

LA TURBULENCIA HIPOTECARIA EN ESTADOS UNIDOS Y SU IMPACTO SOBRE COLOMBIA

La turbulencia que se ha desatado en los mercados financieros a raíz de la reciente crisis hipotecaria en Estados Unidos ha generado gran incertidumbre en cuanto a su posible impacto en los mercados emergentes.

Los bancos centrales en los países industrializados han adoptado una posición monetaria expansiva con el fin de neutralizar algunos de los efectos de la crisis. En Norteamérica la Reserva Federal bajó sus tasas de intervención, y hay gran expectativa de que continúen con esa tendencia, en especial tras conocer la disminución en las cifras de empleo. Hay temor de que estos datos estén reflejando un ajuste brusco en la demanda agregada. Sin embargo el escepticismo se desvanece cuando se observan las cifras de ventas que siguen manteniéndose relativamente fuertes.

En esta edición de Semana Económica se analizan los efectos que esta crisis podría tener en los mercados emergentes. Anticipamos que nuestra posición es optimista, y creemos que el impacto sobre la economía colombiana será leve.

El canal financiero

Hay dos posibles canales a través de los cuales la crisis del mercado hipotecario americano podría golpear a Colombia: el financiero y el comercial.

El financiero corresponde a la forma en que los inversionistas internacionales han

ajustado sus percepciones de riesgo frente a los diferentes activos como respuesta al hecho de haber identificado mayores riesgos en activos que consideraban seguros (las titularizaciones hipotecarias).

Para ilustrar esta situación, conviene traer a colación la génesis de la actual turbulencia. La crisis tuvo su origen en el mercado de los créditos para vivienda de alto riesgo: los llamados “subprime mortgages” que por su naturaleza son créditos con una probabilidad de pago menor dado que los requisitos para otorgarlos son menos estrictos y la gran mayoría se otorgan a tasas de interés variables. A finales de los años noventa y durante los primeros años de 2000, en respuesta al boom hipotecario que se vivía en Estados Unidos, se intensificó notablemente el otorgamiento de este tipo de préstamos.

La expansión estuvo acompañada por el diseño de instrumentos financieros para potenciar los bonos obtenidos de la titularización de estos créditos. Las titularizaciones de los créditos “subprime” se estructuraban de manera que se obtuvieran diferentes niveles de prelación otorgando mayor protección a los niveles más “senior”. Los créditos exigían niveles elevados de colateralización y cobraban tasas de interés más altas. La combinación de estos factores permitió construir instrumentos financieros muy bien calificados y considerados como poco riesgosos. Por este mecanismo se obtuvo financiación para el segmento de hipotecas de alto riesgo en un momento en que los inversionistas buscaban títulos valores con retornos elevados.

La crisis estalló cuando empezó a desacelerarse el ritmo de crecimiento del precio de las viviendas y empezaron a subir las tasas de interés. Con precios altos y gran demanda por activos inmobiliarios, los hogares que entraban en problemas financieros podían vender su activo y así prepagar la deuda. Pero cuando caen los precios y empiezan a subir las tasas de interés, como efectivamente ocurrió, esto deja de ser una salida viable dado que llega el momento en el cual el valor de la deuda supera el del activo. Como consecuencia de esto, entre el 2005 y lo corrido del 2007, la tasa de incumplimientos en el pago de los créditos “subprime” pasó de 6% a niveles superiores al 12%.

El impacto más directo de las dificultades que enfrentan los deudores en Estados Unidos ha sido sobre los originadores de crédito, en particular para las hipotecas de alto riesgo. Muchas instituciones han cerrado, quebrado, o han sido absorbidas por otras entidades. Gran parte de las pérdidas sin embargo, se han concentrado en inversionistas ubicados en el otro extremo de la cadena de titularizaciones, donde es más difícil identificar con total claridad quienes son los afectados dado que en una titularización el riesgo puede terminar distribuyéndose a lo largo y ancho de la economía mundial.

Esto es precisamente lo que ha generado mayor incertidumbre y por ende movimientos en los mercados financieros. La preocupación principal reside en la posibilidad de que haya algún tipo de “contagio” hacia otros mercados.

Según reportes de algunos medios internacionales, el apretón crediticio que se está observando en el mercado hipotecario norteamericano estaría trasladándose a otros mercados. Si bien esta preocupación es real, la evidencia disponible no muestra un fuerte impacto. De hecho, el diferencial que se paga sobre los bonos corporativos de alto riesgo no se ha ajustado de manera importante como

se esperaba en presencia de un fuerte apretón crediticio, lo que sugiere que, al menos de momento, no hay una crisis latente.

Lo que parece estar sucediendo, sin embargo, es que después de la debacle en el segmento de crédito de alto riesgo, los inversionistas están revaluando su percepción sobre otros riesgos. Esto porque la probabilidad que le habían asignado al incumplimiento de los créditos hipotecarios de alto riesgo resultó ser superior a la estimada inicialmente.

Esta corrección ha llevado a concluir que las calificaciones crediticias otorgadas a bonos respaldados en este tipo de hipotecas estaban sobreestimadas. De hecho, en lo corrido de la crisis el precio de los bonos titularizados ha bajado significativamente a la par que muchos de ellos han tenido severas caídas en su calificación. Los bonos y las monedas de los mercados emergentes son parte de los riesgos que están siendo revaluados, y por ello los spreads de los EMBI han subido cerca de 50 puntos básicos.

Como la crisis ha generado una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas, ello indica que el alza observada en la tasas de interés en países como Colombia tiene, al menos parcialmente, un efecto permanente. Si bien, como lo muestran los datos, no se prevé un ajuste exagerado como el observado a finales de la década del noventa, es de esperarse algún ajuste en la valoración de los activos financieros de los mercados emergentes.

El canal comercial

El otro posible canal de contagio es el comercial. Se teme que una desaceleración de la economía de los Estados Unidos afecte el crecimiento del resto del mundo, en especial a las economías emergentes. Esta preocupación se sustenta en el hecho de que la economía norteamericana no sólo representa una quinta parte de la economía

global sino que también es la más importadora del mundo.

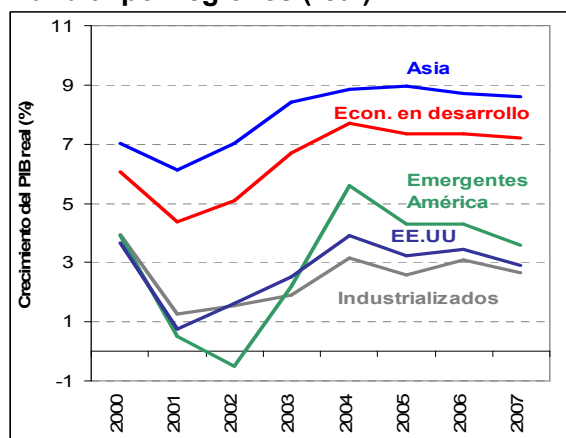
Si bien es cierto que en el pasado las recesiones en este país han estado fuertemente correlacionadas con recesiones en otras partes del mundo, estudios recientes muestran que esta correlación ocurre cuando las recesiones se explican por factores globales y no por factores específicos de Estados Unidos. Ejemplo de ello es la crisis petrolera en los años setenta, período en el que la economía norteamericana y gran parte del mundo experimentó una fuerte pausa en el ritmo de crecimiento económico.

Lo mismo sucedió durante la recesión mundial de 2001, originada en buena medida por el quiebre de la burbuja especulativa asociada al boom de las empresas de información y tecnología. Sin embargo, ese país también ha experimentado episodios de recesión que no han estado ligados a choques externos, tal y como ocurrió en el año 1991.

Durante ese período las economías del resto de países industrializados así como las de América Latina y de Asia emergente continuaron creciendo. Al respecto, cabe resaltar que la recesión de 1991 en Estados Unidos se debió a un problema puramente interno como lo fue la crisis financiera desatada a raíz de las quiebras de los intermediarios de ahorro y préstamo (savings and loans). De igual forma, en 1986 y 1995 la desaceleración del producto estadounidense no provocó cambios sustanciales en el crecimiento mundial.

La situación actual del mundo se parece más a la de 1986, 1991 o 1995, que a otros episodios de desaceleración económica que haya experimentado la economía norteamericana. El mundo ha mantenido un crecimiento vigoroso en los últimos años pese a la leve desaceleración estimada para 2007, y los signos de recesión en Estados Unidos parecen estar concentrándose en ese país.

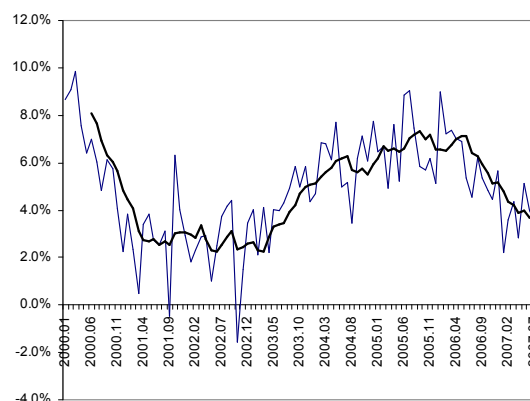
Gráfico 1: Crecimiento del PIB a nivel mundial por regiones (real)



Fuente: World Economic Outlook. FMI

Aún así la pérdida de dinamismo parece no ser tan pronunciada como en 2001, y lo que se ve es que la economía estadounidense ya se está estabilizando y comienza a recuperarse. Los datos de ventas al por menor, un indicador líder de la actividad económica comúnmente utilizado así lo demuestran (ver gráfico 2).

**Gráfico 2: Ventas al por menor
Crecimiento anual**



Fuente: US Census Bureau

Después de una fuerte caída del crecimiento de las ventas desde el primer trimestre del 2006, se ha dado una

recuperación en este importante indicador. Los datos de agosto registran valores cercanos a 4%.

Igualmente los mercados de valores de EEUU, en medio de una gran volatilidad, muestran recuperaciones importantes y estabilidad en los últimos meses. En el gráfico 3 se puede apreciar el comportamiento del índice accionario Dow Jones. Después de una corrección severa a mediados de julio y principios de agosto, se nota mayor estabilidad en ese mercado que internaliza la percepción, tanto de consumidores como de inversionistas, de una gran solidez económica en las empresas.

Gráfico 3: Índice Dow Jones



En resumen, la evidencia de una fuerte recesión en los Estados Unidos no es concluyente. Si bien es cierto que hay una desaceleración, no se puede afirmar que ese país entrará en una fuerte recesión que detenga el crecimiento del mundo. Los datos sugieren que hay estabilidad e indicios de recuperación. Más aún, comparado con otros períodos de desaceleración parece ser que este es motivado por factores puramente domésticos que en el pasado no han tenido canales de contagio significativos hacia el resto del mundo.

La decisión de disminuir en 50 puntos básicos la tasa de interés de intervención adoptada por la FED en días pasados, es un mensaje claro para los mercados sobre la importancia que esa entidad otorga a la situación de la actividad económica, lo cual reduce los riesgos de una recesión.

Si bien esto no descarta la posibilidad de que las exportaciones de países como Colombia hacia Norteamérica registren alguna disminución, no parece que se vaya a registrar un impacto muy fuerte que comprometa el crecimiento de la economía colombiana.

Comentario final

En resumen, creemos que el impacto del problema hipotecario en Estados Unidos, ya sea por canales financieros o reales no afectará de manera significativa la actividad económica colombiana. Los ajustes financieros que se desprenden de la mayor percepción de riesgo por parte de los inversores ya se dieron o están por terminar de darse. Por fortuna para todos, la crisis hipotecaria que se está dando en Estados Unidos ocurre cuando el crecimiento mundial es fuerte y dinámico, por lo que sus posibles impactos sobre el resto del mundo, en especial el emergente, se han contenido.