Universidad de
SanAndrés

Escuela de Administración y Negocios

Trabajo de Graduación - Contador Público

Las crisis inmobiliarias en Estados Unidos, España y Argentina

Análisis, descripción y comparación entre las tres crisis inmobiliarias

Alumno

Eugenia María Pérez Huergo

Legajo: 23.212

Mentor

Aldo Pelesson

Victoria, julio 2016

RESUMEN EJECUTIVO

El sector inmobiliario es un pilar fundamental en las economías nacionales. Su nivel de actividad da indicios sobre el estado de la economía de un país. "[…] la economía inmobiliaria, por su habitualmente alta participación en el producto y en el empleo, y por su rol estratégico de articulación entre el sector financiero y la economía real, es un factor determinante y detonante de los ciclos de auge y recesión y de las crisis económicas" (Daher 2013, 48).

El presente trabajo describirá los factores que llevaron a las crisis inmobiliarias en Estados Unidos y España en 2008 y en Argentina en el 2011. Se observará el impacto que tuvieron en su país y se concluirá con las diferencias y posibles similitudes entre estas tres crisis.

En el CAPÍTULO 1 se encontrarán con una introducción y presentación del tema. También se detallarán los objetivos de estudio y la metodología empleada.

En el CAPÍTULO 2 tendrán acceso a distintos conceptos teóricos. Esto resultará fundamental para comprender correctamente los próximos capítulos.

En el CAPÍTULO 3, 4 y 5 se desarrollarán los factores y consecuencias de la crisis inmobiliaria estadounidense, española y argentina, respectivamente. En los tres casos se describirá el mercado hipotecario; el contexto político y la influencia del gobierno; el papel de los agentes reguladores; el rol de la ambición y los agentes calificadores de riesgo; y el estallido de la crisis y su consecuencia.

En el CAPÍTULO 6, por último, se tendrá acceso a un estudio comparativo de las tres crisis inmobiliarias estudiadas. Esta comparación se presentará a modo de conclusión del trabajo, como el objetivo general y final de la investigación realizada.

Palabras claves: crisis inmobiliaria; mercado hipotecario; agentes reguladores; agentes calificadores de riesgo; contexto político.

Universidad de San Andrés

ÍNDICE

CAPITULO 1- INTRODUCCIÓN…… 1

1.1. Problemática....…… 1

1.2. Preguntas de investigación…….... 2

1.2.1. Pregunta central...……..... 2

1.2.2. Subpreguntas..…….. 3

1.3. Objetivos…….. 3

1.3.1. General…….. 3

1.3.2. Específicos……... 3

1.4. Justificación del tema…….. 3

1.5. Metodología de investigación……...……... 4

CAPÍTULO 2- MARCO TEÓRICO……..…. 6

2.1. ¿Qué se entiende por burbuja inmobiliaria?..... 6

2.2. Hipotecas *subprime*…… 6

2.3. Titularización……... 7

2.4. Productos derivados…… 7

2.4.1 Mortage Backed Securities (MBS)……... 8

2.4.2. Collateralized Debt Obligation (CDO)…… 8

2.4.3. Credit Default Swaps (CDS)…… 8

2.5. Riesgo……. 9

2.6. Niveles de deudores……... 9

2.7. Mercado Over The Counter……... 10

2.8. La Administración Federal de Ingresos Públicos y la Unidad de Información Financiera……... 10

2.9. Restricciones cambiarias…… 10

2.10. Cedines……... 11

CAPÍTULO 3- La crisis inmobiliaria estadounidense de 2008……..…… 12

3.1. Mercado hipotecario en EEUU…… 13

3.1.1. Instituciones y legislación hipotecaria…… 15

Universidad de San Andrés

3.1.2. Demanda de hipotecas……. 18
3.2. Contexto político…… 23
3.3. Agentes reguladores……... 25
3.4. El papel de la ambición y de las agencias calificadoras de riesgo…… 30
3.5. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?..... 32

CAPÍTULO 4- La crisis inmobiliaria española de 2008……..…….. 38
4.1. Mercado hipotecario…….. 38
4.2. Contexto político……... 44
4.3. Agentes reguladores…….. 47
4.4. El papel de la ambición y de las agencias calificadoras de riesgo…… 48
4.5. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?..... 49

CAPÍTULO 5- La crisis inmobiliaria argentina de 2011……..…….. 53
5.1. Mercado hipotecario……... 53
5.2. Contexto político…… 56
5.3. Agentes reguladores……... 59
5.4. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?..... 61

CAPÍTULO 6- CONCLUSIONES……..…… 65
6.1. Diferencias y similitudes entre las tres crisis inmobiliarias…… 65

BIBLIOGRAFÍA…… 69

ANEXOS…… 75

Universidad de San Andrés QUAERERE VERUM

CAPÍTULO 1- INTRODUCCIÓN

1.1. Problemática

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo describir, analizar y comparar las crisis inmobiliarias que tuvieron lugar en Estados Unidos en 2008, en España en el mismo año y en Argentina desde su inicio en 2011 hasta el 2015. En los tres casos el esfuerzo por el acceso a la vivienda por parte de la población tuvo un incremento importante como consecuencia del aumento de los precios de las viviendas.

Un eje importante de comparación es la presencia o ausencia de créditos otorgados por las distintas entidades financieras en cada país con sus respectivas influencias. Resulta de fundamental importancia analizar cómo una crisis inmobiliaria puede afectar los cimientos de la economía de un país y cómo esta crisis se puede dar de distintas maneras según el contexto político, económico, legal y territorial.

Para analizar la crisis inmobiliaria es necesario describir previamente el mercado de la vivienda. Este escenario posee un gran impacto sobre la situación económica del país y, bajo ciertas circunstancias, presenta un impacto a nivel internacional. El caso de Estados Unidos desembocó en una crisis generalizada en el resto de los países desarrollados, que incluyó a España. Estos dos casos presentaron un aumento del nivel de construcción en sus índices previo al estallido de la "burbuja inmobiliaria". Este aumento en la construcción era, a grandes rasgos, consecuencia de un incremento en la demanda de viviendas por parte de la población y una política económica laxa.

Un factor fundamental que llevó a la crisis en EEUU y que tuvo repercusiones en España fue la "hipoteca subprime". Este tipo de hipotecas son consideras subprime por el riesgo que implica a quien se la ha concedido, esto porque los beneficiarios de la hipoteca no tienen los avales económicos que cualquier entidad financiera requiere y, por lo tanto, no brindan seguridad de pago. Cuando el mercado se cayó quienes eran poseedores de hipotecas poseían una vivienda cuyo valor real era inferior al de la hipoteca. Esta crisis inmobiliaria condujo a una crisis nacional e internacional.

Sin embargo, en el caso argentino se puede decir, como primera aproximación, que la principal causa de la crisis inmobiliaria tiene como motor fundamental la restricción cambiaria producto de las medidas impuestas por el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner desde 2011. En un mercado acostumbrado a las transacciones en dólares, las crecientes trabas para conseguir la mencionada moneda disminuyeron el nivel de actividad inmobiliaria en tanto los consumidores debían enfrentarse a este obstáculo.

Son variados los autores y conocedores de estas crisis inmobiliarias y de los conceptos que se relacionan con ellas. Entre ellos se encuentran Antonio Daher, Juan Antonio Osorio, María Teresa Sánchez Martínez, Gonzalo Bernados Domínguez, Luis Campos Echeverría y Emilio Ocampo. Además, constituyen una fuente de información relevante los escritos emitidos por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Argentina y por la Cámara Inmobiliaria Argentina (CIA). En cuanto al caso argentino, si bien no hay una gran cantidad de escritos al respecto por lo reciente de la crisis, sí hay numerosos reportes de la CIA, de reconocidos portales inmobiliarios como *Reporte Inmobiliario*, notas periodísticas, comunicados de organismos argentinos y valiosos testimonios que dan cuenta de la crisis inmobiliaria del país.

Analizar el caso estadounidense, español y argentino desde los momentos previos, hasta la explosión de la crisis financiera y su posterior consecuencia nos permitirá observar con detenimiento las posibles similitudes y diferencias existentes entre estos tres casos. Los factores comparativos nos ayudarán a vislumbrar la forma en que tuvieron lugar las distintas crisis y la manera en que impactaron en la economía de sus países y a nivel internacional.

1.2. Preguntas de Investigación

1.2.1. Pregunta Central

¿Cuáles son las diferencias y similitudes, en caso de existir, entre las crisis inmobiliarias sucedidas en Estados Unidos, España y Argentina?

1.2.2. Subpreguntas

- ¿Cuáles fueron las causas y consecuencias de la crisis inmobiliaria de Estados Unidos en el 2008?
- ¿Cuáles fueron las causas y consecuencias de la crisis inmobiliaria en España durante el 2008?
- ¿Cuáles son las principales causas de la reciente crisis inmobiliaria argentina y cómo se caracteriza? ¿estabamos en presencia de una "burbuja inmobiliaria"?
- ¿Cuál fue el impacto de estas crisis en sus respectivos países?

1.3. Objetivos

1.3.1. General

Exponer las crisis que se tuvieron lugar en Estados Unidos, España y Argentina, para así concluir con una comparación que muestre sus diferencias y posibles similitudes. Se tomarán diversos ejes de comparación, entre ellos, el mercado hipotecario y su marco regulatorio, el rol del gobierno, de los agentes reguladores y sus consecuencias.

1.3.2. Específicos

- Presentar las circunstancias previas a la crisis que tuvieron lugar en Estados Unidos, en España y en Argentina, el estallido de la crisis y las consecuencias.
- Comparar las tres crisis en base a distintos ejes: el mercado hipotecario, el contexto político, los agentes reguladores, el papel de la ambición y de los agentes calificadores cuando aplique, y la situación post estallido de la crisis.
- Analizar la posible aplicación del concepto "burbuja inmobiliaria" en el caso argentino.

1.4. Justificación del tema

¿Por qué estudiar la crisis inmobiliaria de Argentina, Estados Unidos y España? El negocio inmobiliario constituye un pilar de suma importancia en la economía de un país. Como sucedió en el caso de Estados Unidos y de España, en Argentina, se observó una crisis

inmobiliaria, aunque de distinta magnitud, que aquejó no sólo a los que ejercían profesiones afines a este mercado sino a la población en su conjunto.

Es a través de este tipo de crisis que se puede vislumbrar lo que sucede no sólo en el mercado de la construcción sino en la economía del país. Podría decirse que el sector inmobiliario constituye un termómetro de la situación económica que atraviesa una nación. Así, el *real estate*[1] es una inversión que parece segura pero que por determinados factores puede terminar perjudicando un sistema o volverse un privilegio de pocos dependiendo de las circunstancias de cada región.

En consecuencia, estudiar y comparar estas crisis inmobiliarias permiten distinguir distintas formas en las que la economía de un país puede afectar al sector inmobiliario y, a su vez, cómo una crisis en el sector inmobiliario puede afectar a la economía de un país. Las medidas que se tomaron, tanto de particulares como por parte del gobierno, resultaron factores de suma importancia para el curso de estas crisis.

1.5. Metodología de investigación

El presente trabajo de investigación corresponde a un tipo de estudio explicativo con una parte exploratoria. En principio el estudio es explicativo ya que se busca explicar las causas y consecuencias de las tres crisis inmobiliarias así como también describir lo sucedido durante las crisis. Por lo tanto, se intentará establecer relaciones entre las crisis en caso de existir así como marcar las diferencias existentes a partir del análisis de lo sucedido en Estados Unidos y España en el 2008 y en Argentina desde el 2011 en adelante. Por otro lado, el trabajo tendrá su parte exploratoria en tanto la crisis inmobiliaria que comenzó en Argentina no presenta una gran cantidad de escritos al respecto, por lo cual, cierta información se obtendrá de reportes, testimonios e informes de distintos organismos y otra se intentará analizar a partir de la información disponible.

Como ya se mencionó, se utilizarán los escritos y publicaciones de distintos autores para el análisis y la obtención de información de las distintas crisis. Además, serán de gran relevancia los escritos emitidos por el BCRA, el Ministerio de Economía y Finanzas

[1] Bienes inmobiliarios

Públicas de Argentina, la CIA y los testimonios de distintas autoridades del mercado inmobiliario. Por lo tanto, la técnica de recolección de datos que se empleará será principalmente la revisión documental en base a datos secundarios aunque también se recurrirá a datos primarios a través de la realización de una entrevista.

Universidad de SanAndrés

CAPÍTULO 2- MARCO TEÓRICO

Para poder abordar el presente trabajo primero es necesario realizar un repaso por aquellas temáticas que permiten obtener un conocimiento general del contexto financiero y económico de los países bajo análisis, y específico respecto del mercado inmobiliario y el sector económico. A tal fin, se explicarán a continuación una serie de conceptos que resultan fundamentales.

2.1. ¿Qué se entiende por burbuja inmobiliaria?

Según Charles Kindleberger (1987) se entiende por el término "burbuja" un fuerte aumento del precio de un activo –o conjunto de activos- en un proceso continuo con un incremento inicial que genera expectativas de nuevos aumentos y de atracción de compradores. Según este autor, el aumento viene seguido por un cambio completo de expectativas y una fuerte disminución de los precios, y generalmente termina transformándose en una severa crisis financiera. De esta forma, se distinguen dos etapas, la primera en la cual los precios aumentan como producto de las expectativas individuales, y una segunda etapa en la que los precios disminuyen por el cambio en las actitudes de los inversores.

Como se establece en la Nota Técnica N°43 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina (Cerrudo et al. 2011), la burbuja especulativa suele contener distintas instancias. Entre ellas se encuentra un auge financiero- los precios inmobiliarios aumentan-, una autovalidación- eventos percibidos como favorables validan esta expansión inicial-, una euforia en la cual la confianza da lugar a una expansión sostenida, luego suele haber una acumulación de evidencia negativa que lleva a la desconfianza, y finalmente el estallido, dado por un hecho aleatorio que precipita la caída.

2.2. Hipotecas *subprime*

Cuando hablamos de hipotecas *subprime*, se hace referencia a hipotecas concedidas a segmentos correspondientes a deudores de baja calidad y en consecuencia de alto riesgo. En otras palabras, corresponde a hipotecas tomadas por familias de escaso o nulo historial crediticio que poseen pocos ingresos, entre otras condiciones, que hacen que se encuentren fuera de lo que la mayoría de las entidades bancarias aceptarían para otorgar una hipoteca.

El otorgamiento de este tipo de hipotecas fue común en Estados Unidos y dicha proporción pasó, como lo destaca Juan Antonio Osorio (2008), de un 9% en 2001 a un 40% en 2006. El auge de estos préstamos *subprime* fue impulsado por prácticas laxas de crédito que disminuían las exigencias para su otorgamiento y se presentaban accesibles para este potencial segmento.

2.3. Titularización

La titularización se define como un procedimiento por el cual determinados activos no líquidos - reales o financieros - son transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales. Como subraya Antonio Daher (2013), este instrumento financiero tuvo sus comienzos en la década del 80' y permitió transformar los préstamos bancarios inmobiliarios en activos financieros que se podían negociar en los distintos mercados.

La titularización surgió como un nuevo mecanismo para obtener recursos financieros por parte de las empresas interesadas. Contablemente se registra como efectivo o ingreso diferido y el costo financiero está vinculado a la estructuración de la emisión pero no posee costo de capital. Entre sus objetivos, se encuentran (Sánchez 2009):

- Trasladar recursos financieros de los inversionistas a aquellas compañías e instituciones demandantes de estos, en diferentes plazos, precios y condiciones.
- Servir de alternativa de inversión en el mercado de valores, siendo un mecanismo con menor riesgo que otras inversiones en el mercado.
- Brindar una fuente de financiamiento menos onerosa, como puede ser un préstamo bancario, sin que esto incremente el pasivo o el patrimonio.

2.4. Productos derivados

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otro activo, el cual se denomina activo subyacente. Un derivado constituye un contrato a plazo en el que se predeterminan los detalles del intercambio que se realizará en el futuro. Son productos de riesgo elevado al tener en cuenta que están sujetos al efecto de

apalancamiento y que, por lo tanto, sus resultados pueden multiplicarse, tanto en forma positiva como negativa. En la categoría de los productos derivados vinculados a la crisis financiera de 2007 y 2008 se encuentran los *Mortage Backed Securities* (MBS), los *Collateralzed Debt Obligation* (CDO) y los *Credit Default Swaps* (CDS). Cuando los activos financieros que se adquieren son diversos y se agrupan con la finalidad de formar un solo activo, se convierten en un portafolio. En teoría, cuando en un portafolio de activos se van incluyendo cada vez más activos, el riesgo del portafolio se reduce.

2.4.1 Mortage Backed Securities (MBS)

Los MBS son productos derivados que representan la propiedad de un título de deuda hipotecaria emitida por una entidad financiera. De esta forma, un MBS es un título de renta fija formado por distintas hipotecas. La mayoría de los MBS son emitidos por agencias patrocinadas por el gobierno de Estados Unidos, como Fannie Mae o Freddie Mac. Estas agencias se encargan de emitir el préstamo hipotecario a los clientes, para luego titularizarlos al agruparlos y venderlos en el mercado financiero.

2.4.2. Collateralized Debt Obligation (CDO)

Un CDO es un producto derivado, es un tipo de titularización en la que un fondo común de préstamos o valores se diversifica en secciones respaldadas por los flujos de efectivo del fondo común de activos. Hull (2008) lo define como "una manera de crear títulos con muy diferentes características de riesgo a partir de una cartera de instrumentos de deuda". Así, los CDO se podían crear con bonos, hipotecas, MBS e incluso con otros CDO. Los *collateralized mortgage obligations* (CMOs) son un CDO pero formados solo por un tipo de deuda: las hipotecas.

2.4.3. Credit Default Swaps (CDS)

Los CDS son otro tipo de instrumentos financieros originados para asegurar el riesgo de crédito de los instrumentos arriba mencionados. En este contrato, el comprador se compromete a pagar una prima estipulada a lo largo del tiempo y, a cambio, el vendedor se compromete a cubrir parte o el total del crédito asegurado en caso de que no sea cancelado. Estos CDS se volvieron un arma de especulación a partir del cual, con el capital suficiente,

se podía “apostar” en contra de la economía del país al comprar estos CDS que les prometía grandes sumas de dinero en caso de que las hipotecas subprime no puedan ser canceladas. En otras palabras, este instrumento se volvió una forma de apostar en el que no necesariamente el que lo compraba poseía en su cartera bonos o préstamos para asegurar.

2.5. Riesgo

Como establece el Banco BBVA, existen distintos tipos de riesgos, entre ellos se encuentra el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado. En primer lugar, se encuentra el riesgo de crédito que se produce cuando una de las partes de un contrato financiero no asume su obligación de pago. En segundo lugar, existe el riesgo de liquidez que tiene lugar cuando una de las partes contractuales tiene activos pero no posee la liquidez suficiente con la que asumir sus obligaciones. Cuando una sociedad no puede hacer frente a sus deudas a corto plazo ni vendiendo su activo corriente, dicha sociedad se encuentra ante una situación de iliquidez. Por último, el riesgo de mercado es el que nos encontramos en las operaciones enmarcadas en los mercados financieros. Dentro de este tipo, se pueden distinguir otros tipos de riesgos que dependen de las condiciones de mercado: el riesgo de tasas de interés, que hace referencia al riesgo de que los tipos de interés suban o bajen en un momento no deseado, y el riesgo de mercado propiamente dicho que se trata del riesgo de que se produzcan pérdidas en una cartera como consecuencia de factores u operaciones de los que depende dicha cartera. En otras palabras, se refiere a la probabilidad de ocurrencia de un evento que resulte en consecuencias negativas para un inversor u organización.

2.6. Niveles de deudores

Aquellas personas que contraen una deuda con una institución financiera pueden clasificarse en tres tipos de deudores. El primer nivel de deudores lo constituyen los *prime*, son aquellos clientes que representan un riesgo de crédito bajo ya que, entre otras características, poseen un trabajo estable y un historial de cumplimiento respecto de sus deudas. El segundo nivel está dado por los *alt-A* que tienen un riesgo de crédito superior a los prime. Si bien estos clientes cuentan con un trabajo y siempre pagan sus deudas, a veces lo hacen con retraso y su remuneración no es muy alta en relación con su posición de

deuda. El último nivel está conformado por los deudores *subprime*, estos tienen un riesgo de crédito muy alto y en condiciones normales no se convertirían en prestatarios ya que no presentan los avales necesarios para ello.

2.7. Mercado Over The Counter

El mercado de derivados *Over The Counter* (OTC) está conformado por aquellos derivados que se negocian y transan fuera de la Bolsa de Valores, de manera privada. Como establece Ocampo, al no cotizar en la Bolsa, no existía un registro de los compradores y vendedores de los instrumentos financieros con los cuales se innovó, los mismos se encontraban al margen de las regulaciones (2009). Los contratos que se celebraban en este mercado se realizaban entre un banco de inversión y un cliente o entre entidades financieras.

2.8. La Administración Federal de Ingresos Públicos y la Unidad de Información Financiera

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y la Unidad de Información Financiera (UIF) son dos organismos que jugaron, en un distinto nivel, un importante rol en la crisis inmobiliaria argentina. La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) es un organismo autárquico, dependiente del Ministerio de Economía de argentina, que se encarga de la percepción, recaudación y fiscalización de las rentas e impuestos nacionales. A su vez, se encarga de regular las obligaciones y los derechos de los contribuyentes.

En cuanto a la UIF, la misma fue creada en abril del año 2000, por la Ley N° 25.246, como organismo descentralizado, bajo la órbita del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de argentina. La UIF es la encargada del análisis, tratamiento y transmisión de información a los efectos de prevenir e impedir el lavado de activos y la financiación del terrorismo. En consecuencia, emite diversas directivas que los sujetos obligados deben cumplimentar.

2.9. Restricción cambiaria

Las restricciones cambiarias tuvieron su inicio en Argentina el 28 de octubre de 2011 a partir del comunicado "A" 5239 del Banco Central de la República Argentina. En el mismo se creó el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias por medio del cual la AFIP

pasó a supervisar y autorizar las solicitudes de compra de divisas. Mediante la Resolución General N° 3210 (2011), la AFIP implementó dicho programa a fin de controlar la situación fiscal y económico-financiera de quien realizara las compras de moneda extranjera. A esa medida le sucedieron otras que fueron agregando restricciones y, eventualmente, corrigiendo algunos errores.

Estas restricciones cambiarias afectaron el mercado inmobiliario argentino por ser el dólar el tipo de moneda utilizado para las transacciones de compraventa de inmuebles. No sólo a la población se le hacía dificultoso el ahorro en dicha moneda sino que a los que poseían dicha moneda se les presentaba trabas para disponer de su ahorro.

2.10. Cedines

El Cedin es un Certificado de Depósitos para Inversión, es un instrumento financiero y un medio de pago empleado en el mercado inmobiliario argentino para la realización de inversiones. Los cedines fueron implementados con el claro objetivo de reactivar la actividad en el sector luego de entrar en una importante merma. Se suscribían mediante la entrega de dólares estadounidenses al Banco Central de la República Argentina y, de esta manera, el Estado podía atraer divisas no declaradas. La ley que reglamenta su funcionamiento es la 26.860, "Exteriorización Voluntaria de la Tenencia de Moneda Extranjera en el País y en el Exterior". De esta forma, quienes poseían dólares no declarados los podían intercambiar por Cedines, y así blanqueaban su situación fiscal ante el Estado y mantenían el valor de la divisa.

Universidad de San Andrés

CAPÍTULO 3- La crisis inmobiliaria estadounidense de 2008

Describir y analizar las causales de la crisis inmobiliaria de 2008 de Estados Unidos nos remonta a la década de 1980. Hay distintas opiniones respecto de cuál fue la semilla fundante de esta crisis; en el presente trabajo se tomará como tal el principio de la década del ochenta. Se analizarán distintas aristas que describen de forma clara y contundente los factores que llevaron a EEUU a la crisis inmobiliaria.

En un contexto de tasas de interés decrecientes, fueron diversos los factores que se retroalimentaron para provocar el crecimiento de la *oferta* de las hipotecas *subprime* y su transformación en los causantes del desplome del sistema financiero. En primer lugar, se encuentra la intervención gubernamental que favoreció el acceso a la vivienda por parte de los sectores de menores recursos. En segundo lugar, un factor relevante lo constituyen las políticas laxas impuestas para el otorgamiento de hipotecas. En tercer lugar, prácticamente no existió acción interventora por parte de las agencias reguladoras. Estos tres componentes condujeron al aumento de la oferta de hipotecas *subprime*.

Por el lado de la *demanda*, hubo también ciertos factores en línea con los arriba mencionados que, al retroalimentarse, la impulsaron. En primera instancia, un proceso de suma importancia lo constituyó la titularización de las hipotecas. En segunda instancia, hubo una subestimación por parte de las agencias calificadoras de riesgo, los inversores, los bancos y los reguladores hacia los instrumentos financieros surgidos. En tercera instancia, hubo una acumulación excesiva de estos instrumentos por parte de los bancos, financiados a su vez con un gran apalancamiento. Por último, no existió una regulación prudencial que moderara este alto nivel de apalancamiento.

En consecuencia, hay tres ámbitos que jugaron un rol fundamental en el aumento de la demanda y de la oferta de las hipotecas *subprime*, y por ende, en el desenlace de la crisis inmobiliaria que tuvo lugar en Estados Unidos. Estos tres grandes ámbitos hacen referencia al mercado hipotecario, al contexto político y al mercado regulatorio que contemplaba la desregulación. Otros aspectos a tener en cuenta en esta crisis son el rol de la ambición y de los agentes calificadores de riesgo y la situación que desencadenó el estallido de la crisis.

3.1. Mercado hipotecario en EEUU

En Estados Unidos, una hipoteca consiste en un préstamo garantizado por una propiedad en el que si el deudor no paga, el prestamista puede ejecutar la propiedad y cancelar la deuda. Por lo tanto, la garantía de la hipoteca en EEUU está representada por el inmueble. En otras palabras, las hipotecas son *"walk away"*, es decir, en última instancia el deudor puede desligarse de sus obligaciones al entregar la propiedad al banco. Esto es diferente a otros países, como España, dónde las personas pueden responder con la propia libertad o los bancos pueden exigir al deudor que cancele la obligación contraída mediante la ejecución de sus otros activos- aunque la ejecución hipotecaria termina siendo la opción elegida por ser más rápida y efectiva-.

Como resalta Ocampo (2009), en EEUU el mercado de hipotecas más activo era el de residencias de uso familiar, las cuales se caracterizaban anteriormente por plazos de treinta años, una tasa de interés fija y una cuota de amortización mensual constante. Con el paso del tiempo se introdujeron tasas de interés ajustables y estructuras de amortización híbridas. Generalmente, el deudor debía pagar en efectivo un 20% del valor de la propiedad a adquirir, de forma tal que el valor de los bienes inmuebles debía bajar más de un 20% para que los deudores se vean incentivados a abandonar el pago de la deuda contraída. Además, anteriormente, cuando un banco o una entidad financiera originaba una hipoteca, ésta permanecía en su cartera hasta su vencimiento. Este modelo de negocios comenzó a mutar en los años setenta. El aumento de las tasas de interés nominales trajo consigo complicaciones para las entidades prestatarias ya que debían financiar activos a treinta años a tasas bajas con depósitos a corto plazo a los que tenían que pagar tasas de interés más altas.

El mercado de hipotecas sufrió una transformación radical a mediados de 1983; dos innovaciones financieras transformaron la economía y los mercados financieros de Estados Unidos. Una fue la creación de los "bonos basura"[2], de la mano de Michael Milken, que

[2] Los *bonos basura* pueden ser de varios tipos, siendo el más común el consistente en un bono convertible en acciones ordinarias de la empresa emisora y con posibilidad de ser amortizado anticipadamente por ésta. Los 'bonos basura' poseen un alto riesgo de impago y tiene una baja calificación crediticia pero suelen pagar un cupón más lucrativo.

permitió financiar las grandes adquisiciones de empresas de la década del 80'. La otra consistió en la transformación por parte de Lewis Ranieri de los *Mortgage-Backed Securities* (MBS) primitivos en bonos que resultaran atractivos para los inversores, denominados obligaciones hipotecarias garantizadas o *collateralized mortgage obligations* (CMOs).

¿En qué consistían los CMOs de Ranieri? En un CMO, los flujos de fondos generados por una cartera de hipotecas eran incorporados a un fideicomiso y luego asignados a distintas clases con prioridad de repago y niveles de riesgos diferentes. En una escala de bonos, la última clase no recibía flujos hasta que las clases superiores hubieran sido pagadas por completo. Estas clases de bonos luego eran vendidos a distintos tipos de inversores como bonos individuales. Los CMO resultaron en nuevos instrumentos financieros que ofrecían una combinación de plazo y riesgo sin precedentes en el mercado. Bajo esta innovación lo que surgió fue una falta de incentivos por parte del banco originario de la hipoteca a asegurar que el deudor pudiera afrontar la responsabilidad asumida. Mientras que los MBS primitivos distribuían a prorrata los flujos de intereses y capital de la cartera de hipotecas que los garantizaban, los CMOs de Ranieri transformaron esos flujos en bonos con una tasa, plazo y estructura de amortización diferentes.

Universidad de SanAndrés

Las hipotecas *subprime* presentaban una estructura de amortización híbrida en comparación con las hipotecas prime (tasa fija). Las *subprime* tenían una tasa inicial baja para luego de dos años ajustarse de acuerdo a una tasa de referencia, vinculada generalmente con la tasa LIBOR[3]. Una de las estructuras híbridas utilizada consistía en cobrar solo intereses los primeros tres o cinco años. Luego de ese período, la cuota aumentaba considerablemente para amortizar el capital. Estos aumentos luego del período inicial de la hipoteca podrían dificultar el pago de la cuota mensual, lo cual constituía un fuerte incentivo para que el deudor refinanciara su hipoteca antes del ajuste de la tasa.

La probabilidad de que uno o más deudores refinanciaran sus hipotecas antes de que se cumpliera la fecha de su vencimiento constituía un gran riesgo para los MBS. Esto sucedió, en especial, como consecuencia de la caída de las tasas de interés. Este escenario es el que

[3] Tasa de referencia diaria, basada en la tasa de interés a la cual los bancos ofrecen fondos no asegurados a otros bancos en el mercado interbancario.

más preocupa a todo inversor ya que precisamente cuando bajan las tasas de interés recibe todo el capital, siendo ese un momento dificultoso para realizar una inversión que presente buenos rendimientos. Quien compraba un MBS, adquiría un bono y al mismo tiempo vendía un *call*[4] sobre ese bono. De esta forma, el deudor tenía, bajo ciertas circunstancias, el derecho de cancelar o recomprar su hipoteca cuando quisiera. De todas formas, en el segmento *subprime* aproximadamente el 80% de las hipotecas poseían una cláusula que penalizaba su refinanciación.

La premisa fundamental detrás de estas hipotecas era que los precios de las viviendas seguirían aumentando y que, por ende, tanto deudores como acreedores se beneficiarían. Fue la revalorización de las propiedades la base para refinanciar las hipotecas cada dos o tres años. Según Gary Gorton, entre 1998 y 2006 casi el 50% de las hipotecas *subprime* fueron refinanciadas dentro de los primeros cinco años (2008, 6)

3.1.1. Instituciones y legislación hipotecaria

En 1983, el Congreso estadounidense aprobó la ley Garn-St.Germain que amplió el campo de acción para las entidades financieras no bancarias. Esta ley disminuyó las restricciones a los préstamos e inversiones a tasa variable para las instituciones de ahorro y préstamos estatales, y aumentó los límites para los préstamos personales. Otra legislación de importancia fue la reforma Gramm-Leach-Bliley de 1999 que permitió que los bancos comerciales y los de inversión se vincularan. Esta derogó los artículos de la ley Glass-Steagall, de 1933, que restringían a los bancos comerciales el derecho a fusionarse, ser absorbidos o comprar bancos de inversión. Además abrió la posibilidad de constituir *holdings* para ofrecer servicios de banca comercial, banca de inversión y seguros. Si bien a partir de esta nueva ley la distinción entre los bancos de inversión y los comerciales comenzó a desdibujarse, había una diferencia que continuaba vigente y estaba dada por el modo en que se financiaban. Los bancos comerciales poseían acceso a una base de depósitos de bajo costo, mientras que los de inversión debían financiarse a partir del mercado de capitales y solían hacerlo a corto plazo.

[4] Otorga a su comprador el derecho, no la obligación, de adquirir un activo a un precio predeterminado.

Luego de una serie de cambios regulatorios[5], quienes asumieron un rol preponderante como financistas fueron dos entidades patrocinadas por el gobierno: Freddie Mac (Corporación Federal de Hipotecas para Viviendas) y Fannie Mae (Asociación Federal de Préstamos Hipotecarios Nacionales). Ambas poseían la misión de promover la liquidez, la estabilidad y el acceso al mercado hipotecario para todos los norteamericanos. Estas entidades financieras jugaron un rol fundamental en el proceso de desintermediación del crédito hipotecario debido a que no otorgaban hipotecas directamente sino que las compraban en el mercado secundario, a bancos, cooperativas de crédito y otras entidades prestatarias. Con el objetivo de desarrollar el mercado hipotecario secundario, Fannie y Freddie comenzaron a titularizar de manera primitiva las hipotecas que mantenían en cartera.

En cuanto a Fannie Mae y Freddie Mac, estas eran compañías que cotizaban en Bolsa y que estaban patrocinadas por el Congreso estadounidense para poder brindar financiamiento en el mercado de la vivienda. La estabilidad de ambas compañías era clave para el funcionamiento del mercado de la vivienda del país. Como subraya Daher (2013), el precio de los bienes inmuebles tuvo un incremento incipiente, aumentando un 73% desde 1997 a 2005.

Existieron dos acuerdos consecutivos que valen la pena resaltar: los Acuerdos de Basilea I y II. Los mismos consistían en recomendaciones acerca de la legislación y la regulación bancaria, realizadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Este Comité se encuentra conformado por los gobernadores de los bancos centrales de las principales economías del mundo. El Acuerdo Basilea I se promulgó en 1988 y fijó un límite para el valor de los créditos que una entidad financiera podía conceder según su propio capital. De esta forma, se limitaba la capacidad de apalancamiento de estas entidades. Si bien eran recomendaciones que cada país podía optar por incorporar a su ordenamiento jurídico, más de cien países lo hicieron. El límite que fijaba este acuerdo no tenía en cuenta la capacidad de pago de quien tomaba el crédito, es decir, no contemplaba el riesgo de crédito. Para solucionar esto, en 2004 se promulgó el Acuerdo Basilea II que se basaba en tres pilares fundamentales. El primer pilar estaba conformado por los requisitos mínimos de capital, para este punto se tenía en cuenta no solo la calidad crediticia de los prestatarios sino

[5] Estos cambios se desarrollarán en la sección 3.3. Agentes reguladores

también el riesgo de mercado. El segundo pilar lo constituye el proceso de supervisión de la gestión de los fondos propios. Los supervisores debían contemplar los riesgos no considerados en el pilar anterior y determinar el nivel de solvencia de la entidad. El tercer y último pilar lo representaba la disciplina de mercado. El acuerdo establecía normas de transparencia y definía la información acerca de su posición crediticia y el nivel de riesgo.

Si bien ambos acuerdos constituían recomendaciones que no obligaban a los países a adoptarlas, demostraban la orientación que seguían las entidades financieras. Sin embargo, sus lineamientos no fueron suficientes, el acuerdo de Basilea II basaba sus modelos en datos estadísticos, por lo tanto, los datos históricos que mostraban un período reciente de estabilidad resultaron dar poca fiabilidad.

A fines de los noventa, la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (SEC)[6], obligó a los bancos de inversión a incluir en los reportes trimestrales una medida cuantitativa del riesgo de sus posiciones. El Comité de Supervisión de Bancos de Basilea permitió, a partir de la modificación de las normas de Basilea I en 1996 y con Basilea II, que los bancos utilizaran sus propias estimaciones de "*Value at Risk*"[7] (VAR) para establecer sus niveles de capital mínimo asociados a riesgos de mercado. A partir de 2004, la SEC permitió a los bancos de inversión utilizar este modelo, el mismo asume que el riesgo es una variable exógena, que no puede ser modificado por las decisiones que toma un banco individualmente. Sin embargo, no solo este supuesto es erróneo sino que este modelo no tiene en cuenta el riesgo de iliquidez. La aplicación del VAR contribuyó así al apalancamiento excesivo del sistema financiero. Como resalta Ocampo (2009, 185), a fines de 2007, el apalancamiento de las instituciones financieras Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Bear Stearns y Merrill Lynch excedía treinta veces su capital. Hasta el 2004, los bancos de inversión debían computar su capital mínimo en base a la regla conocida como "capital neto". Para ello, primero se debía calcular un capital neto tentativo:

[6] Agencia del gobierno de EEUU, creada en 1934 con la principal responsabilidad de hacer respetar principalmente las leyes federales de las bolsas de valores, de opciones y de los mercados financieros de la nación.

[7] El VAR es el modelo más utilizado por las principales instituciones financieras para evaluar el riesgo de mercado de sus posiciones y para determinar sus niveles de capital mínimo.

Capital neto tentativo= patrimonio neto contable + deuda subordinada – activos ilíquidos-

cuentas a cobrar sin garantías

Este capital neto tentativo, que era el valor de las posiciones en instrumentos financieros y el efectivo del banco, debía ser reducido en un porcentaje determinado dependiendo del tipo de instrumento, del emisor, el plazo y su liquidez. Una vez ajustadas estas posiciones, se obtenía el capital neto. Lo que no se modificó en el 2004 fue el nivel de deuda respecto del capital, la deuda total del banco no podía ser superior a quinces veces el capital neto. Esta restricción de quince a uno excluía de la definición de deuda total ciertos tipos de financiamiento de corto plazo, es decir, a los acuerdos de recompra o *repos*. Un *repo* es una operación de recompra en la que una entidad financiera vende a un inversor un activo con el compromiso de comprarlo en una fecha determinada a un precio determinado. Según Ocampo es un mecanismo por el cual un banco financia una posición en títulos utilizando esos mismos títulos como garantía. Por lo tanto, si un banco poseía una posición apalancada en CDOs basados en MBS *subprimes*, esta posición no se incluía en la deuda total si era financiada con *repos*.

Esto demuestra la falta de un control eficiente sobre los instrumentos y las entidades financieras y, en consiguiente, la manera en que los bancos podían buscar oportunidades para disminuir la tenencia de activos riesgosos en sus carteras y reducir así la exigencia de reservas. Esta desregulación que hubo por parte de la legislación impuesta resultó fundamental para generar las condiciones necesarias para el desarrollo del boom financiero e inmobiliario.

3.1.2. Demanda de hipotecas

Por el lado de la demanda de hipotecas *subprime*, hubo distintos factores que la alimentaron. Uno de ellos fue la titularización, que a través del mercado de capitales y en conjunto con otras medidas financieras, hizo que el crédito fuera accesible para los deudores *subprime*. Esto fomentó el aumento de los precios de las viviendas, lo que a su vez llevó al deterioro de los estándares utilizados para determinar el otorgamiento de un crédito y esto al aumento de la oferta de hipotecas *subprime*. Al crear nuevos instrumentos

financieros se procuraba fraccionar y redistribuir el riesgo crediticio subyacente de la cartera.

El proceso de titularización de las hipotecas constó de varias etapas. La primera fue convertir las hipotecas *subprime* en productos estructurados, llamados títulos garantizados por hipotecas o *mortgage backed securities* (MBS). La segunda etapa correspondía a la retitularización de estos MBS a través de fideicomisos de obligaciones de deuda garantizada, llamados *collateralized debt obligations* o CDO. La tercera etapa fue la utilización de contratos de intercambio de riesgo crediticio (*credit default swaps*- CDS-) para cubrir el riesgo de impago de los fideicomisos. La sucesiva repetición de estas etapas a lo largo de los años abarató progresivamente el costo del crédito hipotecario, lo cual promovió el crecimiento de las hipotecas, la compra de propiedades y, en consecuencia, el precio de las viviendas. Mediante la titularización de las hipotecas *subprime*, Wall Street erigió un esquema de financiamiento del sector inmobiliario cada vez más complejo y más falto de transparencia. Los instrumentos financieros creados constituyeron el pilar sobre el cual se edificó la estructura de apalancamiento de una importante parte del sistema financiero estadounidense. En el sistema norteamericano, el inversor final disponía de una triple garantía para sus títulos: 1) el inmueble asociado a la hipoteca, 2) el seguro contratado por posible impago de la hipoteca y 3) la garantía estatal de Freddie Mac y Fannie Mae sobre los derechos de los valores adquiridos.

Universidad de San Andrés

En un discurso como presidente de la Reserva Federal[8] (Fed) de EEUU, el 12 de octubre de 2005, Alan Greenspan, presidente de esta institución entre 1987 y 2006, se pronunció: "Una reciente reforma en las regulaciones combinada con tecnologías innovadoras ha estimulado el desarrollo de productos financieros tales como los títulos garantizados con activos, las obligaciones de préstamos garantizados y los *credit default swaps*, que facilitan la dispersión del riesgo". Las innovaciones a las que se refería Greenspan hicieron que la conexión entre el estallido de la burbuja inmobiliaria y la crisis sistémica fuera inevitable.

"Entre 2001 y 2006, el volumen de MBS *subprime* se cuadruplicó y la proporción de hipotecas *subprime* titularizadas aumentó de menos del 50% a aproximadamente el 80%"

[8] Banco Central de Estados Unidos

(Ocampo 98). Esto se debió a que a igual calificación crediticia, los MBS *subprime* poseían un rendimiento significativamente mayor que otros bonos. Sin embargo, estos MBS presentaban en verdad un riesgo crediticio considerable. La titularización se usó en gran medida para transformar el riesgo crediticio, es decir, la posibilidad de pérdidas por mora, fraude o bancarrota de la cartera de hipotecas subyacente.

Originación y Titularización de Hipotecas entre el año 2001 y 2006 -en millones de dólares-

Año	**Volumen Total de Hipotecas**	**Hipotecas subprime**	**Hip. Subprime/total**	**MBS subprime**	**MBS subprime/ Hip. Subprime**
2001	2.215	190	8,6%	95	50%
2002	2.885	231	8,0%	121	52,4%
2003	3.945	335	8,5%	202	60,3%
2004	2.920	540	18,5%	401	74,3%
2005	3.120	625	20%	507	81,1%
2006	2.980	600	20,1%	483	80,5%

Tabla 1. *Fuente: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Statistical Annual, Key Data, Joint Economic Committee (October 2007)*

Universidad de San Andrés

La estructura financiera de esa época se logró a través de una subordinación y una prioridad de repago. Los tramos inferiores eran los primeros en absorber las pérdidas generadas por el incumplimiento de pago de las hipotecas subyacentes y las amortizaciones de capital eran asignadas a los tramos superiores hasta que fueran completamente repagados. La característica de refinanciación, ya mencionada con anterioridad, generaba un importante flujo de fondos a corto plazo, el cual era utilizado para reforzar la solidez crediticia y la capacidad de repago de los MBS resultantes.

En resumen, mediante la titularización, los bancos transformaron un activo de alto rendimiento y alto riesgo, las hipotecas *subprime*, en activos que supuestamente presentaban un alto rendimiento y bajo riesgo, los tramos superiores de los MBS. Los instrumentos resultantes presentaban dos características que los diferenciaban de los MBS

convencionales. En primer lugar, el riesgo de repago de los nuevos MBS eran muy sensibles al aumento de los precios de las viviendas ya que las hipotecas *subprimes* también lo eran. En segundo lugar, los MBS *subprime* eran instrumentos financieros de corto plazo. Una característica de fundamental importancia de todo MBS *subprime* estaba dado por la calificación de casi el 80% de su deuda como rating AAA a pesar del alto riesgo de sus hipotecas subyacentes. Esto hacía que esos tramos sean altamente demandados por los inversores.

Si bien el negocio tradicional de los bancos de Wall Street no era ser intermediarios de las operaciones *subprime*, a partir del 2004 fueron ellos quienes originaron el 40% de todos los MBS *subprime* y dominaron el negocio de colocación de estos instrumentos. Además, otras entidades financieras no bancarias comenzaron a competir con Wall Street en el negocio de derivados. Para poder mantener su rentabilidad, los bancos de inversión tuvieron que endeudarse más y lo hicieron recurriendo al mercado de dinero de corto plazo. Como resalta Ocampo, hay quienes proponen que esta dependencia de los bancos de inversión del modelo de distribución y originación de derivados y del endeudamiento excesivo a corto plazo convirtió una crisis del sector inmobiliario en una crisis sistémica. Entre quienes sostienen esto se encuentra Barry Eichengreen, un economista nortemaericano y ex asesor del Fondo Monetario Internacional en los años 1997 y 1998.

Universidad de SanAndrés

Como consecuencia de la caída de las tasas de interés de corto y largo plazo a partir de 2002, los bancos y los inversores institucionales (fondos de pensión, *hedge funds*[9] y compañías de seguros) iniciaron la búsqueda de inversiones que ofrecieran mayores rendimientos para aumentar su rentabilidad. Al presentar las hipotecas *subprime* rendimientos de entre 2% y 3% superiores a las convencionales, se convirtieron en un ingrediente clave de los MBS, y a su vez, los tramos AAA y BBB de estos MBS se tornaron los principales ingredientes de los CDOs. Entre 2004 y 2006, según Ocampo, aproximadamente dos tercios de los CDOs emitidos se encontraban garantizados por productos estructurados, de los cuales los MBS *subprime* representaban una proporción significativa y creciente.

[9] Los hedge funds son fondos de inversión que se pueden utilizar en una variedad de mercados con una libre gestión de su patrimonio.

En este contexto, un CDO era la agrupación de activos financieros en fideicomisos, en los cuales la asignación de sus flujos de fondos se realizaba en tramos según una estructura de subordinación y amortización diferente. Los distintos tramos eran vendidos separadamente a inversores institucionales u otros bancos. Los bancos decidieron estructurar CDOs para arbitrar la diferencia entre el rendimiento de la cartera de activos subyacentes y la tasa de interés que pagaban sus tramos de deuda. El banco no necesitaba tener la cartera de activos en su balance sino que los compraba, armaba el fideicomiso y luego vendía los tramos en el mercado para financiar su compra. La diferencia entre el rendimiento de los activos subyacentes y la tasa de interés de los tramos representaba la ganancia. El arbitraje era consecuencia de la subestimación del riesgo de estos instrumentos por parte de los inversores que confiaban en la calificación otorgada por las agencias calificadoras.

En 1984, J.P. Morgan lanzó al mercado una innovación que posteriormente resultó fundamental para el estallido de la crisis. La innovación consistía en la creación de CDS. Estos *credit default swaps* (CDS) constituían una póliza de seguro que tomaba un inversor para cubrirse del riesgo de impago de un bono, préstamo u otro instrumento financiero. La clave para que un CDS funcionara era que quien lo vendiera (quien ofrecía protección) tuviera menor riesgo crediticio que el emisor del bono que debía ser asegurado.

Por último, cabe destacar que David Li[10], un empleado de una subsidiaria de J.P.Morgan, fue quien desarrolló la fórmula para estimar la correlación de no pago de distintos activos financieros a lo largo del tiempo. Sin el modelo de Li, los mercados de CDOs y de CDS probablemente no habrían tenido el desarrollo que tuvieron ya que la dificultad en valuar esos instrumentos habría limitado su demanda. La fórmula de Li fue uno de los ingredientes claves en la evolución tanto de los CDOs como de los CDS; el otro factor fundamental fue American International Group (AIG). AIG es una de las mayores aseguradoras financieras del mundo. Esta aseguradora se encargaba de diseñar CDS que no solo eran vendidos a inversores de CDOs sino también a especuladores respecto de otros CDOs. Por lo tanto, si los CDOs fallaban, AIG debería pagar a los inversores y a los especuladores. La magnitud de su influencia fue tal ya que llegó a vender CDS equivalentes a 500 billones de dólares.

[10] Graduado en matemáticas de la Universiadad de Nankai, en China, y doctorado en estadística, en Canadá.

3.2. Contexto político

El mercado económico estadounidense comenzó a presentar cambios desde la década del setenta. En 1971, EEUU ingresó en un desequilibrio en cuanto a su balanza comercial, es decir, dejó de mantener una relación razonable entre las reservas de oro y los dólares circulantes a través del mundo. Ese año Estados Unidos abandonó la convertibilidad. Ante este nuevo escenario, el sector financiero comenzó a empujar hacia la liberalización de los mercados financieros locales. Finalmente, en la década de 1980 comenzó la expansión del capitalismo con esta liberalización y desregulación del mercado y de los movimientos de capitales.

Ronal Reagan asumió la presidencia de EEUU el 20 de enero de 1981. Su gobierno profundizó la desregulación que se había comenzado a gestar en el mercado financiero. Uno de los cambios que impulsó tuvo lugar en la legislación bancaria al reducir los niveles de reservas obligatorias que debían mantener los bancos y los límites máximos de interés para los depósitos bancarios. Además, fueron reducidas también las restricciones para la expansión de los bancos fuera del país.

La desregulación era cada vez mayor, en diciembre de 1999 el Congreso de los Estados Unidos aprobó la ya mencionada Ley Gramm-Leach-Bliley (GLBA), la cual se encargó de eliminar las barreras existentes entre la banca de inversión y la banca comercial y de autorizar a los bancos a ingresar en el negocio asegurador. De esta forma, una de las principales regulaciones surgidas en la crisis de los años treinta desapareció. Debido a un error en la redacción de esta ley, las compañías holding de los cinco bancos habilitados para operar como agentes bursátiles quedaron en un vacío legal, al no poseer regulador alguno. En consecuencia, la SEC aprobó el establecimiento de un programa de supervisión voluntario para estos holdings.

Otra medida que muestra el marco de desregulación del que estaba siendo testigo el país es la adoptada por el gobierno de George W. Bush (2001-2009). Este presidente recortó los fondos asignados a las secciones del FBI avocadas a la investigación de los delitos financieros. Entre las consecuencias de la desregulación se encontraría el endeudamiento, tanto público como privado, y el incremento de los activos financieros respecto de los

activos reales. Tal fue la desregulación y el crecimiento de las expectativas que como consecuencia de esto se plantea la quiebra de Enron[11] y el estallido de la burbuja Puntocom[12].

En EEUU fue considerable la injerencia del gobierno en el sector hipotecario. Los economistas Charles W. Calomiris y Peter Wallison, en el testimonio a la Cámara de representantes de Estados Unidos, adjudican la principal responsabilidad de la crisis al gobierno de su país "Los mismos políticos que hoy critican la falta de intervención para frenar el exceso de riesgo asumido en el 2005-2006 fueron los que bloquearon el único esfuerzo legislativo que podría haberlo detenido" (2008). Ocampo también hace referencia a esta situación al destacar que la falta de transparencia podría haber sido corregida si se hubiera implementado el sistema de *clearing* contemplado por la ley Commodities and Futures Modernization Act[13] (CFMA) de 2000. Sin embargo, tanto Alan Greenspan como el Congreso juzgaron que no era necesario.

El relajamiento de los estándares de evaluación de crédito contribuyeron al crecimiento de las hipotecas *subprime*. Los bancos promovían este crédito para seguir en línea con los objetivos gubernamentales y en el proceso poder obtener su ganancia. En vez de controlar este crecimiento, los agentes reguladores lo promovieron. Como resalta Ocampo, el 38% de las hipotecas *subprime* otorgadas en 2006 representaban el 100% del valor de las propiedades adquiridas, cuando en realidad se acostumbraba a cubrir hasta el 80% de su valor. Por lo tanto, no poseían un margen de seguridad en caso de que los precios de las viviendas disminuyeran.

El aumento del número de propietarios se volvió un objetivo de gobiernos demócratas y republicanos. Incluso, éste fue uno de los ejes de la plataforma electoral de George W. Bush: "Queremos que más gente en América sea dueña de su casa". (Ocampo 2009, 75) Este incentivo por parte del gobierno se hizo evidente también a través de un importante subsidio: los intereses de las hipotecas se tornaron deducibles del impuesto a las ganancias.

[11] Empresa energética nacida en 1985, en EEUU, cuya quiebra tuvo lugar en 2001 por un gran fraude gracias a la desregulación financiera y falta de control estatal.
[12] Se utiliza este término para referirse al período entre 1997 y 2001 en el que las empresas vinculas a Internet tuvieron su momento de apogeo pero luego quebraron como consecuencia del estallido de esta burbuja.
[13] Ley que garantizaba la regulación moderna de los instrumentos financieros conocidos como OTC.

En línea con esta injerencia, desde 1992, el Congreso presionó a Fannie Mae y a Freddie Mac con el propósito de que elevaran la proporción de hipotecas *subprime* en sus carteras. Esto se llevó a cabo a través de la aprobación del acto llamado Community Reinvestment Act. En 2002 el gobierno incitó a distintos financieros inmobiliarios, entre los que se encontraban Freddie Mac y Fannie Mae, a otorgar préstamos con un mejor tipo de interés a deudores menos solventes, lo cual implicaba un mayor riesgo[14]. Estos eran los llamados *subprime*. Los créditos hipotecarios *subprime* estaban garantizados por el valor de la misma vivienda y, como este valor se encontraba en aumento, los deudores podían endeudarse aún más.

Si bien el gran crecimiento de las hipotecas *subprime* tuvo lugar entre 2000 y 2003, entre 2005 y 2006 Fannie y Fredie compraron un 25% del total de estas hipotecas, lo que alimentó su incremento. Ambas instituciones financiaron el 40% de las hipotecas originadas en el país. En 2005, el crecimiento de estas hipotecas se desaceleró notablemente, casi el 60% de las originadas en ese período tenían como objetivo refinanciar hipotecas existentes. Si bien la injerencia gubernamental promovió el crecimiento de este segmento hipotecario a través de distintas medidas, esta no fue la única causa determinante de la crisis.

Universidad de SanAndrés

3.3. Agentes reguladores

Quienes realizaban transacciones en el mercado de derivados *OTC* se encontraban al margen de las regulaciones. La presidenta de la Commodities and Futures Trade Commission[15] (CFTC) desde 1996 a 1999, Brooksley Born, insistió en reiteradas oportunidades para ejercer jurisdicción sobre los instrumentos financieros que se negociaban en estos mercados y así, poder regularlos. Sin embargo, su pedido siempre fue denegado ya que se consideraba que imponer regulaciones sobre los derivados OTC frenaría su desarrollo y quitaría competitividad al mercado de capitales de EEUU frente al avance de Europa.

[14] El riesgo crediticio es medido por variables tales como el nivel de documentación, los ingresos del deudor y la relación entre el monto de la hipoteca y el valor de la propiedad.
[15] Agencia encargada de regular y supervisar los derivados que eran listados en la Bolsa de Valores.

Toda agencia reguladora posee como misión principal mantener la estabilidad del sistema financiero, independientemente de las políticas que toma el Poder Ejecutivo. Bajo el liderazgo de Greenspan, la Reserva Federal de EEUU consideraba que solo debía actuar en caso de que las burbujas generadas en los mercados estallasen, no previamente. Greenspan creía que el boom inmobiliario de la época se concentraba en algunos centros urbanos pero que la situación no abarcaba todo el país. Tanto en el nivel más alto de este organismo como en la administración de Bush, predominaba la creencia de que el sistema financiero podía regularse a sí mismo. Esta creencia se transmitía a los distintos niveles en las agencias encargadas de supervisar y regular el sistema financiero.

El colapso de Long Term Capital Management (LTCM) a principios de 1998, con posiciones en derivados OTC excedentes a un billón de dólares, confirmó lo que Born advirtió. Los problemas que representaban estos derivados se podían resumir en la falta de transparencia, el excesivo apalancamiento, la falta de controles prudenciales, y la ausencia de supervisión sobre los *hedge funds*.

La falta de transparencia estaba dada no solo por la falta de obligación a reportar sobre la tenencia de estos derivados sino también por la falta de transparencia de precio. En cuanto al excesivo endeudamiento, en el mercado de estos derivados no existía obligación de depositar garantías, ni los precios de los contratos eran ajustados diariamente. La falta de controles era tanto interna como externa, así como la falta de supervisión sobre los *hedge funds* era tanto local como internacional. Los CDOs habían aumentado el riesgo de inestabilidad a través del apalancamiento, la volatilidad y la falta de transparencia. Existía la necesidad de reevaluar el marco regulatorio y de supervisión para revertir esta situación y detectar los potenciales riesgos que presentaban los *hedge funds* y los derivados de crédito. Sin embargo, el propio Greenspan explicó a fines de 2002, en un discurso de la Fed ,"[…] la regulación no sólo no es necesaria [en el mercado de derivados OTC] sino que es potencialmente dañina, porque las regulaciones presuponen revelar información propietaria y esto puede menoscabar la innovación tanto en los mercados financieros como en los mercados inmobiliarios"

Para fines de 1999, se observaba el efecto expansivo del mercado hipotecario. "Nuestro objetivo común es mantener la economía sólida y proveer el marco para que la propiedad

de la vivienda se convierta en una realidad para todas aquellas personas que la desean" (Alan Greenspan 1999). Esta expansión a todas las clases socioeconómicas había sido una de las innovaciones más aceptadas durante esos años. El mismo Greenspan explicaba que el crecimiento en los préstamos *subprime* era una evolución natural de los mercados de crédito y la misma había sido promovida por el gobierno.

La regulación de la actividad financiera en Estados Unidos constituyó uno de los factores más endebles que permitió que la crisis se desarrollara. Si bien los estándares de transparencia y contralor de EEUU eran tomados como un ejemplo a seguir, la crisis probó que esta visión era errónea. El marco regulatorio de la actividad financiera se encontraba completamente fragmentado, es decir, no existía un único regulador sino que las agencias competían entre sí. Según Ocampo, existían diez agencias a nivel federal y aproximadamente cien a nivel estadual. En opinión de Greenspan, esta competencia contribuía a evitar los excesos de supervisión y regulación y a la vez imponía límites a la toma de riesgo. En teoría, existe lo que se conoce como "regulación funcional", es decir, una misma actividad financiera es regulada de la misma manera independientemente del tipo de entidad que la desarrolle. Sin embargo, en la práctica se demostró que esta regulación funcional no existía, sino que se implementaba lo opuesto a esto.

Universidad de SanAndres

Para entender el sistema regulatorio y su influencia sobre el negocio hipotecario, se deben contemplar ciertas características. Los bancos comerciales nacionales eran regulados por la Reserva Federal (Fed), por la Comisión Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) y por la Oficina de Contralor de la Moneda (OCC). La Fed, organismo autárquico e independiente, es el banco central de los Estados Unidos y posee como misión mantener la estabilidad financiera y contener la inflación. La FDIC, creada en 1933, es una agencia independiente del gobierno que garantiza los depósitos de los bancos, es decir, garantiza la recuperación del dinero a los depositantes en caso de que un banco quiebre. Respecto a la OCC, es una agencia del Departamento del Tesoro fundada en 1863 que reglamenta, supervisa y autoriza la incorporación de nuevos bancos nacionales así como también la de las sucursales de bancos extranjeros; su misión es bregar por la seguridad, estabilidad y competitividad del sistema bancario nacional.

Las compañías de ahorro y préstamo a nivel nacional, que originaron la mayoría de las hipotecas *subprime*, eran reguladas y supervisadas por la Oficina de Supervisión de Bancos de Ahorro (OTS), una agencia federal dependiente del Departamento del Tesoro encargada de evaluar la seguridad, solvencia y el cumplimiento de las leyes y reglamentos para proteger a los consumidores. Por otro lado, los bancos de inversión, como Morgan Stanley, Merrill Lynch y Lehman Brothers, los agentes bursátiles y las Bolsas de Valores eran controladas y supervisados por la SEC, agencia federal autárquica que como ya se describió, promulga las normas que rigen, entre otros aspectos, la emisión de valores, el funcionamiento de los mercados de valores, las actividades de las compañías de inversión y las actividades de los asesores de inversiones.

Las empresas aseguradoras eran reguladas a nivel estadual por Comisionados de Seguros Estatales, pero no poseían supervisión a nivel federal. Además, había un sector importante del sistema financiero que no tenía supervisión o regulación alguna. Esto sucedía con las empresas aseguradoras de riesgo crediticio, conocidas como monolines, y con los derivados OTC y los *hedge funds*, que a fines de 2006 controlaban colectivamente aproximadamente el 30% del total de los activos del sistema bancario.

Los hedge funds, las monolines, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac y los grandes bancos de inversión de Wall Street constituían un sistema financiero paralelo, con un mayor nivel de endeudamiento y menores regulaciones, que controlaba un nivel de activos financieros similar o superior en tamaño al del sistema bancario regulado por la Fed. Hubo diversas fallas importantes entre 2001 y 2006 a nivel gubernamental que contribuyeron a generar la crisis. Entre ellas se encontraron la actitud permisiva de la OTS al no intervenir las entidades que otorgaban hipotecas *subprime*, la desregulación del mercado de derivados que cotizaban fuera de la Bolsa de Valores, la escasa supervisión de Freddie Mac y Fannie Mae, la decisión de la SEC de permitirle a los grandes bancos de Wall Street su endeudamiento excesivo y su falta de control sobre las agencias calificadoras de riesgo. Según estimaciones elaboradas a mediados de 2008, aproximadamente "el 50% del riesgo subprime quedó en los balances de [bancos comerciales y de inversión, hedge funds, Fannie Mae y Freddie Mac, compañías de ahorro y préstamo]" (Greenlaw et al. 2008, 34)

Fue en abril de 2004 cuando la SEC emitió la norma que le permitió a los bancos de inversión aumentar su nivel de apalancamiento. Esta situación fue producto de la mezcla de la banca de inversión con la comercial. La reducción realizada por la SEC de las proporciones de capital para los bancos de inversión no constituyó simplemente un cambio en el status quo sino que hizo que se introdujera en la esfera de supervisión de las operaciones de un banco de inversión. En opinión de Henry Paulson, quien en el 2006 sería nombrado Secretario del Tesoro de EEUU, sin esta reforma se hubiera perdido competitividad a nivel internacional y, de esta manera, una gran fracción del negocio de los bancos de inversión se hubiera desempeñado fuera de su país. Si bien el programa iniciado por la SEC en 2004 fue diseñado para cubrir un vacío regulatorio, en la práctica significó la desregulación de la actividad de los bancos de inversión. Cada banco utilizaba un modelo de VAR propio, lo que brindaba una flexibilidad para calcular sus requerimientos de capital mínimo. El personal de la SEC no estaba lo suficientemente preparado para implementar las normas de Basilea, ni para monitorear y supervisar las firmas de Wall Street. Por lo tanto, no se trató solo de falta de información.

Como un factor relevante y que otra vez pone en evidencia la falta de eficacia de la SEC en aquel entonces, se destaca la colocación privada de los tramos de deuda de los CDOs. En EEUU, esta colocación privada sólo podía concretarse con inversores institucionales. La razón principal por la cual los bancos hacían uso de esta opción era la tardanza en la gestión por parte de la SEC, el proceso de registración con la SEC podía tardar hasta diez semanas. Por lo tanto, no existía un registro público de las contrapartes.

Con la celeridad de la burbuja, la estructura de originación fue variando. En el año 2003, la originación de hipotecas *subprime* paso a estar, en gran parte, en manos de las compañías de ahorro y préstamo y en los prestamistas independientes. Previamente, el 70% de estas hipotecas era dominado por instituciones bancarias supervisadas por la Reserva Federal y la OCC.

La OTS progresó hacia una actitud cada vez menos intervencionista sobre las entidades que debía controlar. Desde 2001, James Gilleran fue quien se encontraba al frente de la OTS y adoptó una postura en línea con esta actitud, entusiasta respecto del crecimiento del sector y sus innovaciones; su objetivo era que las compañías de ahorro y préstamo operaran

independientemente de las regulaciones. Las estructuras híbridas de amortización constituyeron el motor de crecimiento de las compañías de ahorro.

Finalmente, al término del 2005 la OCC advirtió sobre los riesgos que representaban este tipo de hipotecas y ejerció presión sobre las agencias reguladoras para establecer criterios de control rigurosos en cuanto a la evaluación de la capacidad de pago de los deudores. Sin embargo, las agencias resistieron estas medidas a la luz de lo que habían logrado en los últimos años y de las oportunidades que brindaban a los consumidores. Sólo la intervención del Congreso de los EEUU, en septiembre de 2006, logró que las agencias reguladoras adoptasen los criterios propuestos por la OCC. De todas formas, este logro llegó demasiado tarde: la compañía de ahorro y préstamo Countrywide Financial reconoció que si se hubieran adoptado esas medidas con anterioridad, "habría rechazado el 89% de las solicitudes de hipotecas en 2006 y el 83% en 2005" (Ocampo 2009, 93). Estos números muestran el grado de libertad con el que las entidades financieras mencionadas anteriormente desarrollaban su actividad, ante la falta de regulaciones competentes.

3.4. El papel de la ambición y de las agencias calificadoras de riesgo

Hay factores que son fundamentales y se deben tener en cuenta a la hora de analizar el papel de los bancos en esta crisis. Primero, la importancia que representa el *rating* en el sistema financiero. Segundo, los incentivos perversos a nivel macro y microeconómico que llevaron a los ejecutivos de los bancos a asumir riesgos de manera imprudente. Tercero, como ya se analizo, la pasividad de los reguladores.

Según Barry Eichengreen lo que llevo a los banqueros a tomar riesgos excesivos fue la innovación financiera (Ocampo 2009). En los años setenta se desreguló la principal fuente de ingresos de los bancos de inversión de Wall Street, las comisiones de compra y las venta de acciones. Como consecuencia, estos bancos tuvieron que buscar nuevas fuentes de ingresos. Este nuevo nicho lo encontraron en la creación y distribución de instrumentos financieros.

Incluso Greenspan en un testimonio al Congreso de EEUU en 2008 admitió que la calificación positiva de los títulos *subprime* fue excesiva y esto fue lo que llevó al aumento

de su demanda global y terminó por constituir un punto clave del problema generado en la economía global. Las agencias calificadoras de riesgo poseían una responsabilidad especial debido a que sus *ratings* fueron los cimientos sobre los que se edificó la estructura de financiamiento que sostuvo la burbuja inmobiliaria. Como destaca Partnoy Frank (2006), las agencias calificadoras de riesgo no se encontraban expuestas a riesgos legales por negligencia gracias a una ley emitida por el Congreso. Los jueces de diversas instancias han esgrimido como argumento que las calificaciones emitidas por estas agencias eran meras opiniones.

Los ratings optimistas que las agencias calificadoras otorgaron a esos instrumentos resultó un factor clave en la crisis originada. Estas agencias generaron una oportunidad de negocio para los bancos, que la aprovecharon a partir de la creación de MBS y CDOs. Cada nivel de rating mide la capacidad de un emisor para afrontar sus obligaciones financieras.

Los ratings son consistentes para todos los productos y todos los mercados financieros. Esta consistencia le permitía a los inversores realizar comparaciones que les permitieran tomar decisiones acertadas, según su criterio. En el caso de la calificación de productos estructurados, el riesgo era multidimensional, por lo cual se debía estimar la correlación entre cada uno de los activos de la cartera subyacente y su probabilidad conjunta de bancarrota. "Según Fitch Ratings (2007), aproximadamente el 60% de los productos estructurados a nivel global tenían rating AAA […]" (Coval et al. 2006, 4). Si bien su rating era similar, su rendimiento era superior al de los bonos AAA emitidos por empresas y gobiernos. Por lo tanto, el mercado reconocía que estos instrumentos no tenían el mismo riesgo pero de todas formas lo subestimaba. Esta "miopía regulatoria", como la define Ocampo, generó un arbitraje que alimentó la demanda de estos instrumentos; esta demanda a su vez alimentó la creación de las hipotecas *subprime*, elemento inicial del proceso de titularización.

Estas agencias calificadoras de riesgo se vieron influenciadas por la ambición desde el momento en que si la entidad para la cual preparaban sus calificaciones no estaba de acuerdo con la opinión resultante, no sólo no le pagaba por la labor realizada sino que no lo volvería a contratar e iría en busca de otra agencia que le diera la calificación deseada. Esto es lo que Benmelech y Dlugosz denominan *rating shopping* (2009, 162).

La ambición también se observaba en los vendedores de hipotecas subprime. Estos colocaban los créditos sin tener en cuenta los riesgos que esto conllevaba ya que cobraban altas comisiones, calculadas en base a los montos que habían podido vender. Según David Diamond y Raghuram Rajan (2009), dos economistas de la Universidad de Chicago, la crisis se produjo porque el sistema financiero asignó una gran cantidad de recursos al sector inmobiliario a partir de la utilización de instrumentos financieros de alta complejidad, que terminaron en gran parte en los balances de los bancos. Los banqueros acumularon grandes posiciones en CDOs, esta actitud fue promovida por una cultura propensa al riesgo que se sostenía sobre una estructura de incentivos "perversos", es decir, sobre un conflicto de intereses. Este conflicto obedece a lo que en teoría económica se conoce como un "problema de agencia", en el cual hay un principal y un agente que se comporta de manera no conveniente para el principal. En este caso, el principal son los inversores que confían en los ejecutivos de bancos, los administradores de fondos y los hedge funds para que consigan el mayor rendimiento para su capital a un nivel de riesgo determinado. Lo que se dio entre los banqueros fue una situación de constante comparación en la cual actuaban según lo hacían sus competidores ya que en términos relativos no les podía ir mal de esa forma.

Es evidente que la falta de control sobre la creación de hipotecas *supbrime*, la falta de supervisión sobre el negocio de la titularización y la desregulación del mercado de derivados OTC contribuyó a que el sistema financiero asumiera riesgos. A esto se le sumó el papel fundamental de las agencias calificadoras de riesgo que permitió que esta maquinaria financiera se llevara adelante.

3.5. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?

En agosto de 2006, por primera vez en diez años, el precio de las viviendas en EEUU cayó. Si bien la magnitud de esta caída fue insignificante, esta tendencia negativa se acentuó en los meses posteriores. Lo conflictivo de esta situación estaba dado por la capacidad de repago de quienes habían tomado las hipotecas *subprime* ya que se relacionaba directamente con el aumento de los precios de las propiedades.

A fines de febrero de 2007, Freddie Mac anunció que no compraría más hipotecas o MBS *subprime*. Ese mismo mes, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's (S&P) tomó una decisión trascendental, redujo el rating del 66% de los CDOs con títulos garantizados con activos emitidos desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercer trimestre de 2007. En cuanto a los ratings de los MBS, el 17% sufrió una rebaja en su rating. A principios de abril, *New Century Financial Corporation*, uno de los originadores de hipotecas *subprime* más importante, se declaró en bancarrota. Además, no solo la agencia calificadora Moody's anunció la revisión de los tramos de los MBS sino que además de S&P, Fitch, otra agencia calificadora, advirtió también la reducción en los ratings de MBS *subprime*.

Uno de los principales conflictos radicaba en la falta de solvencia de los deudores *subprime*, además, en algunos casos el monto de la deuda excedía el valor de las propiedades. Entre 2005 y 2006, la estructura de hipoteca típica que ofrecían los bancos en el segmento *subprime* les permitía financiar el 100% del precio de la vivienda. Esto implicaba que una caída de los precios no sólo eliminaría cualquier margen de recuperación para los bancos, sino que también reduciría los incentivos a los deudores para continuar pagando en tiempo y forma la hipoteca. Otro conflicto estaba dado por el ajuste de la tasa de interés de las hipotecas subprime que se estaba realizando a los dos o tres años. Al aumentar la tasa fed funds, y por ende, aumentar la tasa LIBOR, el costo del servicio de las hipotecas aumentó considerablemente. Por último, muchos deudores *subprime* eran especuladores que esperaban vender sus propiedades de forma rápida para obtener una ganancia pero con el descenso de los precios no tenía sentido continuar pagando dichas hipotecas.

Las agencias calificadoras no reaccionaron con suficiente rapidez ante el deterioro evidente del sector inmobiliario. Esto se debió, en primer lugar, a que las agencias trataban de establecer ratings de largo plazo y eran reacios a modificarlos frente a cambios que podían ser transitorios. En segundo lugar, tanto Moody's como S&P presuponían que bajar los ratings de estos instrumentos frenaría un negocio que les reportaba ganancias considerables. En tercer lugar, las agencias no querían admitir que se habían equivocado.

El punto débil del sistema financiero fue el mercado de *repos*, que por su volumen y su función era el más importante. Los *repos* eran la principal fuente de financiamiento del

sistema financiero paralelo que operaba con un alto apalancamiento y poca o nula supervisión regulatoria. A partir del 9 de agosto de 2007, los bancos dejaron de aceptar MBS y CDOs como garantía para los *repos*, debido a que en el caso de quiebra o insolvencia, se verían forzados a vender esos títulos en un mercado ilíquido, a precios bajos. Pero esto tenía un impacto negativo al forzar a los bancos a contabilizar el resto de su cartera a esos precios, lo cual desencadenaría un espiral de ventas forzadas.

En agosto los porcentajes de activos cuyos precios de mercado no eran observables representaban una porción creciente del capital de los bancos de inversión. Este crecimiento provocó una gran desconfianza en los mercados, por la cual los inversores comenzaron a cuestionar la calidad de los resultados de los bancos y su solvencia. Lo que sucedió finalmente fue el colapso del sistema financiero paralelo que había crecido a un nivel exponencial durante aproximadamente quince años gracias al apalancamiento de los bancos y a la ausencia de un marco regulatorio.

A fines de 2007, los balances de los bancos de inversión no mostraban aún el impacto del desapalancamiento. Los precios de los instrumentos estructurados no eran observables, por lo cual, vender estos activos a un precio inferior al valor contable al que estaban valuados forzaba al banco a ajustar el valor del resto de su cartera. Como los bancos no querían que sucediera esto, terminaron por vender sus activos más líquidos ante la presión del mercado. Esto hizo que aumentara la posición que tenían de activos ilíquidos en sus carteras.

Fue recién a partir de mediados de enero de 2008 que los bancos incluyeron en sus reportes anuales el impacto de la crisis. Aunque la burbuja inmobiliaria había estallado, el exceso de demanda no había desaparecido. Este exceso estaba dado por el subdesarrollo financiero de los países emergentes y los productores de *commodities*, que continuaban en la búsqueda de oportunidades de inversión. Los trastornos en el sector hipotecario terminaron por infundir presión sobre Freddie Mac y Fannie Mae. Estas instituciones presentaban un apalancamiento comparable al de los bancos de inversión y su exposición al sector inmobiliario era mayor.

Según Ocampo, "a mediados de 2008, ninguna entidad financiera de EEUU o Europa estaba completamente fuera de peligro. La globalización de la crisis era completa" (2009,

233). Esto muestra como el impacto de la burbuja inmobiliaria que tuvo lugar en EEUU se diseminó a nivel mundial. Para ese entonces, el banco de inversión Merrill Lynch decidió vender su cartera de $30.000 millones de CDOs a veintidós centavos de dólar. Esta decisión generó un efecto de desapalancamiento que terminó por establecer un nuevo precio de mercado para los productos estructurados, lo que redujo el margen de valuación de estos activos para el resto de los bancos.

Un acontecimiento importante lo constituyó la quiebra de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008, que alteró el mercado financiero. Su quiebra, según Paul Krugman – reconocido profesor de la universidad de Princeton- , hizo que la crisis financiera mundial empeorase aún más (2008). No sólo Leman Brothers tuvo problemas, Bear Stearns fue adquirida a un muy bajo precio por J.P.Morgan, Merrill Lynch fue adquirida por $50.000 millones por Bank of America, y Morgan Stanley y Goldman Sachs eligieron convertirse en bancos comerciales.

Llegado el año 2012, el conflicto de las hipotecas inmobiliarias en los Estados Unidos continuaba vigente y la crisis no había sido superada. Como se puede observar en el siguiente gráfico, los precios de las viviendas en ese año alcanzaron su nivel más bajo.

Universidad de SanAndrés

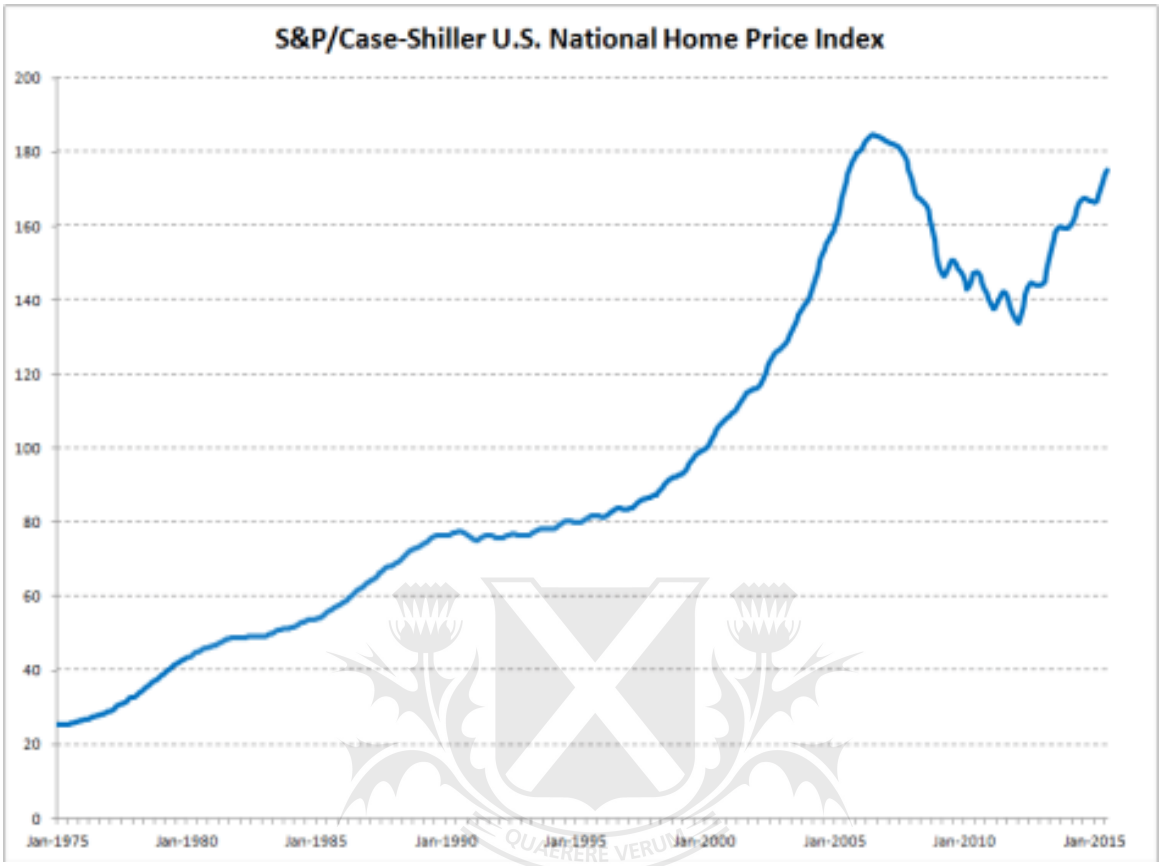

Gráfico 1. *Nota periodística de Miguel Angel Boggiano en "Fortuna"- 13/10/2015-*

Robert Shiller proponía una teoría psicológica para explicar el desarrollo de la burbuja inmobiliaria. Establecía que esta última era consecuencia de una burbuja especulativa con origen en la década del 80' y que, a su vez, esta fue el reflejo de un cambio cultural que tuvo lugar en la sociedad norteamericana (2009). Esta transformación cultural se vio reflejada en el exitismo, la pérdida de valores morales, el materialismo y un endeudamiento excesivo de la población. Nuevamente es Shiller quien en el año 2013 advierte sobre la posibilidad de una nueva burbuja inmobiliaria en Estados Unidos (Forbes 2013). Son cada vez más los expertos que afirman que el fuerte aumento de los precios de las viviendas en grandes ciudades del país podría estar conduciendo a una nueva burbuja inmobiliaria en Norteamérica. Según palabras de Shiller, el aumento de los precios de la vivienda ha sido dramático y se asemeja a la reciente burbuja.

En una nota periodística publicada en junio de 2016 se advierte "Desde principios de año aumenta el nivel de morosos e incobrables en los préstamos personales y prendarios, señal que se vio antes del estallido de la burbuja" (Burbridge 2016). También se señala que en 2015, un 20% de los créditos para la compra de autos fue destinado a clientes *subprime* y que los créditos por tarjetas llegaron a un billón de dólares, más que en 2008. De todas formas, no se observa en el 2016 la situación de crisis que se vivió en el 2007 y los principales bancos de EEUU informaron que la situación se encuentra bajo control, siendo reducida su exposición a los créditos de baja calidad.

Por último, PIMCO[16] advirtió sobre la proximidad de una nueva "tormenta" en el mercado inmobiliario estadounidense: "(…) una confluencia de factores- volatilidad en los mercados, endurecimiento de las regulaciones, el vencimiento de préstamos financieros y la incertidumbre en los flujos de capitales- está creando una explosión de volatilidad en los activos inmobiliarios comerciales de EEUU (…)" (Clarke y Murray 2016). Esta situación llevó a predecir que los precios de los activos inmobiliarios comerciales en Estados Unidos (EEUU) podrían caer hasta un 5% durante los próximos doce meses seguidos a junio de 2016. De todas maneras, PIMCO resalta que el escenario de caída de compradores y volatilidad de los precios puede generar nuevas oportunidades de inversión.

Universidad de SanAndrés

[16] Abreviatura para Pacific Investment Management Company. Es un proveedor mundial de soluciones de inversión cuyo objetivo es gestionar riesgos y proporcionar rentabilidades a sus clientes

CAPÍTULO 4- Crisis inmobiliaria española de 2008

El "boom" inmobiliario en España tuvo lugar entre los años 1997 y 2006 según el autor Luis Campos Echeverría. Dentro de las principales causas de la formación de la burbuja inmobiliaria en España se encontraba el contexto de expansión económica que estaba atravesando el país; el contexto económico internacional; las crecientes facilidades otorgadas por las entidades crediticias para tomar hipotecas; y la incorporación de España, a partir del 1 de enero de 1999, en la Unión Europea, que le permitió mantener los tipos de interés bajos. Como resalta Gonzalo Bernardos Domínguez, en una entrevista que le realizó en un trabajo de grado Javier Bertolín Mora, en el año 2014, jamás puede haber *boom* inmobiliario sin un *boom* financiero.

La disminución de los tipos de interés y el aumento del período de amortización de los inmuebles situaba el grado de esfuerzo para adquirir una vivienda en un nivel relativamente bajo, considerando al activo un bien accesible. A continuación, se expondrá la información concerniente al mercado hipotecario, al contexto político, a los agentes reguladores, al papel de la ambición y al estallido de la crisis inmobiliaria en España.

4.1. Mercado hipotecario español

Entre 1998 y 2001, la compra de viviendas tenía como principal destino aquellas personas que adquirían su primera casa y aquellas que buscaban cambiar de propiedad por una de mayores comodidades. En el año 2002, comenzó a tomar relevancia la demanda por inversión que alcanzó a representar el 35% de las transacciones realizadas en el mercado inmobiliario. Entre 2001 y 2005 hubo entonces un crecimiento del mercado residencial gracias al período de expansión económico que vivía el país. Como miembro de la Unión Europea, España debía responder a lo que el Banco Central Europeo (BCE) estipulara. Por lo tanto, como el resto de la zona europea estaba estancada económicamente, se mantuvo un nivel bajo de los tipos de interés mientras la inflación continuaba vigente. Esta situación incentivó a las familias a incrementar su nivel de endeudamiento y dedicarlo al mercado residencial. De esta forma, la demanda de viviendas aumentó exponencialmente pero la oferta, a pesar de llegar a su máximo histórico, no logró cubrirla. Esto generó un período de

aumento en el precio de las propiedades. El mercado de la hipoteca en España se encuentra altamente asociado al mercado de la vivienda y en los años previos a la crisis, el crédito inmobiliario mantuvo una tasa de crecimiento alta. Sin embargo, desde fines de 2004, el hasta entonces crecimiento de los precios de los inmuebles comenzó a disminuir y las tasas de los intereses a aumentar.

Como destaca Gonzalo Bernados Domíngez "*El estallido de la burbuja especulativa de la 'nueva economía', el atentado de las Torres Gemelas, los escándalos empresariales [como el caso de Enron y WorldCom], y la guerra contra Irak, incrementaron notablemente el riesgo de invertir en Bolsa, provocaron la huida de numerosos inversores de las acciones y convirtieron a la vivienda en un activo refugio*" (2007, 131). A esto se le sumó las grandes facilidades otorgadas para la compra de viviendas y un ambiente de especulación que fomentaba la idea de una rápida obtención de ganancias.

Según Sánchez Martínez (2008) algunos de los acontecimientos que ayudaron a lograr una mayor competencia y mejoras en las condiciones de financiación de la vivienda en España fueron la introducción en 1981 de la ley de regulación del mercado hipotecario, la ampliación de la disponibilidad de crédito hipotecario que surgió a partir del ingreso en gran cantidad de los bancos privados junto con la entrada en el mercado de los bancos extranjeros. Además, hubo mejoras en las hipotecas en cuanto a sus menores costos y a mayores períodos de devolución del pago. Como destaca la autora, el porcentaje de créditos financiados con hipotecas en España era de un 35,4% en el año 2006 y para el 2007 era el segundo emisor de valores de Europa.

La mayoría de la financiación hipotecaria era concedida en ese entonces por cajas de ahorros y bancos comerciales, entre los más destacados se encontraban el banco Santander, el banco BBVA, la Caja Madrid y La Caixa. Esto se diferencia de tiempos anteriores, principalmente hasta mediados de la década de 1980 cuando la financiación se encontraba en manos de cajas de ahorro y bancos oficiales, no privados.

Por el lado de la oferta, en el lapso de 1998 a 2005 fue en aumento. Tal es así que en 2005 se visaron más de 800.000 viviendas, es decir, un 76,4% superior a las visadas en el año 1998 (Bernados 2007, 48). Otro factor de suma importancia que generó el aumento de la

oferta de viviendas fue el querer anticiparse a la entrada en vigor del Código Técnico de la Edificación (CTE) que tendría lugar en marzo de 2006. El CTE era el marco normativo que establecía las exigencias que debían cumplir los edificios en cuanto a los requisitos básicos de seguridad y habitabilidad. Por lo tanto, este Código implicaría un incremento en las exigencias técnicas de la construcción de las viviendas con el aumento en los costos que esto conllevaba.

A lo largo de este período de auge del mercado inmobiliario, entre 1997 y 2006, se experimentó un aumento de los precios de las propiedades de un 183,22% en términos nominales y de un 116,69% en términos reales, según Bernardos Domínguez (2007, 162). El incremento de la riqueza patrimonial conducía a un menor ahorro por parte del propietario y a un mayor gasto y endeudamiento. Esta situación se produjo a raíz de las garantías que los individuos podían ofrecer como consecuencia del aumento del valor de los pisos, lo que provocó lo que en el campo de la economía se conoce como "efecto riqueza". Este efecto hace referencia al fenómeno en el cual se produce un incremento del gasto y, en consecuencia, de la producción, que acompaña a la situación de creerse más rico independientemente de que haya aumentado o no la riqueza en términos reales. Los canales de transmisión de este efecto son el ahorro, el consumo y el endeudamiento. Este efecto riqueza es definido por Jiménez y Sánchez (2002) como la sensibilidad del consumo de las familias ante la percepción de mayor o menor riqueza como consecuencia de la variación del precio de los activos, en este caso de los inmuebles. Este efecto implica ganancias de capital presentes o futuras en el caso de materializarse (vendiéndose o hipotecándose) o no. Como dice Rosalinda Arriaga Navarrete, una conocida profesora e investigadora española, "los aumentos en la riqueza inmobiliaria incrementan la capacidad potencial de endeudamiento, al aumentar el valor de la garantía; o bien, disminuyen el ahorro por motivo precautorio para obtener un mayor nivel de consumo" (2009, 7). Según ella, la vivienda constituye el activo más importante de la riqueza de las familias españolas. Así, algunos prestatarios comenzaron a refinanciar sus hipotecas por un mayor valor, obteniendo una diferencia monetaria que podían utilizar. Sin embargo, en el caso de España la mayoría no hacía esto sino que aumentaba el consumo de manera indirecta al aprovechar la potencial capacidad de endeudamiento futuro que ofrecía mayores valores de sus activos de garantía para reducir su ahorro.

Universidad de San Andrés

El aumento de los precios llevó a potenciar la venta de propiedades por sobre el alquiler de ellas. Por el lado de la oferta, esto se puede observar debido a la disminución de la rentabilidad del alquiler frente al aumento de los precios de las viviendas. A esto se le suma la expectativa de revalorización de las viviendas y la rigidez del mercado de alquiler, que llevaban al inversor a inclinarse por la venta rápida en lugar de por el arrendamiento.

Como sucedió en Estados Unidos, el *boom* inmobiliario estuvo conectado con un *boom* financiero, basado principalmente en el mercado del crédito hipotecario para la adquisición de viviendas y en la realización de transacciones a crédito en la Bolsa española. La titularización fue, como en EEUU, un factor fundamental que fomentó aún más el otorgamiento de créditos. En España, además, se utilizaron dos instrumentos representativos de deuda, las cédulas hipotecarias y las participaciones hipotecarias. En octubre de 2007, según María Teresa Sánchez Martínez, el 75% del mercado de títulos de hipotecas correspondía a las cédulas hipotecarias y el restante 25% a las participaciones (2008, 185). Las cédulas estaban garantizadas por la totalidad de los créditos hipotecarios del emisor. Las participaciones hipotecarias hacían referencia a la participación en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios; el emisor de las participaciones conservaba la custodia y la administración del crédito hipotecario y su titularidad parcial. A diferencia de EEUU, en España no había garantía del emisor, es decir, en España el banco transmitía sin garantías al inversionista el riesgo de impago de la hipoteca. En consiguiente, en épocas de morosidad los interesados en invertir en el sector inmobiliario a través de las hipotecas lo hacían a través de las cédulas hipotecarias ya que se encontraban respaldadas por todas las hipotecas del activo del banco, no sólo por una porción.

Es importante tener en cuenta que el sector financiero fue decisivo en la evolución del mercado inmobiliario ya que las propiedades inmuebles se compraban y se construían a crédito. En este aspecto, hay tres variables financieras que influían: el tipo de interés nominal; el plazo de devolución del préstamo; y el porcentaje de este en comparación con el precio de la vivienda. En 2006, el Fondo Monetario Internacional resaltaba que España presentaba un exceso de hipotecas a tipo variable, un 98% de los créditos eran hipotecas de este tipo. Esto aumentaba el riesgo de morosidad en el caso de que los tipos de interés aumentaran y también hacía que fuera superior el plazo de concesión. El siguiente cuadro

Universidad de San Andrés

muestra el aumento de estos plazos junto con el del volumen de hipotecas durante el período 1997-2006:

	1997	**2000**	**2004**	**2005**	**2006**
Volumen hipotecas- incremento anual (millones de euros)	24.340	42.300	122.150	157.000	186.000
Plazo medio- años de concesión	19	22	25	25	26
Número de hipotecas anuales	479.000	613.000	1.108.000	1.258.000	1.325.000

Tabla 2. *Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Elaboración: J.L. Campos Echeverría. La burbuja inmobiliaria española*

Un factor a tener en cuenta en la formación de una burbuja, no solo en esta, es el psicológico. Cuanto mayor era la subida de precios más se consolidaba la expectativa de su aumento en el futuro. En la entrevista que se le realizó a Bernardos para un trabajo de grado, el profesor destacó que el nivel de esfuerzo que implicaba para las familias el pago de la cuota hipotecaria, determinaba la existencia de una burbuja inmobiliaria (Bertolín Mora 2014). Esto se daba cuando más del 50% del salario de una familia era destinado a la adquisición de una vivienda. En España, el esfuerzo por hacer accesible la vivienda para los individuos fue superior al realizado en EE.UU, haciendo más intenso el esfuerzo de pago y el plazo.

Comparación en el esfuerzo de pago entre España y EEUU

	1997 EEUU/España	2000 EEUU/España	2005 EEUU/España
Esfuerzo de pago según salarios (%)	18,8/ 30,4	21,7/ 31,8	24,9/ 36,8
Plazo (años)	27,5/ 19	28,7/ 22	28,5/ 24

Tabla 3. *Estudio de Harvard y Banco de España. Elaboración: J.L. Campos Echeverría. La burbuja inmobiliaria española.*

En septiembre de 2004, la concesión de hipotecas alcanzaba su récord en España: un alza del 25,3% (Salvador 2004). En ese momento, el subgobernador del Banco de España, Gonzalo Gil, advertía sobre la falta de rigurosidad por parte de algunas entidades en la financiación de las viviendas, lo que aumentaba los riesgos de crédito y de mercado. Esta falta de rigor se basaba en la violación a una circular emitida por el Banco de España que prohibía el otorgamiento de préstamos por un valor superior al 80% de la tasación de la propiedad. Según la Asociación Hipotecaria de España (AHE) la tasa de aumento interanual mencionada era la más elevada desde el inicio del auge inmobiliario, en 1996. Gil recordó que los riesgos en los que incurrían las entidades financieras subían porque se había producido una tasa creciente de créditos no cubiertos con los depósitos y, en consecuencia, había una fuerte apelación al mercado de la deuda. "El subgobernador reiteró como riesgos adicionales a los préstamos hipotecarios el diferimiento del pago del principal, el alargamiento del plazo en la devolución de los créditos y el elevado volumen de préstamos que se (concedía) a los promotores". (*Ibid*).

Si bien hay quienes negaban la concesión de hipotecas *subprime* en España, Alfredo Sáenz Abad, vicepresidente del Banco Santander entre el año 2002 y 2013, admitió su existencia. La cantidad de hipotecas concedidas de este tipo fue inferior a la que tuvo lugar en Estados Unidos. En octubre de 2007, en la presentación de los resultados trimestrales del banco, Sáenz dijo "Claro que hay hipotecas *subprime* en España. Es una cuestión de puro sentido común. Los criterios por los que una hipoteca se considera *subprime* en los países

anglosajones se pueden aplicar perfectamente a España" (Ximénez de Sandoval 2010). El vicepresidente del Banco Santander argumentó esto a través de distintos vicios presentes en el mercado hipotecario español: préstamos por un elevado porcentaje del valor de compra de la propiedad ya que se consideraba arriesgado un préstamo que cubriera un importe mayor al 80% del valor del bien; una tasa de esfuerzo alta en relación al porcentaje que dedicaba el comprador para el pago de la hipoteca; y las tasaciones ´forzadas' para aumentar el valor de las viviendas. Hay otro segmento al cual apuntaban las hipotecas y que es importante destacar, el segmento de los inmigrantes. Estos inmigrantes no solían contar con esta oportunidad en su país de origen, en España con sólo tres meses de trabajo eran beneficiarios de una hipoteca que cubría la totalidad del valor de la vivienda a adquirir. De todas formas, Sáenz aclaró que el porcentaje de hipotecas *subprime* no representaban una gran cantidad. "En España, el porcentaje de hipotecas de alto riesgo sobre el total de las concedidas se estimaba entre el 15%-20%" (Bertolín Mora 2014, 40).

4.2. Contexto político

Desde el 4 de mayo de 1996 al 16 de abril de 2004, el presidente de los españoles fue José María Aznar. Luego, desde el 16 de abril de 2004 y hasta el 21 de diciembre de 2011, el presidente del gobierno español fue José Luís Rodríguez Zapatero.

En primer lugar, se destaca el dictado del Real Decreto-Ley 2/1985 en abril de 1985 – conocido como Decreto Boyer- que tenía como objetivo principal la liberalización y recuperación económica a través del sector de la construcción. Se eligió este sector para la reactivación económica por su considerable participación en el Producto Bruto Interno español y por su gran utilización de la mano de obra. Una parte importante de este decreto estaba avocado al sector inmobiliario. Entre las medidas vinculadas a este sector se encontraba el incremento de la desgravación fiscal del 15% al 17%; la extensión de esta a cualquier otra vivienda distinta de la habitual; la posibilidad de transformar las viviendas en locales de negocio, y la liberalización de los contratos de alquiler.

A partir de la ley 19/1992, se dinamizó el mercado hipotecario al tratar sobre la titularización de las hipotecas. Esta legislación establece en su preámbulo:

"La presente Ley regula, por primera vez en España, los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria». Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias (...), transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda". (Ley 19/1992)

La titularización de los activos le permitió a los bancos reducir la brecha entre créditos y depósitos. Como sucedió en EEUU, si el precio de las viviendas caía en un porcentaje significativo habría un alto nivel de impagos. Por lo tanto, un descenso en el precio de las viviendas vendría acompañado de una posible recesión lo que junto con la destrucción de empleo, incrementaría los impagos de créditos. Como los bancos se encontraban interconectados, si un banco se enfrentaba a una probabilidad de quiebra del 1%, muchos otros también lo hacían.

Durante el gobierno de Aznar, se decretó la Ley del Suelo -en 1998- mediante la cual todo el suelo se declaraba urbanizable, salvo que estuviera expresamente prohibido. Esta ley fue una de las aristas que fomentó el *boom* inmobiliario de la construcción. Esto llevaba a un aumento del número de pisos, es decir, a un aumento de la oferta de viviendas, lo que buscaba bajar sus precios. Sin embargo, la demanda era superior y, en su lugar, tuvo una influencia de tipo especulativo, es decir, se adquirían viviendas a partir de los créditos, no porque fueran baratas, sino porque se especulaba con un aumento de los precios en el futuro.

En España, la Administración tuvo un incremento en cuanto a su dependencia de los ingresos fiscales que proveía el sector inmobiliario. Fue gracias a esta dependencia que el gobierno de Zapatero pudo realizar importantes recaudaciones y subvenciones. Este sector tuvo una fuerte presión fiscal pero no solo permitió sino que también recibió importantes

sumas en forma de subvenciones. Sin embargo, la promoción de la vivienda por parte del Ministerio de Economía y el Ministerio de Vivienda terminó por disminuir debido al encarecimiento de los inmuebles, como consecuencia de la legislación medioambiental, de las exigencias técnicas en la construcción y de los conflictos existentes entre diferentes niveles de la Administración.

En 2003, el asesor económico del Secretario General del Partido Socialista Obrero Español (PSOE), Miguel Sebastián, advirtió que "los precios [de las viviendas] podrían caer en algún momento del futuro, provocando un "efecto riqueza" negativo. La expectativa de dicha caída podría provocar una venta de viviendas, alimentando la espiral contraria" (El País, 2003). En otras palabras, Miguel Sebastián anticipó la posibilidad de que los precios de las viviendas comenzaran a disminuir, lo cual llevaría a la desestabilidad del sistema financiero debido al alto nivel de endeudamiento que se había alcanzado con los préstamos hipotecarios. Lo que Sebastián recomendaba en ese entonces era hablar de la burbuja inmobiliaria que se estaba formando para de esta manera disminuir el nivel de expectativas y, por ende, la demanda; evitar distintas ayudas que promuevan la demanda; y estimular la oferta de alquileres de viviendas que podría sustituir la oferta de propiedades.

En 2004, el PSOE llegó al Gobierno español con José Luis Rodríguez Zapatero como presidente. Durante este gobierno, la única medida que se tomó contra la burbuja fue la mera disminución en la deducción para la compra de viviendas. No sólo no se eliminó la burbuja sino que desde el Gobierno se negó la existencia de ella.

En plena campaña electoral para las elecciones de 2004, el entonces Ministro de Economía del Gobierno, Rodrigo Rato, hablaba sobre un sobreprecio en la vivienda de entre el 8% y el 20% pero negaba la existencia de una burbuja inmobiliaria y aclaraba que la caída del precio de los inmuebles no estaba en el horizonte español. En 2004, la flamante Ministra de Vivienda proveniente del PSOE, María Antonia Trujillo, en contraposición con Miguel Sebastián, afirmaba que quienes hablaban de burbuja inmobiliaria en España estaban siendo irresponsables. Otro ejemplo de la negación que había respecto de la burbuja estaba dado por la declaración del presidente del salón inmobiliario de Barcelona, Barcelona Meeting

Universidad de San Andrés

Point[17], Enrique Lacalle, "No hay burbuja. Llevo años diciéndolo. Hay confianza y satisfacción generalizadas. No conozco a nadie que no esté satisfecho de haber invertido en inmobiliaria (…)" (Muñoz 2008). Por último, cabe resaltar la frase del por entonces presidente de España, Zapatero, que con el inicio de la recesión en el mercado inmobiliario, el 2 de septiembre de 2007, dijo "No hay ninguna repercusión directa de la crisis de EEUU en el mercado inmobiliario español" (*Ibid*).

4.3. Agentes reguladores

Entre los responsables de esta crisis no solo se encontraban las entidades bancarias y las medidas tomadas por los gobiernos de Aznar y Rodríguez Zapatero sino que los agentes reguladores también jugaron un rol importante en este sentido. Los agentes internacionales y, puntualmente, el Banco de España fueron los grandes influyentes.

Según Bernardos, el Banco de España, como agente supervisor y regulador del sistema bancario, fue el gran responsable de la crisis financiera española por la omisión que realizó. Tanto el gobernador del Banco de España entre 2000 y 2006, Jaime Caruana Lacorte, como el gobernador entre 2006 y 2012, Miguel Fernández Ordóñez, omitieron las negligencias de las entidades bancarias ya mencionadas con anterioridad. El 26 de mayo de 2006, los inspectores del Banco de España confeccionaron una carta dirigida a Pedro Solbes, Ministro de Economía y Hacienda del momento, en la cual le planteaban su disconformidad respecto del accionar del entonces gobernador del Banco de España, Caruana:

> *"Los inspectores del Banco de España, a través de esta nota informativa, queremos distanciarnos de la complaciente lectura de la situación económica española que hace en sus últimas intervenciones (...) el señor don Jaime Caruana, y mostrar asimismo nuestra preocupación por su falta de voluntad para adoptar las medidas necesarias para hacer posible la reconducción de la delicada situación actual hasta hacerla más sostenible y segura."* (Anexo 1)

[17] Es el único Salón Inmobiliario profesional e internacional de España. Ofrece la posibilidad de contactar con las personalidades más relevantes del sector, conocer las mejores oportunidades de inversión y aprender las últimas tendencias de la industria inmobiliaria.

> *"(...) como reflejo de la lealtad que le debemos a la Institución en la que trabajamos, los inspectores del Banco de España nos vemos en la obligación de hacer constar que el nivel de riesgo acumulado en el sistema financiero español como consecuencia de la anómala evolución del mercado inmobiliario en España en los últimos seis años es muy superior al que se desprende de la lectura de los (...) discursos del Gobernador"* (Anexo 1)

Como sugieren los fragmentos extraídos de la carta de los inspectores del Banco de España, estos no estaban conformes con quien gobernaba el banco. A su vez, advirtieron reiteradamente la imprudencia con la que se desenvolvían las entidades financieras para la concesión de créditos hipotecarios y divulgaron informes negativos sobre el estado de sus balances.

Otro gran responsable de la burbuja inmobiliaria española fue, desde el plano internacional, el presidente de la Fed, Alan Greenspan, por favorecer la creación de una burbuja mediante un tipo de interés muy bajo y un gran volumen de préstamos. En otras palabras, las medidas tomadas por Greenspan en EEUU no solo afectaron a su país sino que tuvieron consecuencias a escala mundial, incluyendo a España. Esto no sólo por el grado de influencia que tiene EEUU en la economía mundial al ser una gran potencia sino también porque inversores institucionales de España, y del resto del mundo, habían invertido en los instrumentos derivados que se habían creado en Norteamérica y que repentinamente dejaron de generar pagos. El mismo Bernardos propone que el *boom* inmobiliario fue un *boom* inmobiliario de importación y que el pinchazo inmobiliario fue también un pinchazo inmobiliario de importación.

4.4. El papel de la ambición y de las agencias calificadoras de riesgo

Los ejecutivos bancarios jugaron un rol importante en el *boom* inmobiliario y en el posterior estallido de la burbuja. En la entrevista que se le realizó en el año 2014, Bernardos destacó el papel de estos ejecutivos como responsables de la imprudencia presente al otorgar los préstamos hipotecarios. Esto fue así por la ambición que presentaban, es decir, trabajaban por resultado anual, a cambio de un *bonus*. Por lo tanto, el futuro de la entidad no era una cuestión que les preocupara a los ejecutivos bancarios sino que sus *bonus* eran lo

primordial. No solo hubo imprudencia en el otorgamiento de créditos sino que además se encargaban de ocultar el verdadero estado de sus balances.

Las agencias calificadoras de riesgo que influyeron en España fueron las que jugaron un rol preponderante en EEUU- Moody's, S&P y Fitch- al otorgarle a los bancos y a los instrumentos financieros una calificación superior a la que realmente correspondía. Esto fue lo que fomentó un ambiente de optimismo y de especulación respecto del mercado inmobiliario y financiero.

En el caso español existía un aspecto muy importante y, en cierta forma, paralelo al papel de las agencias de calificación que tenía lugar en EEUU. La calidad de un crédito hipotecario dependía fundamentalmente del ratio préstamo/valor. Cuanto más alto este ratio, mayor sería el requerimiento de capital para el banco. En este sentido, como ya se mencionó, el Banco de España recomendaba que este ratio no superara el 80%. Fueron las agencias de tasación en España las que han jugado, en cierta forma, un papel similar al de las agencias de calificación en Estados Unidos. De esta manera, cuando un cliente acudía a un banco con el objetivo de solicitar una hipoteca, el banco enviaba una empresa de tasación a valorar el inmueble. Si el cliente no podía abonar el 20% restante del valor del inmueble, el tasador podía aumentar el valor de la vivienda para que el cliente pudiera conseguir el 100% (o más) del valor de la vivienda. Un dato importante es que más del 50% de las tasaciones, en España, eran realizadas por empresas de tasación participadas mayoritariamente por bancos y cajas de ahorros. Por lo tanto, los incentivos de los bancos, las agencias de tasación y los solicitantes de crédito estaban alineados pero en dirección contraria al del interés general y a la estabilidad financiera.

4.5. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?

A partir del año 2006, con un alto nivel de los precios de las viviendas, con aproximadamente un millón de propiedades nuevas planificadas para el año entrante, un alto endeudamiento de familias y empresas promotoras y constructoras, y una crisis financiera global a punto de estallar, llegó el estallido de la burbuja inmobiliaria española. La crisis económica mundial perjudicó aún más a España por la alta participación de la construcción en el PBI y el empleo, y el alto porcentaje de crédito hipotecario en los

balances de las entidades financieras. A partir del 2006 comenzó a ser evidente una reducción en las transacciones inmobiliarias, lo que llevó a una disminución en los precios de las viviendas para el año 2007.

Progresivamente, el mercado hipotecario español, como el de EEUU, redujo de distintas formas las exigencias necesarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios. Esto, junto con el nivel de precios al que habían llegado los pisos, hacía que el riesgo de crédito, o el riesgo de morosidad, en caso de una importante disminución de los precios, fuera elevado. Además, si se tiene en cuenta que prácticamente la totalidad de las hipotecas concedidas eran de tipo variable, entonces la posibilidad de un aumento en los tipos también aumentaba el riesgo de crédito. En consecuencia, había dos posibles iniciadores del estallido de la burbuja, los inversores que se dedicaban a la reventa y ante el estancamiento de los precios venderían sus pisos; y los compradores de primera vivienda a los que se les podía presentar la imposibilidad del pago de sus hipotecas.

La crisis norteamericana de las hipotecas *subprime* se propagó a los mercados financieros de otros países, incluido España donde el porcentaje de hipotecas de alto riesgo representaba el 20% del total de las hipotecas concedidas. Ante esta situación, se debe resaltar el nivel de falta de conocimiento por parte de los prestatarios sobre los compromisos que contraían y sus consecuencias. En 2007, una encuesta de la Agencia Negociadora mostraba que el 15% de los prestatarios no sabía qué tipo de interés pagaba y el 10% creía que pagaba un tipo de interés más bajo del que realmente abonaba (Bertolín Mora 2014).

En el 2007, en EEUU, algunas entidades hipotecarias y financieras comenzaron a tener serios problemas de liquidez y abruptas bajadas en la Bolsa. Esta crisis se contagió a Europa y a otros países por dos caminos. Por un lado, los créditos pueden venderse a través de bonos o titularizaciones y, por ende, muchas entidades no norteamericanas estaban en posesión de créditos *subprime*. Por otro lado, el pánico generado por la crisis hizo aumentar la desconfianza entre los mercados internacionales y tanto las caídas en las Bolsas como la restricción del crédito se generalizaron.

Universidad San Andrés

Ya a partir de finales de 2006 comenzaba a notarse una reducción de la demanda a partir de la disminución de las transacciones. El profesor Bernardos sostiene que en el año 2007 algunos promotores empezaron a bajar los precios y a frenar las construcciones que tenían en marcha, al notar la caída en sus cifras de ventas.

En el 2008, el Gobierno del PSOE, impulsó diversas medidas para reactivar una economía que decrecía por la bajada de la actividad en el sector de la construcción y la restricción de crédito bancario. Ya en el año 2009, con la intención de impulsar el empleo, el Gobierno inició un programa de inversión en obra pública a partir del endeudamiento público. La totalidad de operaciones realizadas para mantener la estabilidad del sistema bancario español costó más de 100.000 millones de euros de dinero público.

A medida que avanzaba la crisis económica, también lo hacía el desempleo. En 2012 la tasa de desempleo llegaba a un 26%, lo que implicaba una posible merma en la demanda de viviendas. Sin embargo, desde el 2014, se podría decir que hay una tendencia a la estabilización de los precios de las viviendas, aumentando los valores en zonas céntricas donde la demanda es mayor que la oferta.

Es de destacar la creación, en febrero de 2009, de la Plataforma de Afectados por la Hipoteca (PAH), un movimiento de origen ciudadano, creado para luchar contra lo que ellos consideraban una injusticia: las ejecuciones hipotecarias y el desalojo. La PAH ha llevado adelante diversas acciones para defender sus ideales, como realizar protestas y presentar iniciativas legislativas ante el Congreso español. La PAH se ha convertido en un interlocutor directo de las entidades financieras para detener los desalojos y negociar acuerdos entre las partes involucradas en esta situación.

La economía española se vio seriamente afectada por esta crisis inmobiliaria y financiera. Es hasta el día de hoy que el desempleo sigue siendo un tema de preocupación para los políticos españoles y que la recesión que tuvo lugar sigue teniendo su impacto en los ciudadanos. Sin embargo, a comienzos del 2013 se alcanzó el nivel máximo de desempleo del 27% y, luego de ese momento, esta tasa, si bien tiene niveles considerablemente altos, comenzó a disminuir.

Universidad de San Andrés

Por último, respecto al mercado inmobiliario, se ha observado una revalorización del precio de las propiedades en España, con un alza en el primer trimestre del 2016 del 6,3%, la mayor subida desde el 2007 (Uranga 2016). Por su lado, el Departamento de Investigación del Banco BBVA estimó, en abril de 2016, que la economía española crecería a un ritmo inferior al 2015 pero a un nivel superior al de la media europea. "Tanto la evolución del empleo como la renta de las familias tendrán un comportamiento positivo y continuarán estimulando la demanda de vivienda" (BBVA 2015). Esta investigación hace mención al rol de la financiación hipotecaria en esta recuperación, como su motor fundamental.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

CAPÍTULO 5- Crisis inmobiliaria argentina de 2011

El caso de la crisis inmobiliaria que tuvo lugar en Argentina, a partir de octubre de 2011, es particular debido al factor que dio origen al estallido de esta crisis y su desarrollo. La crisis internacional que se desató a partir del estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU, en el 2008, puso de manifiesto que por primera vez en varias décadas, un shock externo de gran magnitud no generó una crisis de balanza de pagos ni una amenaza al sistema financiero local (Abeles 2009, 185).

5.1. Mercado hipotecario

El caso de Argentina se diferencia de los anteriores en varios aspectos, entre ellos se encuentra el mercado hipotecario que resulta de un menor desarrollo. Como destacó el vigente presidente del Banco Nación Argentino, Carlos Melconian, en declaraciones en un programa radial, en los últimos cincuenta años en el país no ha habido buenos créditos hipotecarios (Ámbito Financiero 2016).

El gasto social que lleva adelante el Estado para la construcción de viviendas se encuentra canalizado a través del Fondo Nacional de la Vivienda y otros fondos de menor cuantía que se manejan desde distintas áreas, tanto del Gobierno Nacional como provincial. En el año 1972, mediante la ley 19.929 se creó un Fondo con los ingresos provenientes de la venta del ganado, de impuestos urbanos y con un porcentaje de la nomina salarial a cargo de los empleadores. En 1977, con la sanción de la ley 21.581, se dió lugar al Fondo Nacional de la Vivienda que tenía como prioridad la construcción de viviendas para familias de escasos recursos y toda obra de infraestructura necesaria para ello, de conformidad con el artículo 14 bis de la Constitución Nacional argentina[18]. Este fondo nacional recién se puso en vigencia en el año 1991. En la actualidad, este fondo se subvenciona principalmente a partir de los gravámenes aplicados a la nafta, a esto se le suma los recursos provenientes de los recuperos de las inversiones y los propios aportados por las jurisdicciones.

[18] El Estado otorgará los beneficios de la seguridad social, que tendrá carácter de integral e irrenunciable. En especial, la ley establecerá: el seguro social obligatorio (…); jubilaciones y pensiones móviles; la protección integral de la familia; la defensa del bien de familia; la compensación económica familiar y el acceso a una vivienda digna.

En el caso argentino, el mercado hipotecario estaba poco desarrollado y su vinculación con el mercado financiero era escasa. Un importante y reconocido foro que trata sobre el mercado inmobiliario de este país, *Reporte Inmobiliario*, lo explica de la siguiente manera:

> *"No hay duda y nadie puede negar que el mercado inmobiliario y el desarrollo privado de viviendas vivió muy buenos momentos en la última década. Todo excedente o casi, fue a parar al ladrillo hasta fines del 2011. El Cepo cambiario, derrumbó a ese mercado cuyo único pilar fue el inversor. Pero, el usuario final, asalariado medio, siempre estuvo ausente durante esos años de euforia inmobiliaria. Por ende, la situación actual de CRISIS HISTÓRICA del sector, resulta una clara consecuencia de enfocar los productos inmobiliarios casi con exclusividad hacia una demanda inversora pero que por otra parte fue la única existente ante la falta de crédito".* (Reporte Inmobiliario 2014)

Esta plataforma digital, en este informe, destaca dos aspectos importantes. En primer lugar, hace mención al cepo cambiario, consecuencia de las medidas impuestas por el gobierno de turno y que será descripto en el siguiente apartado. En segundo lugar, destaca el enfoque realizado, durante la etapa previa a la crisis, hacia los inversores ante la falta de créditos.

Según la Nota Técnica N°43 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, hasta el 2011 el flujo de nuevos créditos nunca superó el 1,2% del total invertido en construcción. A su vez, el sector privado no disponía de instrumentos bancarios que dieran lugar al aprovechamiento del aumento de los precios inmobiliarios. En lugar de un gran mercado hipotecario, la población poseía como opción los fideicomisos de construcción a partir de los cuales podían financiar las viviendas.

Para hablar de burbuja inmobiliaria es necesario que los precios de las viviendas se encuentren por encima de su precio normal a mediano plazo y que haya apalancamiento, es decir, endeudamiento. Además, no debe haber ningún cambio estructural que justifique el aumento de estos precios. En el caso de Argentina, podría decirse que no hubo una burbuja inmobiliaria como sí lo hubo en los dos casos previamente descriptos. Esto es así ya que si bien los precios de las propiedades aumentaron en Argentina, la demanda de este activo no se encontraba en aumento. En este caso, la crisis inmobiliaria constó, desde su gestación, de una recesión del mercado inmobiliario.

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

Entre la población, el nivel de incertidumbre hacía que el precio de las propiedades no tuviera un origen en común. “Las propiedades subían año tras año, desde 2003 a 2007, fueron cuatro años de permanente suba (…). Los propietarios comenzaron a dar su propio valor, que se le conoce como *valor de sensaciones* (…)” (Sokolowski 2009, 294). Esto sucedía a pesar de haber escuchado las tasaciones de tres o cuatro inmobiliarias, entre las cuales había diferencias. Esto confundía aún más a los propietarios, que terminaban por imponer su valor al optar por la tasación de mayor cuantía. Estas diferencias de tasaciones hacían que quienes iban a ver viviendas para adquirir vieran un desfasaje de precios de las propiedades y les hiciera confundir al punto de retasar su propiedad al valor de las observadas. Este aumento de precios nunca fue convalidado y la demanda no acompañó a la oferta, por lo cual, la gran mayoría nunca se vendieron, esto es lo que Darío Sokolowski llamó “propiedades que están a la venta ficticiamente”.

En línea con la situación descripta anteriormente, cabe destacar el surgimiento a partir del cepo cambiario de un *dólar ladrillo*. Este dólar se estableció como el parámetro que los propietarios empleaban para concretar las ventas de sus inmuebles en pesos, situación que la mayoría de los propietarios intentaba evitar ya que implicaba una posible pérdida de valor ante la devaluación del peso argentino que estaba teniendo lugar. Este *dólar ladrillo* se encontraba entre el dólar oficial y el *dólar blue o paralelo* y permitía llevar adelante la compraventa de inmuebles a partir de un “dólar negociado”.

Como dijo Roberto Arévalo, presidente de la Cámara Inmobiliaria desde 2012 hasta fines de mayo de 2015, en una entrevista realizada por canal 13, en septiembre de 2014, “El mercado inmobiliario en estos últimos ocho meses está en un estado realmente calamitoso pero por sobre todas las cosas, el mercado inmobiliario se ha segmentado a partir de la imposición del cepo cambiario, con lo cual, el deterioro es realmente grave”. También destacó que las operaciones disminuyeron más de un 50% dando lugar a una situación que no tenía lugar desde hacía 40 años. Ante esta situación, la mejor opción, y la más viable, para acceder a una vivienda era el alquiler. Mientras en las crisis inmobiliarias de EEUU y España, la especulación era un factor fundamental, en la crisis argentina, la incertidumbre era el factor determinante que llevaba a la recesión de la actividad inmobiliaria, mostrando una distorsión del mercado.

Universidad de San Andrés

Según Miguel O´Reilly, Vicepresidente del Colegio de Corredores y Martilleros de San Isidro desde mayo de 2016, el mercado hipotecario argentino fue muy limitado y, según él, fue por esto que se vieron beneficiados muchos desarrolladores inmobiliarios que ofrecían productos al costo o de pozo que intentaban palear la falta de opciones crediticias. Por último, destacó que el éxito del mercado inmobiliario se encuentra subordinado al saneamiento del mercado hipotecario y a las facilidades que este mercado pueda aportar al sector (Miguel O´Reilly, entrevista).

5.2. Contexto político

Desde el 10 de diciembre de 2007, y hasta el 10 de diciembre de 2015, la presidenta de la República Argentina fue Cristina Fernández de Kirchner. Las medidas tomadas bajo su gobierno han incidido de manera decisiva en la crisis inmobiliaria del país.

Tras la grave crisis que tuvo lugar en Argentina en el año 2001, la economía había evidenciado un rápido crecimiento, aunque también tuvo períodos de caída y de recuperación. Esta crisis desembocó en el conocido "corralito bancario" que restringía el derecho de los ciudadanos de disponer libremente del efectivo de sus cajas de ahorro, plazos fijos y cuentas corrientes. Como se destaca en el Suplemento Económico del diario El Territorio, de la Provincia de Misiones, en 2012 al aumento del valor de los inmuebles fue de entre un 150% y un 488% desde 2003 hasta esa fecha.

El 28 de octubre de 2011 a partir del comunicado "A" 5239 del Banco Central de la República Argentina, se estableció oficialmente el cepo cambiario. Así, se dio inició al Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias por medio del cual la AFIP supervisaba y autorizaba las solicitudes de compra de divisas. Estas restricciones cambiarias afectaron la actividad inmobiliaria del país ya que las transacciones de compraventa de inmuebles se realizaban en dólares. El 5 de julio del 2012, el BCRA publicó la circular "A" 5318 a través de la cual se limitaba aún más el accionar en el mercado: quienes hasta el día de emisión de la circular tuvieran aprobados créditos hipotecarios tenían tiempo hasta el 31 de octubre de ese año para transformar los pesos de sus créditos en dólares al cambio oficial. Como se impuso un límite a la compra de dólares y los propietarios solo aceptaban esta divisa, quienes anhelaban su propia casa debían optar por el mercado paralelo de dólares. En este

mercado, el dólar se encontraba a un tipo de cambio superior al oficial, y había adoptado el nombre de *dólar blue*.

En línea con lo planteado, un artículo periodístico del diario Clarín, del 15 de junio de 2014, planteaba que "La restricción de operar con moneda extranjera, a partir de noviembre de 2011, provocó el desplome de un mercado tradicionalmente dolarizado" (Kantor 2014). Según el periodista, Arévalo resaltaba al cepo como el principal culpable pero también nombraba otros factores. "[El cepo] es el principal responsable, pero después vinieron la devaluación, la inflación, el intento de pesificación, los Cedines: todo ese cóctel provocó esta crisis", enumeró el entonces presidente de la CIA. El periodista de la citada nota destacó que lo que ocurría en Capital Federal era una muestra muy concreta de lo que ocurría en el resto del país.

Dos referentes del mercado inmobiliario, Roberto Tizado y Armando Pepe, opinaron sobre la situación que atravesaba argentina para ese entonces. "El cepo fue el inicio, pero lo peor es la incertidumbre, no se sabe cuál es el verdadero valor de las propiedades" destacó el representante de Tizado propiedades. El interrogante pasó a ser el valor real del dólar, "Con las distintas cotizaciones, no termina de establecerse el verdadero precio. Entonces, el que vende no sabe si está malvendiendo y el que compra, lo mismo" aclaró Tizado (*Ibid*). Por su lado, Armando Pepe, que se desarrolla en el mercado desde 1960, expresó que "Nunca hubo una recesión tan larga y eso que pasé devaluaciones, rodrigazos (…)" (*Ibid*). También, destacó la situación de inseguridad jurídica, económica y política que atravesaba el país.

Durante esta época, hubo un importante aviso por parte del gobierno de Fernández de Kirchner que finalmente no se concretó pero que logró aumentar la incertidumbre: la pesificación del mercado inmobiliario. Esta pesificación, que sólo algunos pocos comenzaron a respetar, implicaba no solo publicar los precios de las viviendas en pesos argentinos sino también escriturar por el monto en pesos. De esta forma, se quería dar un paso más en el proceso de evitar la compra de dólares por parte de la población ante una notoria disminución de las reservas del BCRA.

"Uno de los factores que terminaron frenando la pesificación del mercado inmobiliario fueron los Cedines, ya que cuando se anunció la posibilidad de contar con una herramienta para que el vendedor se hiciera con dólares muchos decidieron dejar de lado las ofertas en pesos", señaló Mariano Nejamkis, CEO del portal web *Zonaprop.com*. (Sainz 2014). Los Cedines fueron un instrumento financiero y un medio de pago empleado en el mercado inmobiliario argentino. Quienes poseían dólares no declarados los podían intercambiar por Cedines y, de esta forma, podían blanquear su situación fiscal ante el Estado. Con estos Cedines podían comprar propiedades y el vendedor podía bien aceptar los Cedines para comprar otra propiedad o recibir los dólares al cambiar los Cedines en el BCRA. Si bien los Cedines tenían como finalidad reactivar el sector, no se obtuvieron los resultados esperados ante la desconfianza generalizada que existía.

En consiguiente, las dificultades para comprar dólares que comenzaron a imponerse hacia fines de 2011 alteraron la actividad inmobiliaria. No sólo los compradores se encontraban ante dificultades para disponer del dólar sino que quienes disponían de ahorro en dicha moneda evaluaban detenidamente desprenderse de ella ya que era cada vez más difícil de conseguir en el país. Además, los vendedores eran reacios a aceptar pesos a cambio de sus propiedades inmuebles. La CIA (2012) destaca que según el Colegio de Escribanos, "En diciembre de 2011, la cantidad de escrituras realizadas en el ámbito de Capital Federal, cayeron 10,4% respecto del mismo mes del año anterior".

Analizar lo sucedido en Argentina a partir del 2011 resulta de suma complejidad. Las restricciones a la adquisición de dólares fueron en aumento hasta llevar a un mercado paralelo en el cuál se podía adquirir dólares a un tipo de cambio superior al dólar oficial. Como la única forma de adquirir dólares de forma inmediata era a través del mercado paralelo y los precios de las viviendas se mantenían en dólares y sin bajar su valor, los individuos debían aumentar el esfuerzo para adquirir una vivienda si no contaban con los dólares con anterioridad. Así, el cepo marcó el fin de uno de los ciclos de expansión inmobiliaria en el cual los inmuebles y las viviendas fueron considerados casi con exclusividad por su valor de cambio independientemente de su valor real de uso.

En la entrevista realizada a Miguel O´Reilly, se le preguntó si la crisis inmobiliaria, iniciada en octubre de 2011, fue la peor crisis que tuvo lugar en el país, en ese mercado. A esto

O'Reilly respondió: "Fue muy importante, se podría decir que fue la peor por el tiempo que duró (cuatro años), y por lo insólito de la medida que la desató. Por primera vez en la historia, la causa no estuvo relacionada con una crisis económica, sino que fue consecuencia de una medida tomada por el propio gobierno de turno". Además, O´Reilly agregó que la crisis institucional del 2001 y las crisis internacionales de EEUU y España si bien fueron muy duras, duraron un menor período de tiempo. Al preguntarle por las causas de la crisis argentina, O'Reilly destacó:

"El mercado inmobiliario argentino se transformó en un refugio de inversiones que reemplazaba a los productos financieros, poco confiables, sobre todo después de transitar las repetidas crisis económicas locales (2001) y externas (2008 y 2009). Esto hizo repuntar la actividad local durante un par de años, hasta que el Gobierno de Cristina Fernández decidió intervenir el mercado cambiario. La medida enfrió la actividad y el cambio de reglas generó un largo período de adaptación a la nueva medida. La gran mayoría de las operaciones inmobiliarias se realizaban en dólares y esto dificultó todo" (Miguel O'Reilly, entrevista).

Las respuestas de O´Reilly avalan lo que se expuso hasta el momento. Si bien aclara que la falta de crédito, la presión fiscal y la inflación fueron factores que se complementaron e incidieron en la crisis, destaca que lo que detuvo el crecimiento de la actividad abruptamente y transformó al mercado en uno recesivo, fue el cepo cambiario.

Universidad de SanAndrés

5.3. Agentes reguladores

Como un agente regulador fundamental aparece la AFIP. Esta institución realizaba un arduo trabajo de regulación y control. A diferencia de las crisis de los otros dos países, donde la falta de un adecuado control fue una de las aristas clave, en Argentina, la AFIP realizaba un exhaustivo control, alimentando el ambiente de incertidumbre. Fue este organismo el principal encargado de llevar adelante y garantizar el cepo cambiario. A partir del comunicado "A" 5239 del BCRA, y a través del Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, la AFIP pasó a supervisar y autorizar todas las solicitudes de compra de divisas extranjeras. Por lo tanto, era esta institución la encargada de dar el permiso necesario para concretar cada operación.

Las personas no podían adquirir el monto de dólares que pretendían al tipo de cambio oficial, los límites estaban impuestos desde el gobierno. Así, para el 2012, la capacidad de compra de los individuos ya había disminuido. En un principio, se podía utilizar hasta un 40% del sueldo para la compra de dólares pero este porcentaje terminó reduciéndose hasta llegar al 20%. Para el 2014, todo aquel que tuviera un sueldo inferior a $7.200 no estaba en condiciones de comprar la divisa estadounidense. El proceso de compra se realizaba a través de la página web de la AFIP y en ella se debía elegir si la adquisición tenía como finalidad su utilización en un viaje al exterior, si era para tenencia personal o si tenía otro destino. En ambos casos, la AFIP establecía un monto para retener en concepto de Impuesto a las ganancias. Este monto fue paulatinamente en aumento: para la tenencia personal se establecía un 20% y para el turismo y los gastos de tarjetas de crédito y débito en el exterior, el número terminó siendo de un 35% (en su inicio era de un 15%). En consecuencia, para los gastos realizados en el exterior y abonados con tarjetas de crédito o débito, se hablaba de un *dólar tarjeta*, es decir, se tomaba el tipo de cambio oficial más un 35%. Vale aclarar que este 35% se podía deducir de los impuestos a las ganancias y a los bienes personales, sin embargo, no toda persona que adquiría dólares tenía la posibilidad de deducir este importe ya que no todos pagaban dichos impuestos.

Hubo otras restricciones que profundizaron aún más el cepo cambiario, como la limitación a las compras de productos extranjeros por medio de internet y el requisito, desde mayo de 2012, de completar un formulario online de preguntas formuladas por la AFIP para todo aquel que quisiera viajar al exterior y comprar divisas extranjeras. Como medida extrema que tuvo lugar el 14 de junio de 2012 se encuentra la imposición por tiempo indeterminado de la prohibición de la compra de divisas con la finalidad de ahorro personal. De esta manera, en la página web de la AFIP figuraba como alternativas para la compra de divisas el turismo, la compra de propiedades (créditos hipotecarios sólo hasta el 31 de octubre), y la opción de otros destinos. Si bien luego se volvió a habilitar la opción, en ocasiones resultaba difícil poder acceder a la página web de la AFIP sin que esta colapse.

Otra institución a resaltar es la UIF, que a partir de enero de 2012 estableció la obligación de que las inmobiliarias le informaran sobre todas aquellas operaciones superiores a los 140.000 dólares o a los 600.000 pesos. A partir de la resolución 16/2012, las inmobiliarias

debían recopilar información sobre los clientes que realizaran transacciones que consideraban sospechosas para informar sobre ellas a la UIF. En consiguiente, los agentes inmobiliarios estaban obligados a identificar a la persona que realizaba la operación como también el origen de los fondos. Esta información debían conservarla durante el lapso de 10 años, por si era requerida por la UIF en algún momento. Esta medida regulatoria no incentivaba en absoluto la adquisición de propiedades.

5.4. Estallido y post crisis, ¿recuperación o recesión?

En Argentina, la crisis estalló en el 2011 con la imposición del cepo cambiario. Previo a este momento los precios de las propiedades, como se describió anteriormente, tuvieron un incremento a lo largo de los años que se siguió manteniendo. El conflicto, en gran parte, estaba dado por el segmento al cual se reducía el mercado inmobiliario argentino. La mayor demanda provenía de los inversores, esto hizo que ante las restricciones cambiarias, no sólo se redujera aún más la demanda de las familias sino que también disminuyera la demanda de los inversores ante la incertidumbre y la falta de confianza que generaba el contexto económico argentino.

Según un informe privado realizado por el portal Reporte Inmobiliario, esta crisis fue la peor en treinta y cinco años. En el mercado coinciden en señalar que el desplome en las ventas no produjo una baja en los precios (Kantor 2014). De hecho, como destaca el periodista Kantor, un informe de la CIA muestra que los valores de los inmuebles cayeron entre el 2013 y 2014 apenas el 1,5%. Según Roberto Arévalo, el margen de negociación entre vendedores y compradores al momento de cerrar una operación aumentó. La relación entre el precio ofertado y el de venta era entre un 10% y un 15%, el doble de lo que tenía lugar antes de la imposición del cepo, según Arévalo.

"El sector inmobiliario pasó por momentos negativos, como la crisis de los últimos meses de 2001 y los primeros de 2002, que nos afectó y mucho, pero la crisis actual ya dura tres años", dijo a La Nación el presidente de la Cámara Inmobiliaria Argentina (CIA), Roberto Arévalo, en el año 2014. "A partir de la imposición del cepo cambiario, y principalmente desde octubre de 2012, cuando se prohibió convertir los créditos hipotecarios de pesos a dólares, la situación se ha ido agravando cada vez más", añadió Arévalo (Pallares 2014). En

esta misma nota periodística, José Rozados, director de la consultora especializada Reporte Inmobiliario, dijo “En 2013 la venta de propiedades en la Capital Federal y en la provincia de Buenos Aires, en base a la cantidad de escrituras que se inscriben en el Registro de la Propiedad, fue la más baja de toda la serie que empezó en 1980".

También para Rozados el cepo cambiario fue el causante de la crisis inmobiliaria argentina. El director de Reporte Inmobiliario indicó que en la ciudad de Buenos Aires aproximadamente el 100% de las operaciones de compraventa de inmuebles se llevaban a cabo en dólares y que, a pesar de las dificultades para acceder a esa moneda, si los vendedores no estaban urgidos, no estaban dispuestos a asumir una pérdida en la venta de su propiedad. Por el lado de los compradores, quienes tenían dólares anhelaban conseguir un precio bajo; frente a esta bifurcación de intereses, se hacía aún más difícil que se concretaran las operaciones.

Esta situación se mantuvo hasta que asumió el gobierno de Mauricio Macri, el 10 de diciembre de 2015, con un ideal político distinto al predecesor. Para el 17 de diciembre de ese año, las autoridades eliminaron el cepo cambiario y autorizaron la compra de hasta dos millones de dólares al mes además de quitar todo tipo de trabas a las empresas. La resolución general 3819 de la AFIP, publicada el 17/12/2015, dejaba sin efecto la resolución general 3450, por medio de la cual se establecía la retención del 35% a las adquisiciones en el exteriorm y la resolución 3583, por la cual se cobraba una percepción del 20% a la compra de dólar billete para tenencia personal. Lo único que mantuvo este gobierno fue una cuota del 5% para la compra de paquetes turísticos o pasajes en el exterior a través de agencias de viajes; este importe se podía ingresar en carácter de impuesto para la declaración del Impuesto a las Ganancias y de los Bienes Personales.

Según Reporte Inmobiliario (2015), el cambio en la conducción del país a partir de la asunción de Mauricio Macri comenzó a generar expectativas de recuperación en el mercado inmobiliario. La falta de una vivienda sostenible a largo plazo, en los últimos doce años, es un tema que este portal ha recalcado en reiteradas oportunidades. Esto tiene como objetivo la combinación de recursos y acciones que lleven a favorecer el acceso por parte de los ciudadanos a una vivienda digna. Durante los años de gobierno Kirchnerista, hubo

lanzamientos aislados de medidas que perseguían este objetivo pero nunca se constituyó una política de gobierno contundente, avocada al objetivo planteado.

Finalmente, el tipo de cambio se unificó a partir de la liberación del mercado cambiario y se estableció en un precio superior al antiguo dólar oficial. Anteriormente, los grupos inversores internacionales estaban retirados del país ante la imposibilidad de ingresar y retirar dinero pero esto cambió a partir de un giro de las expectativas producido por la modificación de autoridades a nivel nacional. Desde abril de 2016 grandes desarrolladoras anunciaron proyectos por más de US$ 1.200 millones en la construcción de viviendas, oficinas y centros comerciales en Buenos Aires (Sainz 2014).

O´Reilly opina que el mercado inmobiliario está atravesando la salida de la recesión y que el ánimo de los inversores y de los clientes es distinto tras el anuncio de las diversas medidas adoptadas por parte del gobierno de Macri. A este optimismo se le suma la mejora en las relaciones con los países de la región y el resto del mundo que podrían traducirse en nuevas inversiones que reactiven la economía.

Según el Colegio de Escribanos de la Provincia de Buenos Aires, la cantidad de compraventas que tuvieron lugar en marzo de 2016 fueron un 13,1% superior a las realizadas en el mismo mes, en el año 2015; en cuanto a los montos, la diferencia responde a un 62%. Según Jorge Mateo, Presidente del Colegio de Escribanos de la Provincia de Buenos Aires desde el 2012 y hasta el 2016, "Es bueno ver cierta tendencia que podría marcar un alza en el movimiento del mercado inmobiliario. (…) El público parece estar respondiendo a cambios favorables que se vienen dando, como la eliminación del cepo al dólar" (2016). Jorge Mateo también destacó como hecho importante la creación de una línea de crédito por parte del gobierno de Macri. A partir del 2016, el Banco Nación lanzó una iniciativa para hacer los créditos más accesibles a la clase media y a aquellos que buscan acceder a su primera vivienda. Estos nuevos créditos permitirán financiar hasta el 80% del costo de una vivienda de hasta 2,5 millones de pesos, a una tasa fija del 14% por los primeros tres años y por un plazo de 20 años. Además, la cuota hipotecaria no podía exceder el 30% de lo que la persona ganara.

Universidad de San Andrés

De a poco, las medidas que tomó el gobierno que asumió en diciembre de 2015 parecen dar lugar a una reactivación del mercado inmobiliario. Esta reactivación llevará no solo a despertar a este mercado sino también a la economía argentina en su totalidad ya que el mercado de los ladrillos es un pilar fundamental en la economía de cualquier país.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

CAPÍTULO 6- CONCLUSIONES

6.1. Diferencias y similitudes entre las tres crisis inmobiliarias

Resulta útil comparar aquellos aspectos importantes descriptos a lo largo del presente trabajo para poder resaltar las diferencias y similitudes existentes entre la crisis inmobiliarias norteamericana, española y argentina. Entre los aspectos a comparar se encuentran el grado de desarrollo del mercado hipotecario durante la etapa previa a la crisis y durante su estallido; el papel de lo financiero; el tipo de ambiente reinante en el país respecto del mercado inmobiliario; la influencia del gobierno a partir de las medidas implementadas; el rol de los agentes reguladores; el papel de la ambición y de los agentes calificadores de riesgo, y la situación del mercado inmobiliario y el país post crisis.

Aspecto/País	EEUU	España	Argentina
Mercado hipotecario	Alto desarrollo e impacto	Alto desarrollo e impacto	Poco desarrollo
Aspecto financiero	Alto impacto- Instrumentos derivados	Alto impacto- Instrumentos derivados	Poco impacto- Cedines
Ambiente de especulación o incertidumbre	Especulación	Especulación	Incertidumbre
Influencia del gobierno	Media	Media	Alta
Nivel de regulación	Bajo	Bajo	Alto
Agentes calificadores de riesgo	Alta influencia	Alta influencia	No aplica
Papel de la ambición	Alto- banqueros	Alto- banqueros	No aplica
Burbuja inmobiliaria	Sí	Sí	No
Post-crisis	Vuelven a aumentar los precios- temor	Comienzan a mejorar algunos índices	Aparente recuperación

Tabla 4. *Fuente: Elaboración propia*

Universidad de San Andrés

Al analizar el mercado hipotecario en cada país se puede observar que en Estados Unidos el grado de desarrollo fue elevado, llegando a relacionarse con el mercado financiero. Los años previos al estallido de la crisis, hubo un otorgamiento de una gran cantidad de hipotecas a la población norteamericana alcanzando al segmento *subprime*, es decir, a un sector de la sociedad que no contaba con los requisitos necesarios para hacer frente a una hipoteca. En España también hubo un gran desarrollo de este mercado al mantenerse los tipos de interés bajos y si bien existieron hipotecas subprime, no tuvieron el gran desarrollo que tuvo lugar en EEUU. El caso de Argentina fue distinto, con un mercado hipotecario poco desarrollado durante el período previo a la crisis y durante ella, los créditos no eran abundantes ni atractivos para los individuos. En los primeros dos países, el otorgamiento de hipotecas fue uno de los factores fundamentales que condujeron a la crisis.

Desde el punto de vista financiero, en EEUU y España hubo un gran desarrollo de instrumentos derivados que potenciaron la crisis inmobiliaria llevando al país a una crisis económica severa. Entre estos instrumentos derivados se encontraban los MBS, los CDO y los CDS. En cuanto a Argentina, al no haber un boom financiero tampoco hubo un boom inmobiliario, en línea con la condición que plantea Javier Bertolín Mora. El único instrumento financiero que se utilizó en este país fueron los Cedines, como una oportunidad de estimular la actividad en el mercado inmobiliario pero que finalmente no obtuvo los resultados esperados.

Por otro parte, al examinar el ambiente reinante en los tres países entre los ciudadanos, inversores y agentes inmobiliarios, se puede observar otra diferencia. Mientras en España y EEUU, había especulaciones respecto de los precios de las propiedades y su probabilidad de continuo aumento; en Argentina existía incertidumbre respecto del futuro del mercado inmobiliario. Esto se debía a la cambiante cotización del dólar oficial y del dólar blue, que junto con las medidas impuestas por el gobierno, generaba un contexto de desconfianza para la inversión.

En este sentido, la influencia del gobierno fue un aspecto importante en las crisis inmobiliarias analizadas. En EEUU, desde las autoridades del país, incentivaron a través de distintas leyes la desregulación del mercado bancario e hipotecario. A su vez, fue el gobierno el que incentivó la compra de viviendas para todos los americanos. El gobierno

estadounidense puede verse como uno de los responsables de la crisis no sólo por lo mencionado sino también por la omisión que hizo sobre la situación que se estaba atravesando al bloquear todo intento de intervención en el desarrollo del mercado financiero e inmobiliario. El caso de España es similar al de EEUU, ya que el gobierno no solo incentivó, en un principio, el desarrollo del mercado inmobiliario a través de medidas como la desregulación fiscal sino que los gobiernos de turno negaron la existencia de una burbuja inmobiliaria y nada hicieron al respecto. En Argentina, el papel que ejerció el gobierno fue fundamental para el desarrollo de la crisis. De hecho, el gobierno, a través de la imposición del cepo cambiario, desencadenó la crisis inmobiliaria al generar un ambiente de incertidumbre en el cual la confianza se perdió y el acceso a la divisa norteamericana se volvió difícil en un mercado acostumbrado a las transacciones en dólares.

Otro papel importante en este análisis lo juega el nivel de regulación ejercido por los agentes reguladores. En los tres casos el nivel de regulación constituyó uno de los factores que fomentó el desarrollo de la crisis al incentivar el ambiente de especulación o incertidumbre y desconfianza, según el caso. En EEUU y España, el nivel de regulación fue bajo. En EEUU, la omisión que realizó la Fed, la FDIC y la OCC, llevó a un mayor desarrollo del mercado hipotecario e inmobiliario ante una mayor desregulación. Lo mismo sucedió en España, donde la regulación estuvo ausente, tanto a nivel internacional como por parte del Banco de España. En línea con la falta de regulación que hubo en EEUU y España, se encuentra el papel ejercido por los agentes calificadores. Su papel fue fundamental para la generación de expectativas ya que creaba una ambiente de confianza para los inversores. La ambición también resultó importante en ambos países porque al estar presente en quienes cargaban con la responsabilidad de otorgar hipotecas, hacía que la concesión de créditos se llevara a cabo sin cumplir con las reglamentaciones o requisitos vigentes con tal de aumentar sus *bonus*. Mientras en estos dos casos la desregulación llevó a la liberación del mercado hipotecario e inmobiliario, en Argentina fue el exhaustivo control llevado a cabo por la AFIP, y luego también por la UIF, el que promovió el cepo cambiario, el control sobre quienes compraban dólares y los utilizaban en las transacciones y, por lo tanto, el que llevó a un ambiente de incertidumbre.

Universidad de San Andrés

Luego del análisis y la descripción de estas crisis inmobiliarias, se puede decir que en España y en EEUU hubo una burbuja inmobiliaria, acontecimiento que no tuvo lugar en Argentina. Esto fue así ya que mientras en los primeros dos países el aumento de los precios de las propiedades fue acompañado por un ambiente de expectativas y un aumento en la demanda, en Argentina no se dio este acompañamiento.

Por último, luego del estallido de la crisis inmobiliaria en cada uno de los países, la situación económica y social no terminó de recuperarse absolutamente en el año 2016. En el caso de EEUU, si bien se observa una reducción en la tasa de deuda de las familias, el reciente aumento de los precios de las viviendas genera temores de una nueva burbuja inmobiliaria. En España, si bien las consecuencias de la crisis social y económica continúan presentes, la tasa de empleo comenzó a subir paulatinamente y se espera un 2016 con leves mejoras en la actividad inmobiliaria. En el caso de Argentina, el período de duración de la crisis fue más largo -cuatro años-, pero ya se pueden observar mejoras en el mercado inmobiliario y expectativas de progreso.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

BIBLIOGRAFÍA

AFIP. Resolución General N° 3210. 3 de noviembre de 2011. Consultada el 4 de junio de 2016 a las 18:45 hs en http://biblioteca.afip.gob.ar/dcp/reag01003210_2011_10_28

Ámbito Financiero. "En los últimos 50 años no hemos tenido buenos créditos hipotecarios", 17 de mayo de 2016. Conusltado el 9 de junio de 2016 a las 21:45 hs en http://www.ambito.com/ 839525-en-los-ultimos-50-anos-no-hemos-tenido-buenos-creditos-hipotecarios.

Árevalo, Roberto. Entrevista realizada por el programa "El Diario de Mariana", de canal 13, en septiembre de 2014. Consultada el 5 de julio de 2016 a las 18:45 hs en https://www.youtube.com/watch?v=1aAk_xy4sd4

Arriaga Navarrete, Rosalinda. "Efecto riqueza a partir de la revalorización de los activos inmobiliarios: análisis y evidencia empírica para el caso español", Análisis económico, número 55, vol XXIV, 2009. Consultado el 2 de abril de 2016 a las 21:09 hs en http://www.redalyc.org/html/413/41311453002/.

Ayuso, Juan y Restoy, Fernando. "El precio de la vivienda en España: ¿Es robusta la evidencia de sobrevaloración?", Boletín Económico, n° 59, Banco de España, junio 2006.

Banco BBVA. "Finanzas para todos: el riesgo financiero y sus tipos". Consultada el 5 de abril de 2016 a las 20:55 hs en https://info.bbva.com/es/noticias/economia/finanzas/ finanzas-para-todos-el-riesgo-financiero-y-sus-tipos/

Banco BBVA. "Situación Inmobiliaria España". Abril 2016. Consultada el 10 de junio de 2016 a las 20 hs en https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2016 /04/Situacion_Inmobiliaria_abr16_Cap1.pdf

Banco Central de la República Argentina. Comunicación "A" 5239. 28 de octubre de 2011. Consultada el 6 de abril a las 18:55 hs en http://www.bancopatagonia.com/ empresas/pdf/A5239.pdf

Universidad de San Andrés

Bernardos Domiguez Gonzalo. ¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario? La Coruña: Netbiblo, 2007.

Bertolín Mora, Javier. La Burbuja Inmobiiaria Española: Causas y Consecuencias. Trabajo final de grado en Ciencias y Tecnologías de la edificación, diciembre de 2014.

Boggiano, Miguel Angel. ¿Otra burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos? Fortuna, 13 de octubre de 2015. Consultada el 15 de marzo a las 7:50 hs en http://fortunaweb.com.ar/2015-10-13-168189-otra-burbuja-inmobiliaria-en-los-estados-unidos/

Burbridge, Martín. "Tras el Brexit, crece en los EEUU el temor a una nueva crisis subprime". El Cronista, Finanzas y Mercados, 30 de junio de 2016. Consultada el 5 de julio de 2016 a las 19:55 hs en http://www.cronista.com/finanzasmercados/Tras-el-Brexit-crece-en-los-EE.UU.-el-temor-a-una-nueva-crisis-subprime-20160630-0135.html

Calomiris, Charles y Wallison, Peter. "Blame Fannie Mae and Congress For the Credit Mess", The Wall Street Journal 23 de septeimbre de 2008. Consultado el 14 de junio de 2016 a las 18:40 hs en http://www.wsj.com/articles/SB122212948811465427

Campos Echeverría, José Luis. *La burbuja inmobiliaria española*. Barcelona: Marcial Pons, 2008.

Cerrudo Gastón, Cuattromo Juan, Mira Pablo, y Quaglia Ana. "¿Existe una "Burbuja Especulativa" en el Sector Inmobiliario Argentino?", Nota Técnica N°43, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2011.

Clarke Anthony y Murray John. "U.S Real Estate: a storm is brewing". PIMCO, Featured Solutions, Junio de 2016. Consultada el 3 de julio de 2016 a las 22:50 hs en https://www.pimco.com/insights/investment-strategies/featured-solutions/us-real-estate-a-storm-is-brewing

Universidad de SanAndres

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. “Productos derivados”. Consultada el 12 de mayo de 2016 a las 19:02 hs en http://www.cnmv.es/portal/inversor/Derivados.aspx

Comunicado “A” 5245. Banco Central de la República Argentina. 10 de noviembre de 2011. Consultada el 6 de abril a las 19:05 hs en http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5245.pdf

Comunicado “A” 5318 del Banco Central de la República Argentina. 31 de julio de 2012. Consultada el 01/07/2016 a las 19:36 hs en http://www.loa.org.ar/legNormaDetalle.aspx?id=21461

Coval Joshua, Jurek Jakub y Stafford Erik. "The Economics of Structured Finance", Harvard Business School, Working Paper 09-060, 2008.

Daher, Antonio. "El sector inmobiliario y las crisis económicas". Eure, septiembre 2013.

Diamond, Douglas W. y Rajan, Raghuram G. "The credit Crisis: Conjecture about Causes and Remedies", NBER Working Paper n°14739, febrero de 2009.

Efraim Benmelech y Dlugosz Jennifer. “The credit rating crisis”. NBER Working Paper, volumen 24, 2009.

El Territorio. "El valor de los inmuebles subió entre 150% y 488% desde 2003". Suplemento Económico, 9 de enero de 2012. Consultado el 14 de junio de 2016 a las 15:45 hs en http://www.elterritorio.com.ar/nota4.aspx?c=9167396906098352

Forbes. "EU en riesgo de nueva burbuja inmobiliaria". Economía y Finanzas, 27 de junio de 2013. Consultada el 20 de junio de 2016 a las 15:45 hs en http://www.forbes.com.mx/eu-en-riesgo-de-nueva-burbuja-inmobiliaria/#gs.73uH9DA

Gorton, Gary. "The Suprime Panic". Yale ICF Working Paper N°. 08-25, 2008.

Greenaw David, Hatzius Jan, Kashyap Anil K. y Shin Hyun S. 2008. "Levereged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", Proceedings of the U.S Monetary *Policy*

Universidad de San Andrés

Forum. Consultado el 25 de junio de 2016 a a las 22:55 hs en https://research.chicagobooth.edu/igm/docs/USMPF_FINAL_Print.pdf

Greenspan, Alan. “Economic Flexibiliy”. Discurso pronunciado en Washington, D.C, el 12 de octubre de 2005.

Greenspan, Alan. “Mortgage markets and economic activity”. Discurso pronunciado en Washington, D.C, el 2 de noviembre de 1999.

Greenspan, Alan. “Regulation, Innovation and Wealth Creation”. Discurso pronunciado en Londres, U.K, el 25 de septiembre de 2002.

Hidalgo Pallares, José. "A tres años del cepo cambiario, el sector inmobiliario vive su crisis más prolongada". La Nación, 25 de octubre de 2014. Consulta el 1 de julio de 2016, a las 22:45 hs en http://www.lanacion.com.ar/1738542-a-tres-anos-del-cepo-cambiario-el-sector-inmobiliario-vive-su-crisis-mas-prolongada.

Hull, John. *Fundamentals of futures and options markets*. Nueva Jersey: Pearson Prentice-Hall, 2008.

Jiménez Aguilera Juan de Dios y Sánchez María Teresa . “Mercado Hipotecario y Financiación a la Vivienda”, Mercados Financieros y Globalización, Papeles de Economía Española , 2002. núm. 94

Joint Economic Committee. "The 2007 Mortgage Statistical Annual, Key Data (2006)". Inside Mortgage Finance, Octubre de 2007.

Kantor, Damián. "Ventas de Inmuebles: el peor índice de los últimos 35 años". Clarín, 15 de junio de 2014. Consultada el 09 de julio de 2016 a las 12:03 hs en http://www.ieco.clarin.com/economia/Ventas-inmuebles-indice-ultimos-anos_0_1157284601.html

Kindleberger, Charles. “Bubbles”. En *The New Palgrave: A Dictionary of Economics* por John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman. New York: Stockton Press, 1987.

Universidad de San Andrés

Krugman, Paul. "The Moment of Truth", The new york times, 10 de octubre de 2008. Consultado el 20 de junio de 2016 a las 18:38 hs en http://www.nytimes.com/2013/08/16/opinion/krugman-moment-of-truthiness.html el día 29/04/2016 a las 20.35 hs.

Ley 19/1992, España. Consultada el 22 de junio de 2016 a las 19:40 hs en https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1992-16412&tn=1&p=19920714&vd =#preambulo

Mateo Jorge. *Números de marzo de 2016- mercado inmobiliario*. Comunicado de prensa del Colegio de Escribanos de la Provincia de Buenos Aires. 31 de marzo de 2016. Consultado el 10 de julio de 2016 a las 15:27 hs en http://www.colescba.org.ar/portal/novedades/sala-de-prensa/comunicados-de-prensa

Muñoz, Ramón. "¿Burbuja? ¿Qué burbuja?", El País, 6 de julio de 2008, sección Economía. Consultado en http://elpais.com/diario/2008/07/06/negocio/1215350068_ 850215.html, el 17 de junio de 2016.

Ocampo, Emilio. *La era de la burbuja.De cómo Estados Unidos llegó a la crisis.* Buenos Aires: Claridad, 2009.

Osorio, Juan Antonio. "La Burbuja Inmobiliaria en Estados Unidos". Banco Central de Reserva de El Salvador, 30 de mayo de 2008.

Partnoy, Frank. "How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers", University of San Diego School of Law, Paper N°07-46, 2006.

Reporte Inmobiliario. "Crisis Inmobiliaria" 16 de junio de 2014. Consultada el 20 de junio de 2016 a las 12:45 hs en http://www.reporteinmobiliario.com.ar/nuke/article2729-crisis-inmobiliaria.html

Sainz, Alfredo. "Fracasó la pesificación del mercado inmobiliario". La Nación, 22 de julio de 2014. Consultado el 02 de julio de 2016 a las 12: 40 hs en http://www.lanacion.com.ar/1711918-fracaso-la-pesificacion-del-mercado-inmobiliario

Universidad de San Andrés

Salvador, Rosa. 2004. "La concesión de hipotecas marca un alza récord del 25,3% en septiembre", *La Vanguardia*, 12 de noviembre, sección Economía. Consultado el 22 de junio de 2016 a las 23:50 hs en https://es.groups.yahoo.com/neo/groups/territori/conversations/messages/9741

Sánchez, Juan Carlos. "Titularización, características y revisión a partir de la crisis fiannciera". Banco Central de Reserva de El Salvador, septiembre de 2009.

Sánchez Martínez, María Teresa. "The Spanish Financial System: Facing up to the Real Estate Crisis and Credit Crunch". European Journal of Housing Policy, núm.2, junio de 2008: 181-196.

Sebastián, Miguel. "El ladrillo y la burbuja", El País, 22 de junio de 2003, sección Economía. Consultado en http://elpais.com/diario/2003/06/22/negocio/1056286344_850215.html, el 16 de junio de 2016.

Shiller, Robert J. *El estallido de la burbuja. Cómo se llego a la crisis y cómo salir de ella.* Barcelona: Ediciones gestión 2000, 2009.

Sokolowski, Darío. *Captación de propiedades y de clientes.* Buenos Aires: Bienes Raíces Ediciones, 2009.

Uranga, Francisco. "La vivienda sube un 3% en la zona euro, el mayor aumento Desde 2008". El País, Mercado Inmobiliario, 12 de julio de 2016. Consultado el 15 de julio de 2016 a las 18:58 hs en http://economia.elpais.com/economia/2016/07/12/actualidad/1468316569_708759.html

Universidad de SanAndrés

ANEXOS

ANEXO 1- Carta del 26 de mayo de 2006, de los inspectores del Banco de España dirigida a Pedro Solbes, Ministro de Economía y Hacienda

Señor Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda:

Los inspectores del Banco de España, a través de esta nota informativa, queremos distanciarnos de la complaciente lectura de la situación económica española que hace en sus últimas intervenciones el actual Gobernador del Banco de España, el señor don Jaime Caruana, y mostrar asimismo nuestra preocupación por su falta de voluntad para adoptar las medidas necesarias para hacer posible la reconducción de la delicada situación actual hasta hacerla más sostenible y segura. En sus más recientes intervenciones, el todavía responsable de la institución de supervisión bancaria en España además de obviar algunas de las principales causas de los desequilibrios actuales y de minimizar la importancia del riesgo latente en el sistema financiero español, ignora las previsibles consecuencias que para una parte del sistema económico y para un número considerable de familias, podría tener una posible evolución adversa del entorno económico. En nuestra opinión, -que en cuestiones de supervisión financiera entendemos cualificada, pues no somos nosotros los recién llagados a esta compleja labor técnica- ni todos los riesgos están tan controlados como afirma el Gobernador, ni es probable que las consecuencias sean tan limitadas como él propone si, finalmente, alguno de los mencionados riesgos latentes llega a materializarse.

Por todo ello, y como reflejo de la lealtad que le debemos a la Institución en la que trabajamos, los inspectores del Banco de España nos vemos en la obligación de hacer constar que el nivel de riesgo acumulado en el sistema financiero español como consecuencia de la anómala evolución del mercado inmobiliario en España en los últimos seis años es muy superior al que se desprende de la lectura de los mencionados discursos del Gobernador. Además, creemos qua su análisis sobre las circunstancias que han propiciado la delicada situación actual es, cuando menos parcial, ya que obvia una de sus causas más evidentes: la pasiva actitud adoptada por los órganos rectores del Banco de

Universidad de San Andrés

España -con su Gobernador a la cabeza- ante el insostenible crecimiento del crédito bancario en España durante los años del mandato del señor Caruana. En nuestra opinión, detrás de eses crecimiento desordenado del crédito -especialmente. en la parte dedicada a la financiación de la actividad inmobiliaria- se encuentra, en último término, la falta de determinación demostrada por al Gobernador para exigir a las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España el rigor en la asunción de riesgos exigible a gestores de recursos ajenos. Como consecuencia inmediata de esta ausencia de medidas, el proceso de aceleración del crédito bancario, originalmente circunscrito a las entidades con menor cultura en el control de sus riesgos, se ha ido extendiendo a las demás entidades de crédito que operan en el sistema financiero español por efecto de la, por otro lado saludable, competencia. De este modo, incluso las entidades con mejores sistemas de avaluación y gestión del riesgo, se han visto "obligadas" a entrar en esta carrera por la captación de negocio y -muy a su pesar y con el único objetivo de evitar ser expulsadas del mercado- han tenido que conceder operaciones cuya rentabilidad esperada no justificaba en modo alguno el riesgo asumido al concederlas.

En una, dinámica como la descrita. en donde la corrección de los excesos y errores sólo se produce una vez ha pasado algún tiempo -y normalmente mediante procesos de ajuste más o menos traumáticos-, es donde los mecanismos públicos de supervisión justifican su razón de ser, pues al estar al margen de las dinámicas competitivas del mercado pueden llevar a cabo evaluaciones de los riesgos en las que se toman como referencia periodos de tiempo más amplios, de forma que se consiga evitar, en lo posible, que las consecuencias de los errores cometidos por las entidades al conceder sus operaciones acaben siendo transferidas, de una manera u otra, a la Sociedad en su conjunto. La única institución con autoridad normativa y capacidad técnica suficientes para exigir de manera generalizada a todas las entidades del sistema financiero español una evaluación del riesgo coherente con los principios de rentabilidad esperada y eficiencia económica era, y es, el Banco de España. Desafortunadamente, en nuestra opinión, esta institución, durante los seis años de mandato del actual Gobernador, ha optado por mantener una actitud de pasiva complacencia que, o nuestro modo de ver, está en el origen de los desequilibrios que hoy denuncia el señor Caruana en sus intervenciones.

Por otro lado, este desmedido crecimiento del crédito bancario, destinado en su mayor parte a la financiación de la actividad inmobiliaria en todas sus fases -y, a nuestro entender, una de las causas principales de la extraordinaria subida del precio de los inmuebles en España-, ha acabado provocando otro tipo de problemas en las entidades de crédito españolas. Recientemente, algunos riesgos típicos del negocio bancario, como el riesgo de tipo de interés o el de liquidez, se han visto incrementados de forma muy acusada por la necesidad de las entidades de crédito de recurrir al ahorro exterior para conseguir los fondos necesarios para financiar el crecimiento de su inversión crediticia. Debido a que el incremento del pasivo tradicional -los depósitos bancarios- ha demostrado ser insuficiente para dar contrapartida al acelerado crecimiento del crédito, las entidades españolas han tenido que buscar fuentes adicionales de liquidez, y lo han hecho acudiendo a los mercados financieros de la zona del euro, aprovechando las posibilidades que proporciona la moneda única, Para ello, han recurrido principalmente a tres vías de financiación "no tradicionales": la emisión de "títulos híbridos de capital" -participaciones preferentes, deuda subordinada, etc.-; la segregación en títulos, para su posterior venta, de una parte de los activos de sus balances (es decir, titulizando activos); y, por último, captando liquidez a través del endeudamiento a corto plazo en los mercados interbancarios de la zona del euro. Esto, que en si mismo no es negativo -antes al contrario, pues seria reflojo de la progresiva convergencia de los mercados financieros de los países que han adoptado la divisa única-, si tiene implicaciones muy importantes para la rentabilidad futura de las entidades y, en último término, también para su propia solvencia. Así, respectivamente: a) los titulares de los híbridos de capital exigen rentabilidades muy superiores a la ofrecida a los titulares de los depósitos bancarios tradicionales; b) la venta de los títulos resultantes de los mencionados procesos de titulización, en muchos ocasiones, no alcanza a los tramos de mayor riesgo, lo que tiene como consecuencia que el riesgo de las carteras titulizadas no se transfieren al exterior del banco o caja en cuestión, acumulándose en sus balances; y c.) las favorables condiciones de financiación que hoy ofrecen los mercados interbancarios de la zona del euro pueden volverse menos favorables en un futuro próximo si las tendencias ya iniciadas de subida de tipos de interés se acentúan, haciendo que el recurso a esta fuente de financiación acabe siendo sustancialmente más cara que en la actualidad, Todo ello, que tiene su origen, en nuestra opinión, en la complaciente actitud del Gobernador ante el

desmedido crecimiento del crédito en España -principalmente, con destino en el sector inmobiliario-, ha incrementado la exposición de las entidades de crédito españolas a los riesgos mencionados.

Sin embargo, no queremos decir con esto que las entidades de crédito se hayan equivocado acudiendo a estas fuentes de financiación, pues, a fin de cuentas, el riesgo es parte intrínseca del negocio bancario y la misión de los gestores bancarios -y de sus supervisores públicos- no es rehuirlo, sino identificarlo y gestionarlo adecuadamente. En la medida en que no haya "terceros afectados" cuando el riesgo se materialice, la elección de las fuentes de financiación de las entidades de crédito es algo que compete a sus órganos de decisión, reservándose al supervisor únicamente la misión de garantizar que, efectivamente, las consecuencias de los errores no exceden la esfera de quien fue responsable de ellos. Sin embargo, insistimos, si nos preocupa que una parte de este crecimiento del crédito -el que ha exigido el recurso a estas nuevas fuentes de financiación- puede tener su origen en distorsiones competitivas causadas por una inadecuada gestión de las entidades con sistemas de control del riesgo más precarios, pues ello significaría que una parte importante del crecimiento del crédito experimentado por el sistema bancario español en los últimos años no estaría justificado por rentabilidades esperadas superiores a las históricas, sino por un proceso de deriva en la gestión de las entidades que he dado lugar a una relajación generalizada de los criterios de concesión del crédito. De ser esto así, las entidades de crédito españolas estarían operando sin afectar suficientemente sus cuentas de resultados con los cargos por provisiones necesarios para hacer frente a la pérdida esperada de sus carteras, por lo que, salvo que los gestores de las entidades hubieran decidido unilateralmente retener una parte de los beneficios de las sociedades que dirigen en forma de reservas, es previsible suponer que el nivel de solvencia de estas acabe viéndose afectado una vez cambie la coyuntura y se manifieste el riesgo latente en sus carteras. Si aquellas dotaciones voluntarias de reservas no se hubieran realizado y de ello se pudiera derivar un aumento inaceptable del riesgo asumido por el sistema, nosotros consideramos que el supervisor público podría -y debería- actuar para reconducir la situación.

Universidad de SanAndres

Decimos que podría actuar porque en esta ocasión, a diferencia de lo sucedido en los sonados casos de insolvencia societaria que han salido recientemente a la luz, la legislación española si reconoce medios normativos suficientes al Banco de España para que pueda actuar si sus órganos rectores lo consideran pertinente. La Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en su artículo 7. 8, dota a esta institución con "la capacidad para supervisar la solvencia, actuación y cumplimiento de la normativa especifica de las entidades de crédito", a la vez que, en virtud del articulo 23 de la misma Ley, la Comisión Ejecutiva del Banco de España -presidida por su Gobernador- tendrá asignada, entre otras, la tarea de "formular a las entidades de crédito las recomendaciones y requerimientos precisos, así como acordar respecto a ellas y a sus órganos de administración y dirección la incoación de expedientes sancionadores y las medidas de intervención, de sustitución de sus administraciones, o cualesquiera otras medidas cautelares previstas en el ordenamiento jurídico cuyo ejercicio se haya encomendado al Banco de España". Con estos instrumentos legales, y los que le reconoce la Ley 25/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito -así como los contenidos en sus propias circulares bancarias-, el Banco de España cuenta con los medios normativos necesarios para poner freno a los crecimientos del crédito que considere inadecuado. Es decir, aun cuando la normativa española de supervisión prudencial este lejos de ser perfecta, no son sus evidentes carencias las que explican la pasividad del Banco de España en los últimos seis años en la prevención de la creciente exposición de las entidades de crédito españolas a los riesgos relacionados con el sector inmobiliario, sino la voluntad de su máximo responsable, el Gobernador.

En resumen, los inspectores del Banco de España no compartimos la complaciente actitud del Gobernador del Banco de España ante la creciente acumulación de riesgos en el sistema bancario español derivados de la anómala evolución del mercado inmobiliario nacional durante sus seis años de mandato, ni tampoco coincidimos completamente con él sobre las causas del, a nuestro juicio, insostenible comportamiento de los precios de los inmuebles en España, ni sobre las medidas a adoptar para reconducir la situación hasta hacerla aceptable. El bienintencionado optimismo del Gobernador, lejos de tranquilizarnos, nos inquieta. Nosotros, los inspectores y técnicos de supervisión del Banco de España, precisamente porque somos los que examinamos *in situ* la situación de las entidades bajo el ámbito de

supervisión de esta institución, incluidas las sociedades de tasación, conocemos de primera mano la situación del sistema financiero español y la del mercado inmobiliario nacional -información que, come no podría ser de otra manera, hemos comunicado puntual y lealmente a los órganos rectores del Banco de España a través de nuestros informes de inspección- por lo que, siendo conscientes como nadie de las riesgos a las que nos enfrontamos, no podemos ser tan optimistas coma esta demostrado ser, al menos por ahora, nuestro Gobernador.

Si bien es cierto que también nosotros consideramos que la gran mayoría de las entidades de crédito españolas están bien capitalizadas y que, por ello, su solvencia no es previsible que se vea cornprometida aun en los escenarios más desfavorables, no lo es menos qua en estos mismos escenarios, y en otros no tan improbables, el número de familias qua tendrá que afrontar serias dificultades para hacer frente a sus compromisos financiaros crecerá de manera alarmante. En estas circunstancias, no podemos compartir las manifestaciones triunfalistas del que consideramos máximo responsable de la delicada situación actual.

Por todo ello, los inspectores del Banco de España queremos hacer constar que no compartimos el cándido optimismo del Gobernador ante la previsible evolución de la situación económica española, y que, desde nuestro punto de vista, y sin alarmismos injustificados, si hay motivos suficientes para la preocupación, especialmente si se tiene en cuenta el legado de los seis años de mandato del señor don Jaime Caruana.

-ASOCIACIÓN DE INSPECTORES DEL BANCO DE ESPAÑA-

Universidad de San Andrés

ANEXO 2- Entrevista al Vicepresidente del Colegio de Martilleros y Corredores Públicos de San Isidro

Crisis Inmobiliaria Argentina

Nombre: Miguel O`Reilly

Cargo: Socio de O`Reilly, Torrado & Sanguinetti y Vicepresidente del Colegio de Martilleros y Corredores Públicos de San Isidro (CMCPSI).

Número de colegiado: 5.199

Período durante el cual ocupó/ocupa ese cargo: En esta empresa hace 15 años, como Vicepresidente en el CMCPSI desde Mayo 2016.

Preguntas:

1-¿Cuándo considera que comenzó la última crisis inmobiliaria en argentina?

Octubre del 2011.

2- ¿Considera a esa crisis la peor crisis inmobiliaria que tuvo lugar en Argentina? ¿Por qué?

Fue muy importante, se podría decir que fue la peor por el tiempo que duró (4 años), y por lo insólito de la medida que la desató. Por primera vez en la historia, la causa no estuvo relacionada con una crisis económica, sino que fue consecuencia de una medida tomada por el propio gobierno de turno.

La crisis local institucional del 2001 y las crisis externas en USA y España en el 2009, fueron muy duras también, pero duraron menos tiempo y también generaron oportunidades.

3-¿Cuáles considera que son las causas de esta crisis?

El mercado inmobiliario argentino se transformó en un refugio de inversiones que reemplazaba a los productos financieros, poco confiables, sobre todo después de transitar

las repetidas crisis económicas locales (2001) y externas (2008 y 2009). Esto hizo repuntar la actividad local durante un par de años, hasta que el Gobierno de Cristina Fernández decidió intervenir el mercado cambiario. La medida enfrió la actividad y el cambio de reglas genero un largo periodo de adaptación a la nueva medida. La gran mayoría de las operaciones inmobiliarias se realizaban en dólares y esto dificulto todo.

4- ¿Qué papel jugaron los Cedines?

Fueron una herramienta más dentro de todas las medidas que se tomaron para intentar revertir la situación. Ayudaron en parte a resolver parte de la problemática.

5- ¿Cómo describiría al mercado hipotecario argentino antes de la crisis y durante ella? (me refiero a si había una gran cantidad de créditos o si no estaba tan desarrollado el mercado hipotecario).

Claramente el mercado hipotecario en Argentina es muy limitado. Producto de esto, se vieron beneficiados cientos de desarrolladores inmobiliarios que ofrecían productos "al costo" o "de pozo", en cuotas en pesos y sin interés, que intentaban palear la falta de opciones crediticias. En todos los países de la región, sobre todos en los limítrofes, los bancos son los principales actores del mercado inmobiliario, ofreciendo todo tipo de herramientas y facilidades a los consumidores. De ahí surgen algunos problemas típicos, por Ej: que los valores de los inmuebles locales están un 30% por debajo de los valores vecinos, ya que mientras en Argentina los inmuebles se pagan cash y en dólares, en los países vecinos se pagan a 30 años con tasas por debajo del digito y requisitos mínimos.

No creo que se pueda cambiar de un día para el otro, ni represente una tarea fácil. Para sanear el mercado hipotecario, primero habrá que controlar la inflación y ajustar los salarios, cosa nada fácil para un País que recién intenta aprender a caminar normalmente. Pero claramente, el éxito del mercado inmobiliario está supeditado al saneamiento del mercado hipotecario y las facilidades que éste pueda aportar al sector.

6- ¿Cuál considera que fue el factor fundamental que dió lugar a esta crisis? ¿Por qué?

El cepo cambiario. También influyeron La falta de crédito, la presión fiscal, la brutal inflación, etc… hay muchos factores que se fueron sumado, pero lo que detuvo el crecimiento de la actividad de golpe en 2011 y lo trasformó en un mercado recesivo durante 4 años, fue el cepo al dólar.

7-¿Cuál es la situación actual del mercado inmobiliario?

Está saliendo de la recesión. El ánimo de inversores y clientes es muy distinto. Se anuncian medidas que fomentarían la inversión en el sector, como el blanqueo de capitales y las nuevas líneas de crédito. A esto se suma la mejora en las relaciones con los países de la región y el resto del mundo, y si la lógica acompaña, mucho trabajo mediante, se traducirá en nuevas inversiones que motorizan la economía. Hay optimismo y el mercado inmobiliario es un sector con muy buenos antecedentes.

8- ¿Qué espera del mercado inmobiliario a futuro?

Si la economía acompaña y se logra recuperar el mercado hipotecario, el futuro es prominente. Es difícil determinar plazos y no existen medidas mágicas, pero todo parce indicar que le próximo año veremos algunos cambios. Como el sentido de la poda, antes habrá que atravesar un proceso difícil de ajustes y recortes que, ojalá sea el preámbulo de una gran etapa para el sector y el País.

Universidad de San Andrés