMCA estaba simplemente eliminando un control de precios vigente y era un paso hacia la liberalización financiera, AMTPA en cambio era un paso para promover casas para todos. Acerca de los cambios implementados por la TRA-86 estos afectaban directamente los incentivos de los hogares, puesto que aprobó la posibilidad de deducir del pago del impuesto a la renta los intereses pagados en préstamos hipotecarios (hasta de una segunda casa), mientras que lo prohibía para los pagados sobre préstamos de consumo y automóviles.

Todos estos cambios legales durante los 1980s incrementaban las opciones con las cuales los creadores de hipotecas podían atender su demanda. Una de estas llegó a ser la securitización de deuda hipotecaria prime y subprime para ofrecerla entonces a otros inversionistas. No fue sino hasta 1994 cuando las tasas de interés se incrementaron después que la Reserva Federal subiera la tasa interbancaria de 3.25% a 5.5%, que préstamos hipotecarios en el sector prime decayeron (Temkin et. al. 2002:9) y los emisores de hipotecas decidieron expandir sus operaciones en el sector subprime del mercado hipotecario para mantenerse en el mercado. Esta expansión fue liderada mayormente por valores respaldados por hipotecas (MBS por sus siglas en inglés), y las compañías que lo llevaron a cabo no eran bancarias ni multiservicios.

¿Fueron los bonos subprime respaldados por hipotecas innovaciones financieras mal hechas? Quien lleva a cabo la política monetaria en EE.UU., Ben Ber-

nanke considera que estas innovaciones financieras aunque tengan efectos colaterales negativos son necesarias para el desarrollo financiero del mercado. Por otro lado, economistas como Anna Schwartz (co-autora de Milton Friedman) va más allá y considera que estos derivados financieros fueron simplemente el resultado erróneo de ingeniería financiera (Schwartz 2009:20-1).

Las fuentes de innovaciones financieras en el mercado hipotecario fueron como lo mencioné desregulaciones como la DIDMCA, y también la Gramm-Leach-Bliley reforma de 1999 que rechazaba las normativas de otra reforma más antigua, la Glass-Steagall de 1933, en la cual se prohibía a los bancos establecerse como bancos universales. En segundo lugar, las regulaciones orientadas a promover la propiedad de inmuebles como la AMTPA, y la Community Reinvestment Act (CRA) de 1977 y sus posteriores cambios, a lo que se suman las decisiones agresivas de los bancos hipotecarios semi-estatales como Fannie Mae y Freddie Mac que participaron activamente en este mercado. Por supuesto, influyeron otros desarrollos tecnológicos más generales en la industria bancaria; v. gr. selección computarizada de posibles prestatarios.

Obviamente todos estos factores contribuyeron a la aparición de valores respaldados por hipotecas. Es más difícil es distinguir cual fue el factor marginal que convirtió estas innovaciones financieras de convenientes a fatales para quienes las compraron. La primera vez que estas innovaciones financieras se utilizaron fue entre 1994 y 1998, pero fueron mayormente transadas por participantes privados (Temkin op. cit.). Una crisis prematura vino en 1998 con lo que sucedió a la firma Long Term Capital Management, lo que redujo la liquidez en el mercado financiero global pero en menores proporciones a lo visto recientemente. Durante esa crisis muchas empresas financieras no bancarias que participaban en este mercado quebraron o fueron absorbidas por otros grandes del mercado como CityGroup Inc. en 1999.

Ciertamente, los precios de los bienes raíces en ese entonces no se desplomaron como ahora. En cualquier caso, el mercado hipotecario manejó mejor esa crisis.

Y la diferencia entre lo que pasó entre 1994-1999 y en el periodo más reciente entre 2002-2007 está en el rol que jugaron las empresas auspiciadas por el gobierno (GSEs por sus siglas en inglés) como Fannie Mae al subsidiar la compra de casas. El artículo de Kenneth Temkin, Jennifer Jonson, y Diane Levy del The Urban Institute que he estado citando fue un estudio preparado para el U.S. Department of Housing and Urban Development en marzo del 2002. El título de tal estudio transmite su propósito principal: 'Subprime Market, The Role of GSEs, and Risk-Based Pricing'. Su principal recomendación es que el rol en este sector del mercado hipotecario de Fannie Mae y Freddie Mac debería incrementarse. La siguiente cita es característica del artículo; *"Un incremento en la participación de GSEs en el sector subprime del mercado hipotecario, según casi todos los entrevistados, va probablemente a estandarizar los procesos de valuación de riesgos, garantía, y estimaciones de precios en la parte A-. Ellos señalaron que los precios de los préstamos, y demás términos difieren a través del sector de los prestamistas subprime, dificultando la comparación de préstamos para los prestatarios. Un producto subprime de un GSE requerirá a los prestamistas usar una lista común de documentos, estándares de elegibilidad, y de procesos de valuación. De este modo, el mercado subprime operará más como lo hace el mercado prime en estos días, donde los prestatarios pueden comparar precios de varios competidores y decidir cual es el mejor"* (2002: 23).

En el 2003 Fannie and Freddie juntas compraron \$81 millardos de valores subprime, \$175 millardos o 44% del mercado en el 2004, \$169 millardos o 33% del mercado en el 2005, y \$90 millardos o 20% del mercado en el 2006. El resto estaba siendo comprado por bancos comerciales y otros inversionistas institucionales. El proceso automático de valoración del riesgo y aprobación de préstamos también tuvo que ver en esta

La reflexión debe ir en el sentido de distinguir cual fue el factor marginal que convirtió estas innovaciones financieras de convenientes a fatales para quienes las compraron

ocasión, contrariamente al proceso más personalizado que era más común en el periodo 1994-1999.

3. El rol distorsionado de las calificadoras: una versión diferente de la tradicional

Algo importante de mencionar es el rol distorsionante que al final tuvieron las calificaciones de riesgo publicadas por los miembros del oligopolio legal de las Organizaciones de Calificación Estadística Reconocidas Nacionalmente (NRSRO por sus siglas en inglés), el cual esta formado por Moody's, S&P, y Fitch. Si existió alguna falla de diseño en los bonos subprime del sector hipotecario fue como lo demostraré a continuación en el proceso de valuación del riesgo usado por estas agencias con un rol cuasi-estatal en esta actividad. Allí se origina el divorcio que existía entre la calificación de riesgo (expresada en letras para un valor financiero) y su tasa de interés (la medida de su riesgo).

La evolución que tomó lugar en el modelo de negocios del sector hipotecario, esto es de 'emitir para mantener hipotecas' al de 'emitir para vender hipote-

cas' se debe tener en cuenta. Los valores subprime tales como las Obligaciones Colateralizadas de Deuda (CDOs por sus siglas en inglés) fueron parte de los nuevos instrumentos financieros creados por el segundo modelo de negocios y que ha estado en el centro del debate durante la crisis.

Klein (2002) examina en detalle el problema clásico de información asimétrica también conocido como el 'lemons problem.' La referencia en inglés que no es fácil de traducir se refiere, por ejemplo, a que en el mercado de autos usados el vendedor tiene mejor información del estado aobre el vehículo que el comprador. Un carro 'lemon' es aquel que tiene peor calidad de la que originalmente el vendedor señala al potencial comprador. El pronóstico es que solo autos de calidad 'lemon,' es decir de baja o mala calidad, se venderán en el mercado secundario. Klein analiza con prolijidad los mecanismos formales e informales que existen en diferentes mercados para mitigar cualquier asimetría de información, y así evitar que cualquiera de estos mercados deje de funcionar. El principal concepto alrededor del cual basa su explicación es el de aseguramiento. De tal manera que denominando a cualquier potencial comprador de un producto como el sujeto confiado, Klein define aseguramiento como aquel nivel de confianza que garantiza al comprador que el producto posee cierta calidad. Así, en la mayoría de los mercados existen sujetos confiantes y sujetos prometedores (usualmente vendedores) los cuales están envueltos en transacciones de bienes y servicios con una calidad asegurada. Por ejemplo, cuando un comprador quiere asegurarse de que un carro usado que se está vendiendo en algún anuncio

.... examina en detalle el problema de información asimétrica también conocido como el 'lemons problem.' Por ejemplo, en el mercado de autos usados el vendedor tiene mejor información sobre el estado del vehículo que el comprador. Un carro 'lemon' es aquel que tiene peor calidad de la que originalmente el vendedor señala al potencial comprador. El pronóstico es que solo autos de calidad 'lemon,' de baja calidad, se venderán en el mercado secundario.

publicitario tiene al menos la condición mecánica que el vendedor promociona, existen websites (carfacts.com) donde con un número de identificación del vehículo se puede chequear qué fallas mecánicas y cuantos dueños ha tenido determinado carro. Este servicio por supuesto cuesta. Otros mecanismos formales de aseguramiento pueden ser marcas reconocidas de productos, sellos de calidad, productos vendidos por franquicias, publicaciones enlistando qué restaurantes de cierta ciudad son los mejores, etc.. Mientras que entre los mecanismos informales de aseguramiento tenemos rumores, reputación por contactos frecuentes, entre otros.

Otra forma en la que se puede evitar el resultado convencional de este tipo de juego conocido como 'juego de confianza' entre compradores y vendedores debido a la información asimétrica, es el papel que Klein propone juegan los intermediarios. Estos pueden ser vendedores al menudeo, buros de crédito, agencias calificadoras de riesgo, etc.. Una ama de casa puede ir al Supermaxi porque espera encontrar productos de cierta calidad, o un paciente puede visitar a un determinado médico porque se ha especializado en el exterior y las pruebas de ello son tangibles. En el último caso la universidad extranjera que otorgó el título es el intermediario que certifica que los servicios médicos proporcionados por sus graduados son de cierta calidad.

Aun más relacionado a este artículo es el rol del intermediario como un cono-

cedor. De tal manera que su papel va más allá de ser un mediador pasivo a un buscador activo de información y en el último de los casos un generador de la misma. Cuando la información con la cual trata el intermediario es altamente individualizada entonces el 'free-riding' (usar algo sin pagar) es costoso y muy poco frecuente. Por ejemplo, los burós de crédito que se especializan en construir y registrar la historia crediticia de individuos que en cualquier momento aplicarán por préstamos. Quienes demandan esta información, usualmente compañías acreedoras, están dispuestas a pagar por tal información.

Pero cuando los reportes creados por los intermediarios concedores tratan con información uniforme que puede ser fácilmente retransmitida o copiada a un menor costo que en el caso anterior, el problema de 'free-riding' es mucho más serio. Esto es si un inversionista compra información que no puede individualizarse en el mismo grado que antes, talvez conste de un informe de pocas páginas y entonces es fácil de pasársela a otros. En este caso es mejor que el vendedor (prometedor) pague por los servicios del intermediario. Puesto que la posibilidad de excluir es más cara, es preferible dejar que el vendedor opte por cual información desea dar a conocer o hacer pública. Klein (2002) incluso defiende el caso de que el comprador pueda seleccionar de distintos intermediarios a aquel que le provee la mejor calificación o certificación de calidad. En cambio, Calomiris (2008) sostiene que si existió o no pre-selección de calificaciones de parte de los emisores de bonos es irrelevante para explicar las causas de la actual crisis financiera. Porque al fin y al cabo se sabía.

En el mercado de valores subprime respaldados por hipotecas el "intermediario como conecedor" fueron las calificadoras de riesgo. El papel del vendedor pertenecía al emisor de tales bonos subprime basados en hipotecas, que la mayoría de las veces no era una firma bancaria. Inversionistas tales como Hedge Funds (Fondos de Cobertura),

bancos de inversión, y las empresas semi-estatales, ocupaban el papel de compradores en este mercado. Según lo que hemos venido diciendo, manteniendo todo lo demás igual, las calificadoras de riesgo deben haber contribuido a reducir las asimetrías de información que estaban naturalmente presentes aquí. Inclusive una proposición de neutralidad puede ser hecha basada en Klein y Calomiris en relación a quien era el que pagaba el servicio de estas empresas, por lo que se puede decir que no importaba para la eficiencia de este mercado, si el inversor o el emisor de tales valores pagaban el precio del servicio de la calificadora de riesgo. Se puede todavía argüir que seleccionar la calificación antes de hacerla pública no es perverso en la medida que tal calificación era verídica.

Así, que solo queda que para explicar el caso de ineficiencia en este mercado debió haber existido algún problema de incentivos entre por un lado el emisor del valor y su respectiva agencia calificadora y por el otro los inversores interesados en adquirir esos valores. Y si este argumento no es válido, solo quedaría una distorsión externa a este mercado para explicar dicha ineficiencia.

Para que un argumento de información asimétrica como el del tipo 'lemon' mencionado anteriormente se aplicase para explicar la desaparición al menos parcial del mercado de bonos subprime durante la última crisis, sería necesario que los inversionistas no hayan estado enterados de que existía algún tipo de colusión entre los emisores y las agencias de calificación de riesgo, además que debía ser imposible (o muy difícil) distinguir entre un bono subprime de buena calidad y uno malo. Una consecuencia lógica de esto, entonces, sería que malos emisores de bonos subprime hayan expulsado del mercado a los buenos. Un argumento cercano a este es el que sostiene Zandi (2009:106), según el cual el bajo costo necesario para empezar una compañía de inversión en bienes raíces, y la presión que existía por rebajar los estándares de garantías de seguros, contribuyeron al fenómeno.

Los inversionistas conocían que los emisores de valores financieros practicaban algún tipo de pre-selección de calificación de riesgo antes de publicarlo. ¿Por qué inversionistas racionales tolerarían e incluso fomentarían este tipo de comportamiento de los emisores y calificadoras de riesgo?

El problema con este conjunto de argumentos es que según Calomiris (2008) los inversionistas sabían lo que estaba aconteciendo en este mercado. Es decir, conocían que los emisores de estos valores financieros practicaban algún tipo de pre-selección de calificación de riesgo antes de publicarlo.

¿Por qué inversionistas racionales tolerarían e incluso fomentarían este tipo de comportamiento de los emisores y calificadoras de riesgo? Una explicación es que los inversionistas fueron obligados por ley a comprar bonos con cierto tipo de calificación, para colocarlos dentro y fuera de los balances financieros. Pero el problema subyace en el uso indiscriminado de estas calificaciones como la única y última palabra en determinar la calidad de los diferentes bonos que eran aglomerados en un solo combo financiero. De hecho, Calomiris persuasivamente presenta este caso: “¿Estuvieron los inversionistas enterados de que las calificadoras de riesgo estaban calificando CDOs usando una escala diferente de la de las calificaciones para bonos corporativos? La respuesta es SI. Moody’s publicó datos históricos sobre la probabilidad de quedar en mora para tramos CDO de calificación Baa y para deuda corporativa también Baa. Las ofertas de CDO Baa tenían aproximadamente 20% de probabilidad de quedar en mora en cinco años, comparada con una probabilidad de 2% para bonos corporativos Baa.” (2008:25-6)

La explicación alternativa que nos queda dado que ambos lados del mercado sabían lo que pasaba con los valores respaldados por hipotecas, es una especie de ‘Ley de Gresham.’ Esta ley empírica se debe a Sir Thomas Gresham (1519 – 1579) quien observó que para 1558 el valor de las monedas de plata inglesas habían perdido su valor luego de las grandes devaluaciones en los tiempos de Henry VIII y Eduardo VI. Lo que el más o menos expresó fue que “el dinero malo había expulsado al dinero bueno de circulación.” Esto se debió a que las nuevas monedas sobre-valoradas habían sido introducidas con fuerza de

“la Comisión de Cambio de Valores (SEC en inglés) ha llegado a ser una barrera significativa a la entrada dentro del negocio de calificaciones de bonos. Sin su aprobación, cualquier presunto calificador de bonos sería probablemente ignorado por la mayoría de instituciones”. Por lo tanto, el mercado de calificadoras de riesgo en valores financieros era difícilmente una industria abierta a la competencia

curso legal por esos monarcas. Una de las consecuencias de tal fenómeno es la inflación de los precios causada por la circulación de una moneda devaluada que circula con un tipo de cambio fijo con respecto a una moneda con mayor poder de compra. La gente se da cuenta de que es mejor guardar bajo el colchón la moneda de mayor calidad y cancelar sus transacciones diarias con la moneda mala. Esto conduce a la mala asignación de los escasos recursos de la economía.

Asimismo sucedió en el mercado de valores respaldados por hipotecas. Siempre que la misma calificación de riesgo (usualmente expresada en letras como Aaa o Bba) se otorgaba a estos papeles financieros y a otros más tradicionales como los bonos corporativos, se producía una posibilidad para ocultar y confundir las verdaderas cualidades de estos dos activos como confirma Calomiris. Por ejemplo, los combos de bonos subprime con calificaciones de riesgo distintas daban lugar al establecimiento de escalas diferentes a través de varios valores financieros, que aunque otorgaban la misma letra como calificación implicaban una probabilidad de quedar en mora diferente. Aquí se encuentra el origen de la sobre-valoración de los bonos subprime, que funcionaba de la misma manera como cuando dos monedas tienen un cambio fijo por ley pero una en realidad tiene menor poder de compra, y por ende esta sobrevalorada y al mercado no le toma mucho tiempo

descubrirlo. Otro elemento importante en la inflación en las calificaciones de riesgo es el aspecto del curso legal forzoso. Esto también estuvo presente en los bonos subprime ya que los inversionistas estaban obligados por ley a mantener en sus balances valores financieros solo de determinadas calificaciones. El problema no era si estos valores eran incluidos dentro o fuera del balance, sino como dice Calomiris; “Bajo la más simple versión de medidas regulatorias de riesgo bancario, hipotecas subprime tienen una baja ponderación por activos de riesgo (50% de la que usan bancos comerciales) aunque ellas son más riesgosas que la mayoría de préstamos bancarios.” (2009:71-2)

El último punto que requiere enfatizarse es que no solo las calificaciones de riesgo para los valores financieros fueron iguales a pesar de las disimilitudes de los mismos, sino también que tenían curso legal forzoso. Siguiendo nuestra analogía monetaria, recordemos que otro de los supuestos es que no existe competencia en la oferta de dinero (Selgin 1988). De hecho, esto pasaba en la industria de calificadoras de riesgo crediticio donde existe un oligopolio legal (White 2009). Este les fue otorgado por las Organizaciones de Calificación Estadística Reconocidas Nacionalmente (NRSRO) a Moody’s, S&P, y Fitch. Un reconocido historiador económico considera que para el 2005: “la Comisión de Cambio de Valores (SEC en inglés) ha llegado a ser una barrera significativa a la entrada dentro del negocio de calificaciones de bonos, porque la aprobación NRSRO era importante para cualquier entrante potencial. Sin la aprobación de NRSRO, cualquier presunto calificador de bonos sería probablemente ignorado por la mayoría de instituciones;” (2009:4) Por lo tanto, el mercado de calificadoras de riesgo en valores financieros era difícilmente una industria abierta a la competencia donde los participantes establecidos tuvieran que preocuparse por nuevos competidores.

Recapitulando la principal proposición de este papel es que dadas las siguientes condiciones: (a) barreras legales a la entrada en la industria de calificación de

riesgo crediticio; (b) la categoría de curso legal de las calificaciones provistas por las empresas oligopolistas de este sector; y (c) la igualdad de las calificaciones de activos financieros con diferentes propiedades subyacentes como riesgo, lo que es lo mismo que tener una baja correlación entre la calificación y el riesgo asumido, el corolario natural de todo esto será una inflación de calificaciones de riesgo que conducirá a que malos activos financieros expulsen a los buenos del mercado. Estos activos no fueron el resultado de un mal diseño del mercado sino más bien el de alteraciones artificiales debido a la regulación estatal. En otras palabras, la demanda y oferta de aseguramiento de calidad en este mercado fue menoscabada por la intervención del gobierno.

4. Una Digresión sobre la Crisis del Ecuador de 1999, porque es útil recordar las causas monetarias de las crisis financieras

Cualquier cantidad de dinero es óptima en cuanto corresponda a la demanda real de dinero. Cuando el sistema monetario de un país se basa en la existencia del monopolio de emisión en un banco central, ocurre que la oferta de dinero se determina fuera del mercado. De tal forma que tal oferta de dinero determinada arbitrariamente tiene menos probabilidades de correspondencia con la demanda real de dinero en tal país. Y ese fue nuestro caso desde la fundación del Banco Central del Ecuador (BCE) en 1927 hasta marzo del 2000 en que se implementó la dolarización.

Si la demanda real de dinero es menor que la oferta suministrada por el banco central, entonces el poder de compra de ese dinero o moneda se reduce. Es decir, los precios en el país aumentan en relación a los precios de productos extranjeros. Un dinero con menor poder de compra también implica salarios reales en el mismo país mucho más bajos en relación al exterior.

Cuando se permite que dentro del territorio del país con una moneda devaluada otra moneda con mayor poder de compra circule en el mercado aunque no sea de 'curso legal' los demandantes de dinero con relativo mayor poder de compra competirán por obtener el mismo. El proceso podrá acontecer de la siguiente manera: al inicio la moneda de mejor calidad; i.e. con mayor poder de compra; será demandada para utilizarse no sólo en el comercio exterior sino también en contratos de largo plazo y como reserva de valor. Es decir, los depósitos en moneda de mejor calidad aumentarán en los bancos así como su uso en el mercado de bienes raíces, de comercio exterior, e incluso en préstamos de mayores volúmenes y plazos relativamente más largos. Si la calidad de la moneda con menor poder de compra sigue deteriorándose, entonces los individuos empezarán a demandar la moneda de mejor calidad incluso para contratos a corto plazo; por ejemplo compra-venta de productos importados; y para depósitos de corto plazo como los de cuenta corriente.

Este comportamiento de los agentes económicos, en el caso ecuatoriano dio origen al proceso de dolarización espontánea de la economía que antecedió a la dolarización formal adoptada por Jamil Mahuad en enero del 2000. El proceso espontáneo de dolarización era una señal de rechazo de parte de los ecuatorianos a la política monetaria del BCE y del gobierno.

El BCE alentaba este comportamiento económico en los individuos por su rol distorsionante en la determinación de la oferta monetaria en el país. En Ecuador no sólo que tenía que aumentar oferta monetaria en sentido estricto, esto es la base monetaria para poder mantener el ancla cambiaria, sino que también el BCE redujo varias veces el encaje bancario en sucres (junto a aumentos del encaje en dólares) para poder mantener el tipo de cambio dentro del límite superior de la banda. Entre mayo de 1992 y marzo del 2000 se decretaron 49 regulaciones de la Junta Monetaria (Directorio

Estos malos activos no fueron el resultado de un mal diseño del mercado sino de alteraciones artificiales debido a la regulación estatal ... la demanda y oferta de aseguramiento de calidad fue menoscabada por la intervención del gobierno.

Este comportamiento de los agentes económicos, en el caso ecuatoriano dio origen al proceso de dolarización espontánea de la economía que antecedió a la dolarización formal. El proceso espontáneo de dolarización era una señal de rechazo de parte de los ecuatorianos a la política monetaria del BCE y del gobierno.

desde noviembre de 1998) destinadas a modificar el encaje 'legal' bancario¹. Esto significa que más de seis veces por año se cambió el nivel de encaje para controlar el tipo de cambio². En este caso, lo que se afectaba era la oferta monetaria en sentido amplio, donde se incluyen los depósitos a la vista y el cuasidinero³.

El tratamiento diferencial de parte del BCE al establecer encajes distintos para depósitos en moneda extranjera y nacional, es un ejemplo de una medida representativa de un esquema de represión financiera antes que el de uno liberalizado. En los cambios de la oferta monetaria, tanto estricta como amplia, es donde la estrategia de esterilización del BCE toma un papel importante.

Mediante las operaciones de mercado abierto que se llevaban a cabo con la compra y venta de Bonos de Estabilización Monetaria BEMs y operaciones de reporto entre el BCE y los bancos privados, el BCE trataba de aislar la oferta de dinero en sucres de las variaciones de sus activos en moneda externa. En la medida en que la limitada competencia del sucre contra el dólar arrojara como resultado que los agentes prefirieron el dólar al

1 Regulaciones de la Junta Monetaria. Cap. I Política Monetaria - Crediticia. Título II. Detalle histórico.

2 Aún cuando el BCE abandonó las bandas cambiaria en febrero de 1999 para 'dejar' flotar el tipo de cambio nominal. Todavía el BCE seguía realizando operaciones de mercado abierto para esterilizar los flujos de entrada y salida de divisas.

3 El cuasidinero está conformado principalmente por: depósitos monetarios, de ahorro, a plazo, operaciones de reporto, fondos de tarjetahabientes, tanto en moneda nacional como extranjera.

Tabla 1

Reserva Monetaria Internacional								
Millones de dólares								
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999*
782	1254	1712	1557	1831	2093	1698	1276	1178

Fuente: Boletín Estadístico No. 1778 BCE.
Nota: Cifras a fin de período. * A marzo de dicho año.

sucro, por su mayor poder de compra, la política de esterilización provocó un drenaje de moneda externa en el BCE hasta que se abandonó el ancla cambiaria y se devaluó el sucre. (Tabla 1)

En la Tabla 1 se observa que el BCE perdió reservas entre 1994 y 1995, y continuamente desde finales de 1997 hasta el umbral de la crisis en 1999. En este último período hubo un drenaje aproximado del 50% de las reservas. Desde diciembre de 1994 hasta cuando se 'dejó' flotar el tipo de cambio; la banda se calibró, i.e. se devaluó el tipo de cambio, seis veces antes de declarar su abandono.

En la Tabla 2 se observa el impresionante crecimiento del monto negociado en BEMs en las principales bolsas de valores del país. En 1999 este monto llegó a \$4.331 millones mientras que en papeles del sector privado sólo se negociaron \$1.010 millones. Esto muestra la preponderancia de las operaciones de mercado abierto del BCE sobre las operaciones bursátiles del sector privado ecuatoriano. Este tipo de negociaciones en un país como Estados Unidos representa menos del 2% del monto negociado por el sector privado. El peso, por lo tanto, de la influencia del BCE en

el mercado bursátil ecuatoriano era no sólo importante sino además distorsionante y exacerbado.

Cuando se esteriliza la oferta de dinero local frente a los movimientos en el flujo de la moneda extranjera, el banco central intenta hacer dos cosas a la vez, que además son mutuamente excluyentes. Esto es, tratar de mantener más o menos fijo el tipo de cambio y a su vez manipular la cantidad de dinero local. En lugar de mantener su regla de política que lo compromete a mantener el tipo de cambio (o la banda), hace todo lo necesario por desestabilizarse a sí mismo. Esto le podrá permitir al banco central controlar la oferta de dinero por un tiempo e impedir que ésta se ajuste a la demanda real de dinero. Sin embargo, esta falta de correspondencia entre oferta y demanda cuanto más duradera tanto más distorsionará los precios relativos que guían la actividad económica.

Si la demanda real de sucres se estaba reduciendo y el BCE intervenía para evitar que la base monetaria se redujera⁴, entonces los precios en sucres de los productos en el Ecuador se encarecían. Esto generaba una mayor sustitución de sucres por dólares de parte de los agentes económicos, que era lo que precisamente quería evitar el BCE.

Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito

Monto de negociaciones de BEMs en relación a valores privados %

Año	1995	1996	1997	1998	1999
%	0.87	69.94	43.36	20.12	428.45

Fuente: Boletines Estadísticos del BCE

Tabla 2

4 Esto ocurre cuando los agentes económicos cambiaban sus sucres por dólares.

La mayor oferta de dólares, por ejemplo se debía a que los bienes transables se abarataban en el exterior. La estructura de precios resultante de las políticas de esterilización del BCE estaba distorsionada, y estimuló errores empresariales que sólo fueron parcialmente corregidos en la recesión de 1999. No ha existido una corrección completa porque existen precios importantes controlados por el gobierno, es decir determinados fuera del mercado. Esta es otra de las razones por las cuales la inflación no convergió a niveles internacionales de forma más rápida (Romero 2005).

5. Conclusión

En general, fue la intervención del gobierno en diferentes frentes, como son las reducciones distorsionantes de la tasa de interés bancaria de parte de la Reserva Federal, el fomento apasionado de que toda familia americana posea una casa, y el oligopolio legal en la industria de las calificadoras de riesgo, la causa fundamental de la crisis financiera.

El análisis previo sugiere reformas a favor de la competencia y la transparencia. Es decir, la abolición de barreras artificiales a la entrada en la industria de calificación de riesgo, la abolición del curso legal de sus calificaciones, y po-

líticas complementarias que favorezcan la publicación de información necesaria. Todo esto debe facilitar la producción de aseguramiento en este mercado altamente dependiente de información. Algo importante de tener en cuenta es que el contrato de calificación de riesgo crediticio debe estar librado de incentivos perversos.

Recomendaciones más generales tienen que ver con reformas en el sector financiero. Este es el mercado más intervenido tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo. Existen controles impuestos sobre requerimientos de capital (Basilea I y II), restricciones de capital extranjero, operaciones de mercado abierto de banco centrales que desequilibran el mercado monetario al alterar arbitrariamente tasas de interés, presiones a los bancos para promover crédito barato en industrias particulares, políticas tributarias y otras regulaciones únicas a la banca sobre quiebra, y el monopolio de los bancos centrales en la oferta de dinero de alta liquidez. Otra vez se debe mencionar que el contrato de depósito también debe estar libre de incentivos perversos.



Bibliografía

- Bernanke, Ben (2009) 'Financial Innovation and Consumer Protection.' Sixth Biennial Community Affairs Research Conference, Washington D.C.
- Calomiris, Charles (2008) 'The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next.' Working paper.
- Calomiris, Charles (2009) 'Financial Innovation, Regulation, and Reform.' *The Cato Journal* 29(1): 65-92.
- Chomsisengphet, S. and A. Pennington-Cross (2006) 'The Evolution of the Subprime Mortgage Market.' *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 88(1): 31-56.
- Klein, Daniel (2002) 'The Demand for and Supply of Assurance.' In *Market Failure or Success. The New Debate*. Eds. Tyler Cowen and Eric Crampton. Pp. 172- 192.
- Romero, P. (2005) *Crisis Bancaria en Ecuador y Posibles Soluciones*. IEEP
- Schwartz, Anna (2009) 'Origins of the Financial Market Crisis of 2008.' *The Cato Journal* 29(1): 19- 24.
- Selgin, George (1988) *The Theory of Free Banking*.
- Temkin, K., J. Johnson, and D. Levy (2002) 'Subprime Markets, the Role of GSEs, and Risk-based Pricing.' *The Urban Institute*.
- White, Lawrence J. (2009) *Congressional Hearing before the "Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies."* U.S. Securities and Exchange Commission. Washington D.C.
- Zandi, Mark (2009) *Financial Shock. A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis*. FT Press.

