



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO.**

**FACULTAD DE ECONOMIA**

DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**TESIS**

**CRISIS HIPOTECARIA:  
ANTECEDENTES, DESENLACE Y PROPUESTAS**

ALUMNO: DAVID BORDIER CÓRDOVA.

TUTORA: DRA. ALICIA ADELAIDA GIRON GONZÁLEZ

MEXICO, D.F., SEPTIEMBRE DE 2008.



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

# INDICE

	Pág.
<b>PROTOCOLO</b>	<b>3</b>
<b>CAPITULO PRIMERO: MARCO TEORICO.</b>	
INTRODUCCION	7
1. ANTECEDENTES.	9
2. MARCO TEORICO	11
2.1. Los PostKeynesianos	14
2.2. Los Monetaristas	23
3. CONCLUSIONES	27
<b>CAPITULO SEGUNDO: ANTECEDENTES, FACTORES Y DESARROLLO.</b>	
INTRODUCCION	29
1. ANTECEDENTES HISTORICOS	31
1.1. La caída del Sistema Bretton Woods y la inflación Financiera	31
1.2. La especulación.	33
1.3. Especulación inmobiliaria	34
1.4. El sistema financiero inmobiliario y la influencia del mercado hipotecario en la economía.	37
2. FACTORES CAUSANTES DE LA CRISIS HIPOTECARIA	
2.1. La burbuja tecnológica.	43
2.2. La época de bajas tasas de interés	47
2.3. La formación de la burbuja inmobiliaria	51
2.4. La caída del mercado inmobiliario	54
2.5. El incremento de las tasas de interés	57
3. LA CRISIS HIPOTECARIA.	
3.1. Inicio: El estallido.	61
3.2. Desarrollo: Propagación	62
3.3. Consecuencias. Recesión e inflación.	69
4. CONCLUSIONES	73
<b>CAPITULO TERCERO: SURGIMIENTO Y CONFORMACION DE UN NUEVO MODELO BANCARIO</b>	
INTRODUCCION	77
1. Función y Objetivos de la Reserva Federal	78
2. Conformación de un nuevo sistema bancario de los Estados Unidos.	82
3. La estructura de deudas en el nuevo sistema bancario.	85
4. Los márgenes de seguridad.	87
5. El papel de los márgenes de seguridad en el nuevo modelo bancario.	90
6. Reforma financiera en los Estados Unidos	94
7. CONCLUSIONES	97
<b>CONCLUSIONES FINALES</b>	<b>99</b>
BIBLIOGRAFIA	105

# PROTOCOLO

## 1.- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA:

Las hipotecas de alto riesgo, llamadas en Estados Unidos hipotecas *subprime*, son un tipo especial de financiamiento utilizado para la adquisición de vivienda, cuya principal característica es que son otorgadas a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Por lo anterior, la tasa de interés es más elevada que en los préstamos personales, aunque en los primeros años gozan de un tipo de interés promocional, debido también a que para el acceso a estos créditos no es necesario comprobar ingresos ni otorgar ninguna garantía, las comisiones bancarias resultan más gravosas.

Dado que la deuda puede ser objeto de venta y transacción económica mediante compra de bonos o titularizaciones de crédito, las hipotecas *subprime* pueden ser retiradas del pasivo del balance de la entidad concesionaria, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones. En algunos casos, la inversión se realiza mediante el llamado *carry trade*<sup>1</sup>. El problema surge cuando el inversor desconoce el verdadero riesgo de ese activo financiero

Han sido varios los antecedentes y detonadores de la actual crisis hipotecaria de los Estados Unidos. Desde finales de la década de los noventa el crecimiento de los precios de la vivienda comenzó a acelerarse creando una burbuja inmobiliaria a nivel mundial, provocada por un nivel bajo de los tipos de interés y la búsqueda de la rentabilidad del capital. Este trabajo pretende su investigación y análisis.

Una de las causas determinantes para el desencadenamiento del caos financiero ha sido la caída de los precios en el mercado inmobiliario. Tanto para los consumidores de vivienda como para los bancos. La burbuja inmobiliaria aportó atractivas oportunidades para el lucro especulativo, por un lado los consumidores adquirían viviendas cuyo precio a los pocos días aumentaba creando un efecto

---

<sup>1</sup> Técnica que los grandes inversores llevan practicando en el mercado Forex, a través de la compra de una divisa para simultáneamente vender la otra, es decir, nos financiamos en una divisa e invertimos ese dinero en otra. El inversor de esta forma apuesta a que una de las divisas se va a apreciar (divisa de inversión) respecto a la otra (divisa de financiación).

riqueza del cual podían gozar al solicitar préstamos bancarios utilizando como garantía su inmueble. Tanto prestatarios como prestamistas, confiados en que el precio de la vivienda seguiría aumentando no se preocuparon por las probabilidades del impago de las hipotecas. En el entendido que aunque se llegará a presentar algún evento imprevisto tanto el banco como el deudor sabían que su inmueble sobrevaluado cubriría el préstamo.

Por otro lado, el cambio de política monetaria norteamericana provocó la elevación progresiva de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, así como el incremento natural de las cuotas de los créditos hipotecarios. Las cuotas de los créditos hipotecarios incidieron en el aumento de la tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones. Importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo. Esto provocó una repentina contracción del crédito (*credit crunch*) y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de desconfianza y pánico inversionista; y, una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo. La evidencia de esta crisis se manifestó en la repentina falta de liquidez.

## **2.- JUSTIFICACIÓN:**

La razón fundamental para la elaboración de esta investigación es aportar un estudio detallado de un fenómeno que tiene y tendrá repercusiones en la economía mundial. Con un análisis correcto de la crisis hipotecaria podremos identificar situaciones y patrones que en un futuro podrían ser detectados con anticipación a fin de evitar que se vuelvan a presentar conflictos financieros tan perniciosos para la economía; no obstante, que las crisis son inherentes al sistema capitalista.

## **3.- OBJETIVOS:**

El presente trabajo de investigación analiza la crisis hipotecaria de Estados Unidos iniciada en agosto de 2007 y su posterior desarrollo hasta mayo de 2008, con la finalidad de conocer sus causas, consecuencias y sus implicaciones financieras en un escenario donde las economías del mundo se encuentran cada vez más correlacionadas.

Asimismo, se pretende comprobar que la especulación en cualquier mercado tiende a distorsionar los precios, provocando burbujas y comportamientos irracionales de los agentes económicos, teniendo como resultado crisis en el sistema económico.

## **4.- HIPOTESIS:**

La crisis tecnológica del 2001 y los atentados del 11 de septiembre provocaron un clima de inestabilidad financiera internacional, que provocó una huida del capital especulativo en dirección a los bienes inmuebles. En los Estados Unidos, como en muchos otros países occidentales, se formó una enorme burbuja especulativa

ligada a los activos inmobiliarios provocando un incremento, nunca antes visto, de los precios de los inmuebles. Dicha burbuja especulativa se vio favorecida por un ambiente de aparente holgura económica, gracias a los niveles inusualmente bajos de los tipos de interés, donde abundó la liquidez y el crédito para el consumo.

Los bajos tipos de interés y la innovación financiera de productos hipotecarios promovieron la compra y venta de vivienda en Estados Unidos, con fines especulativos pues el mercado aportaba grandes beneficios a los inversores, sin embargo una gran mayoría de estas hipotecas estuvieron apalancadas con créditos con tasas de interés variables, los cuales se vieron afectados por la decisión de la Reserva Federal de incrementar las tasas de interés en el 2006, con la intención de controlar la inflación que desde el 2004 venía incrementándose. Asimismo el relajamiento de los requisitos para el otorgamiento de créditos, permitió que estos se otorgaran sin exigir y confirmar la capacidad financiera de los agentes, situación que para los bancos dejó de ser motivo de preocupación, a partir de la innovación financiera que les permitió empaquetar dichos créditos para venderlos a un tercer inversionista, quien sería el responsable de asumir el riesgo del impago de los mismos. Este contexto provocó una expansión del crédito y una contracción del riesgo crediticio.

El incremento en las tasas de interés de los créditos hipotecarios y la caída del mercado inmobiliario, provocó un crecimiento en las ejecuciones hipotecarias debidas al impago de la deuda, por otro lado las entidades que adquirieron los créditos, a través de la titularización de los mismos, comenzaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a los inversores. En agosto de 2007, la crisis hipotecaria se trasladó a los mercados bursátiles del mundo, provocando caídas en todos sus índices.

### **NOTA ACLARATORIA**

El presente trabajo contiene por su naturaleza, una gran cantidad de cifras y montos monetarios que por su tamaño son difíciles de asimilar, aunado a esto nos enfrentamos con la confusión generalizada de los billones y trillones, por tal motivo decidí plasmar en el trabajo las cifras expresadas en términos numéricos, utilizando el sistema de la lengua española donde un billón equivale a  $10^{12}$ , es decir un millón de millones.

# CAPITULO PRIMERO:

## MARCO TEORICO

### Resumen

Este primer capítulo ofrece el marco teórico dentro del cual se analizará la actual crisis hipotecaria en los Estados Unidos. La mejor teoría para la interpretación y explicación de las crisis financieras, la encontramos en la escuela postkeynesiana, que a través de uno de sus exponentes más influyentes: Hyman P. Minsky ofrece el modelo de la inestabilidad inherente del sistema capitalista, que describe a la perfección el fenómeno económico conocido como crisis financiera.

### INTRODUCCION:

En este primer capítulo se establece el marco teórico bajo el cual habrá de analizarse la crisis hipotecaria en los Estados Unidos surgida a mediados del 2007. Antes de presentar el desarrollo del marco teórico, creí conveniente referirme a las contradicciones del proceso de acumulación de capital, para tener una idea más clara de la crisis dentro del sistema capitalista y comprender la naturaleza de la fragilidad financiera y el riesgo sistémico<sup>1</sup>.

El marco teórico del presente trabajo incluye el análisis de dos visiones opuestas para el estudio y comprensión de las crisis financieras, ambas teorías difieren radicalmente a partir de un elemento básico en toda economía: el dinero. Para los monetaristas, en el largo plazo, el dinero no tiene ningún efecto real en la producción, por ello cuestionan la eficacia de la política fiscal y monetaria para resolver el problema de desempleo, por el contrario para Keynes el dinero es real al igual que sus efectos sobre la economía, justificación teórica para la implementación de políticas intervencionistas para estimular la producción y el empleo.

Por la naturaleza y comportamiento de esta crisis financiera, la escuela post-keynesiana es la que aporta los mayores elementos para el análisis. Esta escuela, como ya lo he mencionado, esta basada en los principios plasmados por John Maynard Keynes en su teoría económica. La obra de Keynes surgió ante la necesidad de comprender las consecuencias de la profundidad y gravedad de la crisis del sistema económico capitalista que la ortodoxia económica no podía explicar a finales de los años veinte del siglo pasado.

---

<sup>1</sup> El riesgo sistémico describe el efecto de las crisis en los mercados financieros que desencadenan cambios imprevistos en los precios y en las cantidades en los mercados de crédito o de activos, provocando la quiebra de instituciones financieras.

El interés por comprender a fondo la teoría keynesiana y tomar de ella sus principios básicos para el análisis económico promovió el surgimiento de la corriente postkeynesiana. Dos importantes autores representantes de esta escuela, Hyman P. Minsky y Charles P. Kindleberger apoyan la teoría que asegura que un proceso endógeno de la economía engendra inestabilidad financiera, lo que a su vez se traduce en crisis económicas. Lo anterior, llevó a Minsky a formular la llamada hipótesis de la inestabilidad financiera, la cual afirma que las estructuras de una economía capitalista tienden a debilitarse después de un periodo de auge económico.

La mayoría de los análisis publicados por Whalen (2007), Kregel (2007 y 2008) y Wray (2007 y 2008) desde el inicio de la crisis han coincidido en la importancia de los aportes de Minsky pues el estallido de la burbuja inmobiliaria concuerda con la fase descrita por el autor, con el llamado "*Momento Minsky*" donde los inversores sobre-endeudados se ven obligados a vender incluso sus inversiones más sólidas para poder pagar sus préstamos, lo que provoca grandes pérdidas en todos los mercados y una ingente demanda de liquidez que obliga a los bancos centrales a prestar dinero a manos llenas. Esta situación a su vez provoca un incremento del llamado riesgo moral, que es la incitación a adoptar riesgos excesivos, sabiendo que no se sufrirá ningún tipo de sanción.

Por su parte Kindleberger, en su libro *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises* (1978), apoyado en las tesis de Minsky, aporta un modelo de siete fases, comenzando con una perturbación o un shock que sacude al sistema macroeconómico, puede ser el invento de una nueva tecnología o el estallido o fin de una guerra, un cambio en la política económica o el surgimiento innovaciones en el mercado financiero. Posteriormente viene la expansión que provoca que los inversores busquen aprovechar los beneficios de la coyuntura, incrementando la demanda por los productos recientemente inventados, con ello los precios en el sector empiezan a subir, alimentando manías de inversión especulativas. Esta euforia por los bienes cuyo precio se incrementa rápidamente provoca una expansión del crédito bancario y el mercado comienza a calentarse.

Tarde o temprano la burbuja especulativa estalla, los precios de los bienes tienden al equilibrio y los agentes deciden desprenderse de ellos por dinero en efectivo, reemplazando a la euforia por el miedo; los inexpertos que no lograron deshacerse a tiempo de los activos comienzan a vender, sin embargo se encuentran con la dificultad de que no existen compradores. Llega el pánico. Los precios se desploman, el crédito se corta, y las pérdidas comienzan a acumularse. Se presenta la crisis, la revulsión y el descrédito llevan al pánico y este se retroalimenta del mismo modo que sucedía con la especulación. Este modelo explica el surgimiento, desarrollo y desenlace de una crisis financiera, el cual es utilizado en el presente trabajo para relacionar los distintos periodos que ha presentado la crisis hipotecaria.

## 1. ANTECEDENTES

Las grandes crisis que han existido en la historia del capitalismo han sido producto del fracaso de los regímenes de acumulación de capital. Cada régimen implica un tipo de evolución de organización de la producción y de relación de los asalariados con los medios de producción; un horizonte temporal de valorización del capital, sobre cuya base pueden derivarse unos principios de gestión; un reparto del valor que permite la reproducción dinámica de las diferentes clases o grupos sociales; y una composición de la demanda social acorde con la evolución de las capacidades de producción (Boyer, 1986:46). La necesidad de combinar todos estos elementos permite comprender por qué un régimen de acumulación puede presentar desde el origen contradicciones tan importantes que no le permitan convertirse en un régimen de crecimiento sostenido (Aglietta, 1988: 56), pues depende de un innumerables factores como nuevas formas de producción, nuevas formas de explotación del trabajo asalariado, modificaciones en las relaciones entre el centro y la periferia; reforma de instituciones existentes y creación de nuevas instituciones, etc.

Cuando este conjunto de elementos entra en crisis, la articulación de las dos leyes de la ganancia (la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia y la ley de la formación de la ganancia media) deja de operar por la llamada sobre acumulación absoluta del capital (Marx, 1843). La tasa media de ganancia disminuye por el incremento de la composición orgánica del capital, que durante la expansión mantuvo la rentabilidad en niveles suficientes para la continuidad del proceso de reproducción del capital. La baja de la tasa de ganancia desalienta el proceso de inversión y restringe la demanda efectiva.

Estas contradicciones inherentes del sistema llevaron al término de la prosperidad de la Época Dorada del capitalismo. La crisis del modo de regulación fordista desencadenó un conjunto de procesos de destrucción-reestructuración de los sistemas productivos vigentes, así como de las instituciones y de las políticas económicas de los gobiernos (Guillen, 2007:286). La inestabilidad económica comenzó hacia finales de los sesenta y tomó mayor fuerza al iniciar los setentas con importantes sucesos: el aumento de los precios del petróleo, y el término del sistema de Bretton Woods que implicaba un sistema de cambios fijos y el crecimiento excesivo de la deuda de los países del Tercer Mundo. Dichos acontecimientos, se sumaron a la caída, en 1987, del mercado accionario norteamericano, que incitó a los inversionistas a buscar un régimen económico que pudiera ofrecer mayores tasas de rentabilidad, surgiendo así el régimen neoliberal, basado en la desregulación, la liberalización, la privatización y la integración global cada vez mayor, bajo la promesa de que una vez eliminadas las distorsiones del gobierno en los mercados globales y al fluir libremente los beneficios de la nueva información basados en la revolución tecnológica, el

crecimiento sería más alto y el desempleo más bajo. La mano invisible<sup>2</sup> de los mercados liberalizados reemplazaría el control gubernamental y las restricciones en el flujo de bienes y capitales terminarían creando una economía global integrada y liberalizada. Este proyecto político-económico es conocido como la globalización neoliberal. (Crotty, 2002:02).

La caída del bloque soviético y la transición política y económica de un gran número de países hacia sociedades de mercado, crearon un nuevo marco para las relaciones internacionales y un cambio radical en la geopolítica producto del sistema bipolar. La tendencia generalizada hacia la economía de mercado puede ser vista como un primer acercamiento al concepto de globalización (Girón y Correa, 2004:21)

Los promotores de la globalización y del modelo neoliberal, se basaron en la teoría económica neoclásica, que sostiene que a menor interferencia gubernamental mayor eficiencia de la economía global, asumiendo que bajo un sistema de mercados perfectamente competitivos se tiende a la completa utilización del capital productivo y del trabajo, creando un equilibrio entre la demanda agregada y la plena capacidad productiva, es decir el cumplimiento de la Ley de Say. (Crotty, 2002:03)

Este sistema hizo posibles los profundos cambios del entorno institucional financiero y de las organizaciones del capital financiero (comenzando por los fondos de pensiones y los fondos de inversión) que introdujeron en los grupos multinacionales industriales formas de gestión (el “gobierno de la empresa”, basado en la creación de valor) que les permitió ejercer un control directo sobre el valor generado en el proceso productivo. (Chesnais, 2000: 59)

En el entorno empresarial, la presión que han ejercido los mercados de capital y los accionistas ha reorientado la estrategia de las empresas involucrándolas más en operaciones financieras, pues mientras que en los años sesenta y setenta se caracterizaron por una clara propensión al crecimiento y a la creación de grandes grupos, desde mediados de los ochenta se observa una tendencia a la reducción de tamaño (*down-sizing*), para conservar los beneficios y destinarlos a la financiación. Las empresas llevan a cabo despidos masivos y externalizan cada vez más sus servicios (*outsourcing*). Optan por tecnologías que ahorran más materias primas, y reducen la gama de productos y las líneas de producción. (Hallary, 2003:88)

La globalización, la flexibilización de los mercados laborales, la liberalización, la desregulación comercial y financiera, así como la instauración de un régimen de acumulación con dominación financiera fueron procesos que surgieron como respuesta de los sectores de punta del capital y de sus gobiernos, en su búsqueda

---

<sup>2</sup> El concepto de “La mano invisible” esta basado en la metáfora que utilizó Adam Smith en su obra *La riqueza de las naciones* (1776) para referirse al esfuerzo natural de cada individuo por mejorar su situación guía a la sociedad hacia la riqueza y la prosperidad.

por una salida de la crisis. Las medidas de desregulación de los mercados financieros; el estímulo, a veces apremiante, a los hogares para que orientasen sus ahorros hacia esos mercados; las políticas monetarias favorables, como el suministro de liquidez, fueron medidas que consolidaron la dominación del capital financiero. (Serfatti, 2000:60)

Los beneficios de dicho proyecto eran numerosos, en el sector financiero, la liberalización permitiría tasas de interés más bajas y a una mayor inversión global, gracias a que los ahorros serían destinados a los proyectos de inversión más productivos, no importando en que lugar del mundo estuvieran; el dinero y la tecnología fluirían de los países avanzados, ricos en conocimiento y capital, a los países más pobres, ricos en oportunidades, cerrándose así la brecha económica entre ambos grupos de países.

Desafortunadamente, los beneficios prometidos por el neoliberalismo aun no se han materializado, al menos no para la mayor parte de la población mundial. El crecimiento del ingreso global se ha hecho más lento, el de la productividad se ha deteriorado, el del salario real ha declinado, la inequidad se ha elevado en la mayoría de los países, las naciones menos desarrolladas se han rezagado aun más respecto a las más avanzadas (Crotty, 2007). Los críticos afirman que esto se debe al abandono de los objetivos de crecimiento por un manejo activo de la demanda que provoca un lento crecimiento real del Producto Interno Bruto y un incremento del desempleo. Por otra parte, la liberalización financiera ha provocado una emigración de las inversiones de los sectores productivos a los mercados especulativos incrementando la inestabilidad en los mercados financieros globales.

Para comprender la naturaleza de la fragilidad financiera y el riesgo sistémico engendrados por la mundialización financiera es necesario enmarcarlos en el contexto del funcionamiento del régimen de acumulación de capital que conocemos desde finales de la década de los ochenta, llamado por Chesnais *El régimen mundializado dominado por lo financiero*. Dicho régimen se encontraba dominado por lo financiero, pues su origen y consolidación se han producido a medida que se ha reforzado el grado de concentración financiera; a partir de la década de los ochenta, los inversores financieros han conseguido que los gobiernos apliquen políticas que les garanticen tipos de interés elevados y una gran seguridad en el cobro de todos los ingresos vinculados a los préstamos (Chesnais, 2000:47)

## **2. MARCO TEORICO:**

En este apartado se presentan dos enfoques desde los cuales puede analizarse un mismo fenómeno económico como lo es una crisis financiera. Por un lado tenemos la base teórica que surgió a partir de la escuela keynesiana y por otro

lado la concepción monetarista, basada en la escuela neoclásica, que asume la falta de liquidez como principal causa de los colapsos financieros.

Ambas teorías tienen a la vez sus raíces en dos visiones distintas del dinero. Por un lado los monetaristas se apoyan en la teoría cuantitativa del dinero de Irving Fisher, mientras que Keynes se basa en los aportes de Knut Wicksell que afirmaba que el óptimo de bienestar de una sociedad es fruto de decisiones humanas (políticas públicas), y no consecuencia de algún mecanismo automático.

La contribución mas importante de Wicksell fue su teoría del interés, pues hizo una distinción clave entre la tasa de interés natural y la tasa de interés monetaria. La tasa de interés del dinero, para Wicksell, era básicamente la tasa de interés del mercado de capitales; la tasa de interés natural era la retribución esperada de un determinado capital (i.e. la tasa de interés a la que la oferta y la demanda se equilibran en el mercado de bienes reales), por lo que no era necesario para determinarla los mercados de capitales. La diferencia de los dos tipos de intereses es una de las principales causas del ciclo económico. Según esta teoría, un boom económico ocurría cuando la tasa de interés natural era mayor que la del mercado. Por eso afirmaba que si la tasa de interés del dinero disminuye por debajo de la natural, ocurre una expansión económica. Esta idea fue utilizada para formalizar la teoría de los ciclos de negocios basada en los cambios de la política del banco central en la cantidad de dinero de la economía.

Por su parte, Fisher expuso una explicación de la teoría cuantitativa del dinero basada casi exclusivamente en los precios a largo plazo. Ambos economistas coincidían en que en la base de los ciclos económicos y de las crisis estaba la política monetaria del gobierno, su desacuerdo no fue resuelto, y fue heredado en los debates acerca de la política económica entre keynesianos y monetaristas que comenzaría medio siglo más tarde.

Para Keynes los auges y depresiones son fenómenos propios de una economía, en la cual la moneda no es neutra, y llegó a la conclusión que era necesario desarrollar una teoría monetaria de la producción debido a que el dinero tiene una influencia decisiva en el proceso de inversión, en el inicio y final del ciclo del capital (D-M-D'), y, por lo tanto, juega un papel preponderante en las llamadas "grandes crisis del capitalismo". Este planteamiento significa un rompimiento con el pensamiento neoclásico, y asume la existencia de un "velo monetario", a través de la deuda, entre el activo real y el detentador de la riqueza monetaria. Lo anterior, implica que la moneda como forma de medio de pago, tiene un papel activo sobre la producción al negar la posibilidad del pleno empleo y del equilibrio. Esto explica la dinámica de la acumulación a través de la relación entre la esfera financiera y la productiva. (Guillen, 2007:280).

Para Marx, las crisis eran inherentes al funcionamiento de las economías capitalistas, resultado de la separación de los procesos de compra y venta de las

mercancías en tiempo y espacio, creando las condiciones para la interrupción del proceso de acumulación de capital. Esto obedece al papel jugado por el dinero, que además de ser medio de cambio es también medio de atesoramiento.

Al deslindarse Keynes de su maestro Marshall sobre el papel neutro de la moneda, señala que el problema de los auges y las depresiones son fenómenos que se producen en economías monetarias de producción donde la moneda no es neutra, sino un instrumento activo para financiar la inversión y para la compra de activos financieros.

Recordemos, que toda economía capitalista es una economía monetaria de producción donde el intercambio de bienes y servicios es mediado por el dinero, por ello el dinero no es, como lo plantean las teorías neoclásica y monetarista, una variable exógena de la economía real. Por el contrario, la moneda es un elemento endógeno de la producción de valor. En un sistema capitalista, la gestión estatal de la moneda se ejerce mediante el control de la emisión del circulante, mientras que la creación de dinero por la vía del crédito es efectuada por los bancos comerciales y otros intermediarios financieros. El control estatal sobre la creación de “dinero crediticio” es siempre indirecto y se ejerce a través del banco central mediante, la tasa de descuento, las operaciones de mercado abierto y otras mediadas. Por ello a mayor desarrollo del capitalismo, mayor la emisión monetaria por vía privadas. Esta privatización de la emisión es particularmente intensa en la actual globalización financiera.

Dada la importancia del análisis del dinero y su naturaleza, así como el origen chartalista del dinero, la teoría keynesiana destaca la relación entre creación del dinero y empleo. La participación del Estado es fundamental para reactivar la producción en función de la creación del dinero a través del banco central. La tasa de interés y la eficiencia marginal del capital son la garantía del Estado para mantener en equilibrio la preferencia por la liquidez y la inversión. (Girón, 2006: 27)

Para Keynes, el mercado de bienes de capital, es un mercado distinto al mercado de activos financieros. El precio de los activos reales esta en función de la tasa de inversión, el cual depende a su vez, de las utilidades efectivas de las empresas y de las expectativas de ganancia. El mercado de activos financieros, por el contrario, es meramente especulativo, es decir, se trata de una apuesta entre su precio actual y su precio esperado. La mayor parte de los activos financieros son en términos de Marx, capital ficticio. Pese a que poseen una naturaleza diferente, ambos mercados están interconectados. El vínculo entre ambos se establece por medio de la deuda. Las crisis financieras son un recordatorio de tal vinculación. El sobreendeudamiento lleva al desplome de los precios de los activos financieros, a su deflación, y dicho desplome provoca la caída de la producción y de la inversión. (Keynes, 1936:81)

En el sistema capitalista, los agentes deben decidir si conservar su capital acumulado como activo financiero o convertirlo en un activo productivo, esta decisión determina la colocación del capital entre las esferas productivas y financiera dependiendo de factores como: la tasa de interés, la tasa de ganancia efectiva y esperada, así como el estado general de los negocios.

La teoría estándar (el pensamiento clásico y neoclásico), no ofrece aportes significativos al estudio de las crisis financieras, pues son consideradas meras externalidades de un mal funcionamiento de los mercados provocado por la intervención económica del Estado. Dicha teoría económica sostiene la tesis de la autorregulación de los mercados, asumiendo que el equilibrio es un supuesto del que se parte, sin existir necesidad de demostrarlo, por ello la explicación de las crisis económicas ha provenido siempre del pensamiento heterodoxo desde Malthus, Sismodi y Marx, hasta Keynes y el pensamiento poskeynesiano.

Reconozco, como lo hizo Maurice Dobb (1938), que cada crisis económica es diferente a otras, pues presenta rasgos específicos, en función del contexto económico, social y político en que se produce y difícilmente puede ser atribuida a una causa única. En el presente trabajo analizaré esos rasgos específicos, apoyado en la teoría postkeynesiana pues considero es la más apropiada para la comprensión de una crisis financiera, como la ocurrida en los Estados Unidos en 2007.

## **2.1. Los Postkeynesianos.**

De acuerdo con los poskeynesianos, las grandes crisis aparecen al final de un boom de inversión financiado con deuda y están vinculadas con sistemas financieros frágiles.

Hyman P. Minsky, junto con sus contemporáneos John Kenneth Galbraith y Charles P. Kindleberger, han reflexionado mucho acerca de la posibilidad de que vuelva a ocurrir una depresión económica inducida por la crisis financiera ocurrida en 1929. En una compilación de ensayos titulada "*Can it happen again?*" Minsky analiza la forma en como trabaja el moderno capitalismo donde la inversión determina el producto y las finanzas determinan la inversión, y desarrolla un análisis a partir de la teoría keynesiana donde se relacionan los negocios con los mercados financieros.

Para Minsky, los ciclos suaves y los severos están diferenciados por el grado de involucramiento del sistema financiero. En los ciclos suaves, el sistema financiero permanece estable, mientras que en los profundos el sistema financiero presenta un incremento en la fragilidad provocado por un boom de inversión financiado externamente. Las relaciones financieras aseguran que un boom de inversión conducirá a un entorno de creciente especulación, facilitando las condiciones proclives a la crisis. (Minsky, 1986:217-218)

Estos autores son llamados así, ya que han derivado la mayoría de sus hipótesis a partir del trabajo de John Maynard Keynes, quien cuestionó los tres supuestos básicos de la teoría clásica, citados en el segundo capítulo de la *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero* que son:

- 1.- El salario es igual al producto marginal del trabajo.
- 2.- La utilidad del salario es igual a la desutilidad marginal de ese mismo volumen de ocupación.
- 3.- La oferta crea su propia demanda.

Para Keynes estos tres supuestos quieren decir lo mismo, “en el sentido de que todos subsisten o se desploman juntos, pues cualquiera de ellos supone lógicamente a los otros dos.” (Keynes, 1936:31)

Otro importante elemento dentro de la teoría keynesiana es la no neutralidad del dinero, hipótesis apoyada en el hecho de que los agentes racionales buscan evitar la incertidumbre, el dinero por su perfecta liquidez es altamente deseado, al atesorarlo debido a la preferencia por la liquidez se contrae la demanda agregada y por lo tanto el empleo. (Parguez, 2004:15)

Es el cambio en la preferencia por la liquidez lo que eventualmente lleva a los bancos a detener la creación de liquidez, lo cual conduce a la fragilidad financiera. (Kregel, 2004: 33)

Asimismo, Keynes rompió con la idea tradicional de Adam Smith que fundamentaría la corriente clásica y posteriormente la neoclásica acerca que la economía de mercado a través de un proceso endógeno genera su propio equilibrio y donde los ciclos económicos son producto de perturbaciones o fuerzas externas del mercado.

Durante los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial la mayoría de los economistas intentaron interpretar la teoría keynesiana, a través de una visión clásica, pero otros como Hyman P. Minsky optaron por hacerlo desde una perspectiva distinta. Minsky se esforzó en demostrar como evoluciona e interacciona la inestabilidad de los mercados financieros que ya anteriormente había descrito Keynes, asegurando que un proceso endógeno de la economía engendra dicha inestabilidad financiera, lo que a su vez se traduce en crisis económicas donde el desempleo involuntario es la norma.

Minsky aseguró que en tiempos de prosperidad se desarrolla una especie de euforia especulativa que provoca un aumento en el volumen de crédito, sin embargo llega el momento en que los beneficios producidos no pueden cumplir

con los compromisos crediticios asumidos durante la época de bonanza, la falta de cumplimiento de estos créditos desencadena la crisis.

Su hipótesis más importante, la llamada hipótesis de la inestabilidad financiera, afirma que las estructuras de una economía capitalista tienden a debilitarse después de un periodo de auge: “El segundo teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que después de prolongados periodos de prosperidad, la economía transita de relaciones financieras que hacen al sistema estable a relaciones financieras que lo vuelven inestable”. (Minsky 1992:08)

Otro importante aporte del análisis de Minsky a la teoría keynesiana fue la distinción entre riesgo e incertidumbre. Recordemos que Keynes definió dos tipos de riesgo los cuales afectaban al volumen de la inversión. En primer lugar se encuentra el riesgo del empresario o prestatario, el cual se encuentra en función de las dudas que existen respecto a la posibilidad de obtener los rendimientos esperados y por otro lado el riesgo del prestamista en cumplimiento de sus obligaciones. Respecto a este último Keynes afirma que:

“[...] puede deberse al azar moral, es decir, incumplimiento voluntario o cualquier otro medio, tal vez lícito, de eludir el cumplimiento de la obligación; o la posible insuficiencia del margen de seguridad, es decir incumplimiento involuntario a causa de una equivocación en las expectativas.”<sup>3</sup>

Para Minsky una situación de riesgo es donde las probabilidades pueden asignarse de manera confiable, es decir puede existir un cálculo o medición del riesgo, por el contrario en una situación de incertidumbre no existe la posibilidad de calcular las probabilidades precisas. Por tal motivo, Minsky considera determinante el papel que juega la incertidumbre en los procesos económicos, sobretodo en la acumulación de riqueza “pues la inversión depende de los juicios convencionales y la opinión generalizada de una misma realidad, la cual puede ser interpretada de infinitas formas, por lo que esta basada en bases inciertas”.<sup>4</sup>

La crítica más importante de Minsky hacia Keynes es que este último no tomó en cuenta la incertidumbre en los precios de los activos financieros para determinar la demanda de los mismos, afirmando que esto es necesario para calcular el valor presente de los rendimientos esperados utilizando la tasa de interés del mercado de dinero. Bajo estas reflexiones Minsky descubre que los sistemas financieros son inherentemente susceptibles a ataques especulativos. La tesis de Minsky se contrapone directamente a la teoría de los mercados eficientes, cuya hipótesis implica que toda la información que es requerida para la toma de una decisión económicamente racional se encuentra contenida en los precios, los cuales son determinados por el mercado (Kregel, 2007:04). Esta teoría afirma que incluso

---

<sup>3</sup> Keynes, J.M. *La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. pp. 132

<sup>4</sup> Minsky H.P. *John Maynard Keynes*. pp. 45

cuando la decisiones de los inversores provocan una errónea valuación de los precios de los activos financieros (en la mayoría de los casos una sobre valoración) el mercado en general actuará, a través de una mano invisible, para retornarlos a su precio correcto, es decir aquel que refleje el verdadero valor subyacente del activo financiero.

Por este razonamiento, algunos economistas y especialistas llegaron a tacharlo de radical por su énfasis en la tendencia de los mercados hacia el exceso y el trastorno, pues la finanza tradicional asume el uso correcto de instrumentos y técnicas estadísticas, las cuales ofrecen a los inversionistas certeza en el comportamiento del mercado financiero, haciendo a los agentes inmunes a la predisposición y a la sobre confianza.

Para Minsky cualquier transacción financiera en el mercado, implica la creación de compromisos de pago a futuro, y también la generación de un flujo de ingresos futuros. A tales compromisos los llamó estructuras financieras, catalogándolas de la siguiente manera: (Minsky, 1992: 07)

Los acreedores cubiertos son aquellos cuyo flujo de caja permite pagar las deudas contraídas y pueden ir haciendo frente al costo de la deuda y gradualmente amortizando el principal de la misma.

Los acreedores especulativos son aquellos cuyo flujo de caja permite pagar los intereses de la deuda, pero no amortizar el principal.

Los acreedores “Ponzi” (así llamados por un histórico fraude cometido por Charles Ponzi en 1903 con un esquema de “pirámide”) no pueden pagar ni los intereses, ni el principal a no ser que el precio del activo adquirido siga subiendo, permitiéndoles así refinanciar la deuda.

De acuerdo con Minsky, las fluctuaciones económicas están en función de la ineficiencia del sector financiero. Cuando el sector financiero es sano, el mecanismo préstamo-inversión-consumo funciona con acreedores en su mayoría cubiertos, presionando a la demanda agregada hacia el pleno empleo e incrementando así, el ingreso y la tasa de crecimiento del producto. En cambio un sistema financiero frágil, formado principalmente por empresas que requieren de financiamiento solo para mantenerse en el mercado, corre el riesgo de que cualquier impacto externo los lleve a la quiebra. Esta percepción, usualmente crea racionamiento en el crédito y tiende a incrementar la tasa de interés, lo cual por si mismo, incrementa el riesgo. Como resultado, el consumo y la inversión se reducen, presionando a la baja a la demanda agregada y a toda la economía hacia una recesión.

La teoría del ciclo económico de Minsky, en la cual la inflación financiera juega un papel crucial, esta basada en la teoría de la inversión del economista polaco Michal Kalecki. La teoría de la inversión de Kalecki, sostiene que debido a que los asalariados gastan la totalidad de sus ingresos en bienes de consumo, son sólo

los capitalistas los que pueden invertir sus ganancias, sin embargo el crecimiento de la inversión crea un acervo de capital, que eventualmente excederá su capacidad provocando una caída en las inversiones y en las ganancias. (Kalecki, 1954, 129). Minsky combina esta tesis con su teoría original de las estructuras financieras, para afirmar que la caída de las inversiones y las ganancias es lo que convierte el auge en recesión. (Toporowski, 2004:152)

Las fluctuaciones económicas que describe Minsky, no son en todos los casos consecuencia de impactos externos, pueden ser interpretadas como resultado de la dinámica interna del capitalismo y el sistema financiero. En este sentido, los fallos de mercado como información asimétrica, problemas de selección adversa y riesgo moral, previenen a los agentes económicos de los ajustes en los procesos de inversión y préstamo que incrementan la fragilidad financiera. Este proceso continúa hasta que la fragilidad financiera alcanza niveles críticos. A esta fase se le ha bautizado como "*Momento Minsky*" donde los inversores sobre-endeudados se ven obligados a vender incluso sus inversiones más sólidas para poder pagar sus préstamos, lo que provoca grandes pérdidas en todos los mercados y una ingente demanda de liquidez que obliga a los bancos centrales a prestar dinero a manos llenas. En este punto, el decremento en los mecanismos de préstamo, inversión y consumo empujan a la economía hacia la recesión y el peligro de deuda. Una representación fiel del llamado "*Momento Minsky*" sucedió en el verano de 2007 donde a principios del mes de agosto se empezó a observar en los Estados Unidos una acelerada contracción del crédito (*credit crunch*) en el sector empresarial, haciéndose extensiva al sector de los hogares para principios de septiembre. (Whalen, 2007:08)

Otra importante característica del *Momento Minsky* es la "flexibilización" de las políticas de concesión de préstamos por parte de las entidades de crédito, así como una suavización de los reguladores y supervisores, que durante el periodo del crecimiento de la burbuja encuentran formas para saltarse los estándares de regulación y supervisión. Estas condiciones provocan un periodo de rápida aceleración de endeudamiento, el problema surge cuando las obligaciones financieras comienzan a ser incumplidas por parte de los deudores, quienes recurren a más crédito, sin embargo una particularidad de un *Momento Minsky* es cuando los prestamistas se vuelven más cautelosos aplicando restricciones mas severas al otorgamiento del crédito, provocando una contracción sistémica del crédito.

Para el caso particular de la crisis hipotecaria norteamericana, cabe destacar la existencia de un mercado de deudas, donde los préstamos hipotecarios mediante un proceso de titularización<sup>5</sup> (*securitization*), pueden ser vendidos por su emisor a un tercero. Dicho mercado comenzó a ser muy dinámico a partir de la innovación de productos financieros como las llamadas hipotecas *subprime*, cuya principal

---

<sup>5</sup> En el segundo capítulo de este trabajo se explica de manera detallada este mecanismo financiero

característica es la escasa solvencia del cliente, y por tanto un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos, pero que debido a su tipo de interés más elevado que en los préstamos personales, resultan muy atractivos para los inversionistas, quienes comenzaron a especular en la compra y venta de dichos activos. El problema surge cuando los incumplimientos de los deudores comienzan a multiplicarse, los títulos de deuda pierden su atractivo y sus poseedores buscan deshacerse de ellos a cualquier precio, pues el riesgo de impago es tan alto que la mejor opción es la convertibilidad de dichos activos al instrumento líquido por excelencia, el dinero.

Otro importante autor dentro de la escuela postkeynesiana es Charles Kindleberger, quien apoyado en las tesis de Minsky y desde ese enfoque, explica que en los buenos tiempos, los inversores asumen riesgos, hasta que asumen demasiados. En algún momento, alcanzan un punto en el que la liquidez que generan sus activos ya no es suficiente para amortizar la cantidad de deuda en que incurrieron para comprarlos. “Las pérdidas en los activos especulativos motivan que los bancos que prestaron el dinero reclamen los préstamos, provocando el colapso del valor de los activos” (Kindleberger, 1978: 19).

Para Kindleberger, los orígenes de las inflaciones financieras son esencialmente psicológicos, donde la gente no puede resistir la oportunidad de hacer grandes cantidades de dinero a través de la especulación, y ofrece un modelo con siete etapas: Desplazamiento, Expansión, Euforia, Estallido, Repudio, Crisis y Contagio, a continuación se detallan:

**Planteamiento o desplazamiento:** Toda crisis financiera comienza con una perturbación, un shock interno o externo que sacude al sistema macroeconómico. Puede ser el invento de una nueva tecnología, el estallido o fin de una guerra, un cambio en la política económica (baja en los tipos de interés) o el surgimiento innovaciones en el mercado financiero que ofrecen acceso abundante a crédito barato. Sea lo que sea, las cosas cambian para un sector de la economía, ocasionando que la gente vea al sector de otra manera pues se altera la oportunidad del beneficio. (Kindleberger, 1978:18)

Para el caso de la crisis hipotecaria, podemos encontrar dos perturbaciones por un lado el ambiente económico que creó la época de bajas tasas de interés (2003-2004) y por el otro, el surgimiento de los llamados créditos hipotecarios exóticos, los cuales permitieron el acceso a créditos a sectores económicos que anteriormente se encontraban excluidos del mercado.

Minsky hace especial énfasis en la cuestión de la innovación financiera, afirmando que:

“La hipótesis de la inestabilidad financiera por tanto es una teoría acerca del impacto que tienen las deudas en el comportamiento del sistema [...]. En contraste con la ortodoxa teoría cuantitativa del dinero, la hipótesis de la inestabilidad financiera considera a la actividad bancaria como buscadora de ganancia al buscar beneficios en

la actividad financiera. Como todo empresario en una economista capitalista, los banqueros están conscientes que la innovación asegura beneficio, por ello, los banqueros, usando este término en general para cualquier intermediario financiero, son mercaderes de deudas quienes se esfuerzan por innovar en los activos que adquieren y en los pasivos que comercian. Esta característica innovadora de las finanzas inválida el supuesto fundamental de la teoría cuantitativa del dinero para el efecto que existe una invariable oferta de dinero cuya velocidad de circulación es suficientemente cerca de ser constante, cambios en esta oferta monetaria tiene una relación proporcional lineal al nivel de precios". (Minsky, 1992:06)

**Expansión:** El desplazamiento ofrece oportunidades de obtener beneficio en algún sector nuevo o ya existente, provocando que los inversores que tienen ahorros o crédito pretendan aprovecharse de la coyuntura. Enseguida, los precios en el sector empiezan a subir. Inicialmente, ese incremento casi no es percibido. Muchas veces, estos precios más altos reflejan una mejora en los indicadores económicos. Según los precios van aumentando más, la gente empieza a notarlo.

Esta situación quedó claramente establecida con el exagerado incremento de los bienes inmuebles en los Estados Unidos en el periodo 2000-2005, este incremento se calcula que fue de aproximadamente un 39% (Papadimitriou, 2007:06) esta situación atrajo a una gran cantidad de especuladores, quienes adquirieron vivienda con la esperanza de obtener beneficios en su reventa.

Las crisis financieras como la de 1873, 1929, la japonesa y asiática de finales de la década de los 90 se han caracterizado por un largo periodo de intenso crecimiento crediticio sumado a una expansión cada vez más eufórica de los mercados financieros, (el volumen y extensión de las operaciones de la Bolsa de Valores de Tokio llegó a ser en los años 90 la más grande del mundo, incluso mayor que la de Nueva York), que en todos los casos ha terminado en una súbita crisis y una prolongada desaceleración. Es conveniente destacar que en todos estos casos hubo algún tipo de novedad económica o financiera que al inicio fue considerada precursora de una nueva era y justificó esa rápida expansión del crédito.

Para el caso de Japón, se afirma que las privatizaciones de las empresas gubernamentales mediante la flotación en la Bolsa de Valores contribuyeron a este rápido crecimiento. Pero lo más destacable fue la reforma de los mercados financieros japoneses que redujo las barreras que separaban a las instituciones financieras. (Manrique, 2004:107)

**La Euforia:** El aumento de precios no es suficiente para una burbuja. Toda crisis financiera necesita una expansión del crédito bancario, el cual amplía la oferta monetaria total. "Sin él, no puede haber especulación. Sin él, las consecuencias del planteamiento se desvanecen y el sector vuelve a la normalidad. Cuando una burbuja empieza, el mercado es invadido por agentes externos. Sin crédito barato, los agentes externos no podrían entrar". (Kindleberger, 1978:21).

Al respecto, Minsky afirma que conforme se alarga demasiado el periodo de estabilidad económica, se acrecienta la cantidad de acreedores Ponzi, haciendo a la economía excesivamente dependiente de crédito abundante y comportamiento especulativo. Bajo estas condiciones los agentes comienzan a endeudarse y a hacer transacciones en forma excesiva; crece la demanda y consecuentemente los precios.

El aumento del crédito fácil está muchas veces asociado a la innovación financiera. Frecuentemente, se desarrolla un nuevo tipo de instrumento financiero que infravalora los riesgos (hipotecas *subprime*). En la crisis hipotecaria, los precios de las casas se fueron acelerando en forma de hipotecas, lo que provocó que los agentes buscarán endeudarse asumiendo que sería difícil y prácticamente imposible hacer frente a los pagos venideros, sin embargo la burbuja especulativa les otorgó la esperanza de revender el inmueble a un precio por encima del valor de la hipoteca y de esta manera hacer frente al compromiso.

Bajo el efecto del crédito fácil, el mercado comienza a calentarse. De esta manera se desarrolla una retroalimentación positiva, al tiempo que la nueva inversión conduce a un incremento de la renta que estimula mayores inversores e incrementos de rentas. A este punto Minsky lo cataloga como la “euforia “. Los precios comienzan a acelerarse, y se recogen beneficios fáciles; más agentes externos son atraídos y los precios se desbocan. Las subidas de precios atraen a más inversores que intentan meterse en el mercado.

Si este proceso cobra fuerza surge la sobrenegociación, la cual supone pura especulación para lograr un aumento de precios, una sobre valoración de los futuros beneficios o un apalancamiento excesivo. Cuando el número de agentes que se entrega a estas prácticas para obtener beneficio crece, atrayendo a sectores ajenos a tales empresas, la especulación se separa de la conducta normal, racional y deriva hacia lo que Kindleberger denominó “manías” o “burbujas” (Kindleberger, 1978:12).

En esta etapa la especulación tiende a separarse de los objetos realmente valiosos y se vuelve hacia los ilusorios. Un número cada vez mayor de personas pretenden enriquecerse sin una verdadera comprensión de los procesos en los que se hallan inmersos. Bajo este esquema es lógico que surjan los timadores y los esquemas fáciles.

La burbuja entra ahora en su fase más trágica. En esta etapa surgen comentarios de especialistas que afirman que los precios no pueden subir más, basados en indicadores económicos a largo plazo y simple lógica económica. Sin embargo, estos argumentos son ignorados por la mayoría de los participantes del mercado. El optimismo en el mercado continúa bajo el razonamiento de que cuando los precios toquen máximos, habrá una apacible desaceleración de los precios, esto calma los nervios de los inversionistas, sin embargo sólo los inexpertos se mantienen adentro de la burbuja convencidos de que los precios no pueden subir eternamente y piensan marcharse justo antes de que la burbuja explote. Aquellos

que no han entrado al mercado se enfrentan a la terrible realidad de no poder entrar, pues los precios son muy altos, pero tampoco quieren quedarse fuera. Saben que perdieron una gran oportunidad al principio de la burbuja, además se encuentran expuestos a escuchar cada día historias de gente que se hizo rica en dos días y amigos con grandes ganancias. “Los verdaderamente expertos se quedan fuera y asumen la oportunidad perdida. Los débiles compran y se tiran a los pies de los caballos” (Kindleberger, 1978:22).

En esta etapa es donde los expertos recogen beneficios, todo el mundo quiere creer en un futuro mejor, y la burbuja se aprovecha de eso. Una burbuja necesita que todos crean en un futuro mejor, y mientras esta euforia continúa, la burbuja se mantiene. Sin embargo, al tiempo que la locura se apodera de los neófitos, los expertos conocen el mercado y saben que los precios no pueden subir más, por lo que comienzan a vender.

**El Estallido:** En esta fase un considerable sector de la comunidad especuladora desarrolla una fiebre por disponer de liquidez, es decir desprenderse de sus activos y conseguir dinero en efectivo, esto muchas veces provocado por la salida de los expertos. Otras veces, es el fin del crédito fácil o alguna serie de noticias inesperadas. Pero sea lo que sea, la euforia es reemplazada por el miedo. Los inexpertos que no lograron deshacerse a tiempo de los activos comienzan a vender, sin embargo se encuentran con la dificultad de que no existen compradores. Llega el pánico. Los precios se desploman, el crédito se corta, y las pérdidas comienzan a acumularse. “La revulsión contra los bienes o títulos bursátiles conduce a los bancos al cese de la concesión de préstamos respaldados por este tipo de activos” (Kindleberger, 1978:23).

**La Crisis:** La revulsión y el descrédito llevan al pánico y este se retroalimenta del mismo modo que sucedía con la especulación, hasta que ocurre una o más de tres cosas:

- 1.- Los precios descienden hasta el nivel que la gente se siente nuevamente tentada a retroceder hacia los activos menos líquidos.
- 2.- La actividad comercial se corta estableciendo unos límites al descenso de los precios, suspendiendo los intercambios.
- 3.- Un prestamista de última instancia (PUI) convence al mercado de que habrá suficiente disponibilidad para hacer frente a la demanda de efectivo.

La confianza puede llegar a restablecerse incluso en el caso sin emitirse el volumen equiparable a los activos, pues es sólo hecho de saber que se podrán ser convertidos en efectivo esos activos suele ser suficiente para eliminar el deseo de deshacerse de los mismos.

Existe gran controversia acerca de la conveniencia del PUI, los que se oponen afirman que su existencia alienta la especulación y plantean la cuestión del lugar

que ocupa el PUI, pues en las crisis nacionales, la responsabilidad recae en el gobierno o en el banco central, pero a nivel internacional no existe ningún gobierno o banco equipado para actuar como PUI.

Según el modelo presentado, en agosto del 2007, se presentó la última fase de la burbuja inmobiliaria. El fin del crédito había llegado y se desató el pánico.

De acuerdo a este modelo, un cambio en las expectativas de los inversionistas, altera la visión sobre el mercado y provoca un desplazamiento de los capitales, aun considerando que el mercado había alcanzado algo parecido al equilibrio, en donde los flujos financieros actuaban de manera consistente con la información disponible. A partir de ese movimiento de capitales, comienza la expansión que se vuelve euforia entre los inversionistas, alimentada por un incremento en la liquidez y la especulación, que intenta apostar sobre la futura dirección y psicología del mercado (Keynes, 1936:133).

Cuando la actitud de los inversionistas sobre el riesgo y la propia estructura de pasivos cambian, el sistema financiero comienza a volverse especialmente frágil. La proporción de deuda de corto plazo aumenta y el peligro ocurre cuando la liquidez llega a su límite y se hace evidente con la contracción de los créditos bancarios, en ese momento los inversionistas inician una venta generalizada de activos financieros que desemboca en crisis financiera, colapsando los precios de los activos y provocando la salida masiva de capitales financieros de la economía.

En una situación tan vulnerable, la quiebra de una compañía, un banco, o cualquier evento negativo no predecible de la economía es capaz de iniciar una crisis financiera, ya que propicia una revisión significativa por parte de los inversionistas de sus expectativas optimistas, las cuales se desarrollaron durante el período de expansión.

Desde la perspectiva de Minsky, la crisis financiera provoca una disminución en las expectativas de inversión, lo cual afecta negativamente a las utilidades y empeora las dificultades ya existentes para dar cumplimiento al compromiso del pago de la deuda. En este punto surge la posibilidad de que se inicie un proceso deuda-deflación, que origina un decremento en la demanda agregada, lo cual reduce los precios, incrementa el valor real de la deuda y acelera la espiral recesiva. Una crisis se contagia entre las economías a partir de nexos internacionales como los flujos de capital, la interdependencia comercial y la afectación a la psicología de mercado.

Minsky sabía de antemano que el comportamiento natural de los mercados conduce a crisis financieras, sin embargo afirmó que éstas podían evitarse mediante una política económica orientada a estabilizar las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero con la intención de lograr un crecimiento sostenido de la inversión y del ingreso. Esta política debe combinar una política monetaria flexible, que impida fluctuaciones excesivas de la tasa de interés y una

política fiscal compensatoria, tendiente a estabilizar las utilidades de las empresas. (Mantey, 2007:182)

Finalmente, Minsky enfatiza que la intervención de un prestamista de última instancia gracias a la existencia de un “Gran Gobierno” que intervenga cuando los bancos comerciales enfrenten interrupciones en sus ingresos, por el impago de las obligaciones de los prestatarios, es decir cuando la fragilidad financiera se transforma en colapso, de esta manera se evitan ventas forzadas de activos financieros y con ello la caída generalizada de las cotizaciones bursátiles.

## **2.2. Los Monetaristas.**

Es importante revisar el enfoque que tiene la teoría monetarista, debido a que representa la contraparte de la teoría keynesiana y en consecuencia su interpretación de las crisis financieras es muy diferente al que presentan los post-keynesianos, pues mientras la escuela monetarista se preocupa por la inflación y deflación de los precios, así como por la cantidad de dinero, la escuela keynesiana asume que la cantidad de dinero se comporta de acuerdo a los movimientos del ciclo de negocios. (Kindleberger, 1985: 01)

El monetarismo, que representa a la escuela clásica, tiene una larga tradición en la historia del pensamiento económico, su principal planteamiento es que el aumento de la oferta de dinero afecta a los precios y a la producción en el corto plazo.

La teoría cuantitativa del dinero fue formalizada por Irving Fisher con la ecuación que demostraba que el nivel general de precios es igual a la cantidad de dinero multiplicada por su velocidad de circulación y dividida por el volumen total de transacciones.

Considerando que el dinero es una parte de la riqueza de las personas, los agentes intentan eliminar la diferencia entre la cantidad de dinero real (el dinero nominal dividido por el nivel general de precios) que tienen y la cantidad que quieren tener disponible, para los keynesianos el método de ajuste es a través de la compra y venta de activos y pasivos, para los monetaristas es a través de la variación entre el flujo de ingresos y gastos.

La teoría monetarista resurgió en la segunda mitad del siglo XX debido al proceso inflacionario ocurrido en los Estados Unidos, Milton Friedman, profesor de la Universidad de Chicago, ha sido el promotor más destacado de esta escuela. Siempre fiel al mercado competitivo clásico, ha sido un enérgico opositor de la regulación gubernamental y, en general, de toda actividad del Estado. (Galbraith, 2004:43)

Bajo el enfoque monetarista las crisis financieras se identifican con situaciones de pánico bancario que o bien desencadenan o bien agravan los efectos de una contracción monetaria. “Las crisis financieras se ven alimentadas por el miedo a

que no puedan obtenerse medios de pago a ningún precio, lo que en un sistema bancario se traduce en la lucha por el efectivo” (Schwartz, 1986:27). Por lo tanto, una crisis financiera se precipita por la repentina retirada de depósitos por parte del público y por el desmoronamiento de las reservas del sistema bancario. En un intento vano por recuperar liquidez, los bancos pueden solicitar préstamos, negarse a refinanciar los créditos existentes o recurrir a la venta de activos.

Se habla de pánico financiero cuando el sistema bancario se ve afectado en su conjunto y no cuando se trata de una determinada institución, por lo tanto, esta escuela argumenta que una crisis se produce cuando las autoridades no protegen las reservas monetarias contra un descenso repentino y relativamente importante. Estos pánicos bancarios, como el ocurrido en 1930-1933 en los Estados Unidos, tienen serios efectos en la actividad económica primaria, debido a que provocan una reducción en la base monetaria, al disminuir tanto la razón depósitos/efectivo como la razón depósitos/reservas.

Los monetaristas, como Milton Friedman, creen que la depresión de 1929 se debió a factores monetarios más que a factores reales; en la política monetaria norteamericana más que en la naturaleza de las instituciones o de las funciones que estas instituciones realizaban. Dicha explicación es calificada de errónea por parte de Kindleberger quien afirma que uno de los factores más importantes en esta crisis fue la manía crediticia de 1927 y 1928 (Kindleberger, 1985:24)

El debate sobre la crisis del 1929, gira alrededor de dos teorías monocausales, keynesianismo y monetarismo, que se asemeja a la pregunta de que fue primero el huevo o la gallina, es decir: de si la incapacidad de crecimiento del dinero provocó la caída del gasto, o bien si una caída autónoma e independiente del gasto provocó una disminución en la oferta monetaria (Kindleberger, 1985:25)

Schwartz (1986) hace una clara distinción entre lo que ella llama “crisis financieras reales” y “pseudo-crisis financieras”. De acuerdo a esta clasificación, una verdadera crisis financiera puede ocurrir en dos escenarios: a partir de un pánico bancario que sucede cuando el público intenta convertir sus depósitos en efectivo o con un impacto en el mercado de capitales que genera la expectativa de que los préstamos se volverán irrecuperables a cualquier precio. Sin la intervención de las autoridades monetarias, la economía real sufrirá una disminución de la oferta monetaria, por la disfunción del sistema de pagos y por la interrupción de los préstamos bancarios. Otros eventos, que aunque representan pérdida en la riqueza de algún sector particular de la economía, no incluyen los pánicos bancarios o el impacto al mercado de capitales, son los que reciben el nombre de pseudos-crisis. En estos eventos se incluyen la deflación, la angustia financiera de corporativos no financieros, la caída abrupta en el precio de algún *commodity* o el ataque especulativo sobre algún activo en economías con regímenes de tipo de cambio fijo.

De acuerdo a la aproximación monetarista, la transmisión de las crisis financieras, así como las fluctuaciones internacionales ocurren primero a través del patrón

monetario. Bajo un tipo de cambio fijo, como en el clásico patrón oro, la deflación es el resultado de una caída en la oferta monetaria y en su velocidad, esto en cualquier economía genera un superávit en la balanza de pagos que atrae flujos de oro de otros países, lo que provoca que estos últimos sufran entonces una contracción de su oferta monetaria. En contraste, cuando el tipo de cambio es flexible, de acuerdo a la aproximación monetarista, la transmisión de un disturbio financiero es considerablemente menor.

Siguiendo esta línea teórica, se encuentran otros autores como Obstfeld (1994), que sostiene que un sector bancario débil puede precipitar una crisis monetaria si los especuladores racionales anticipan que los políticos no estarán dispuestos a sacrificar la estabilidad del sistema bancario doméstico por defender la paridad fija de su moneda.

Alternativamente otros autores: Krugman (1998) y McKinnon (1996) sostienen que la posibilidad de que la relación de causalidad que implica que una crisis bancaria tienda hacia una crisis monetaria, se debe fundamentalmente a la intervención del gobierno y a un sistema financiero pobremente regulado. De esta forma, un banco central que financie el rescate de las instituciones bancarias insolventes mediante la creación de dinero, puede minar la estabilidad de su compromiso cambiario.

En el fondo de la controversia subyacen visiones controvertidas de la dinámica del sistema económico. Para los monetaristas el mundo económico es homeostático<sup>6</sup>, los ciclos económicos tienden a autorregularse y la causa central de las crisis económicas es la intervención del Estado, cuya única función y responsabilidad es regular la cantidad óptima de dinero y la fijación de límites a su crecimiento, pues los niveles adecuados de producción y empleo pueden dejársele al mercado. (Kindleberger, 1985:41)

La teoría keynesiana y posteriormente la postkeynesiana enfatiza el papel que juega la incertidumbre en el sistema económico, los individuos ignoran el futuro y las complejas interrelaciones que existen entre las decisiones y acciones económicas futuras de los distintos agentes en el mercado. Sin embargo existen decisiones económicas fundamentales como la inversión y la liquidez, que tienen que realizarse en el presente y que repercuten en el futuro, cuyo éxito final depende de la adecuada o inadecuada adivinanza de especuladores e inversionistas sobre el mañana. Los activos fijos permanecen en el tiempo, son un vínculo necesario entre el presente y el futuro, están indisolublemente vinculados con la confianza en la permanencia y buen funcionamiento futuro del sistema económico. Bajo estos supuestos, el sistema económico competitivo es en esencia inestable, fluctuaciones en la inversión no se autorregulan necesariamente, la desconfianza se manifiesta en preferencia por la liquidez, la

---

<sup>6</sup> El término homeostático viene de homeostasis que es un término médico que señala un estado de equilibrio entre todos los sistemas del cuerpo. Los múltiples ajustes dinámicos del equilibrio y los mecanismos de autorregulación hacen la homeostasis posible.

especulación se convierte en la esfera económica predominante y desplaza a la producción.

Los postkeynesianos, reafirman la existencia de un proceso endógeno que refuerza la entropía (tendencia natural de la pérdida del orden) del sistema capitalista, donde periodos de éxito en los términos de los compromisos financieros conducen a un incremento en la incertidumbre en el cumplimiento de los mismos.

Debe observarse que el mundo económico de Keynes y el mundo monetarista obedecen a dos concepciones distintas del mundo económico que buscan resolver problemas diferentes. El monetarismo está preocupado con entender las crisis generadas por el estado expansionista, Keynes, por su parte se preocupó por comprender las crisis que se gestan a partir de la dinámica de la inversión y de la sofisticación de los mercados financieros.

Vale la pena revisar y analizar los escenarios que antecedieron a la presente crisis financiera, porque el estallido de una burbuja financiera como la que significó la burbuja tecnológica parece ser que no dejó lecciones muy claras para los inversionistas que siguen esperanzados en la especulación como el vehículo más rápido y fácil de acumular riqueza.

### **3. CONCLUSIONES.**

Las crisis financieras son eventos recurrentes dentro del sistema capitalista, esto se debe a que el mismo sistema de acumulación de capital contiene de raíz

contradicciones que afectan su funcionamiento. Dicho funcionamiento se basa en el cumplimiento de leyes, como las leyes que rigen la ganancia, las cuales al dejar de operar por el fracaso de los regímenes de acumulación. El hombre siempre ha buscado encontrar una vía que le permita resolver las contradicciones inherentes a la reproducción ampliada del capital, sin embargo sólo ha conseguido implementar regímenes que han permitido al capitalismo alcanzar periodos temporalmente estables, pero cortos, de crecimiento económico.

El fracaso del modo de regulación fordista y la caída de los tipos de cambio fijos pactados en Bretton Woods provocó una inestabilidad económica que comenzó a finales de los sesenta, dicha inestabilidad se sumó a la caída de la tasa de ganancia, lo que provocó que los inversionistas buscaran un régimen económico que ofreciera tasas de rentabilidad más altas, de esta forma surgió el sistema neoliberal basado en la teoría económica neoclásica.

Este sistema promovió la globalización y la liberalización tanto comercial como financiera provocando una emigración de las inversiones de los sectores productivos a los mercados especulativos incrementando la inestabilidad en los mercados financieros globales. Dicha inestabilidad, entendida como la influencia perturbadora que las finanzas ejercen sobre la economía, se debe a la inflación financiera, y es a la que se refiere Minsky cuando habla de la inestabilidad inherente del sistema capitalista.

Minsky analizó las crisis financieras basado en el supuesto de la inexistencia en la economía de un árbitro que garantice información completa, oportuna y gratuita de los precios de equilibrio en cada mercado, en oposición a los teóricos neoclásicos, afirma que este tipo de economía genera espontáneamente situaciones críticas de desempleo cuando los mercados se dejan libres a las fuerzas de la oferta y la demanda.

La teoría de Minsky parte de la escuela keynesiana, específicamente de la teoría de la inversión, la cual afirma que las compras de activos productivos (bienes de capital) dependen de la relación que existe entre su valor en el mercado financiero y su precio de oferta en el mercado real. La valuación de los títulos en el mercado financiero está expuesta a fluctuaciones cíclicas, conocidas como burbujas o “boom” provocadas por fluctuaciones bruscas de las tasas de interés. De ahí la importancia de la política monetaria, la cual debe combinarse con una adecuada política fiscal que mantenga estable el precio de los activos y estimular así la acumulación de capital real.

Milton Friedman y los monetaristas basados en la racionalidad de los mercados, la no existencia de la especulación y al considerar la oferta monetaria como exógena afirman que las crisis financieras no suceden por la escasez financiera, sino por las fallas de las autoridades en la instrumentación de la política monetaria. Para ellos, la política monetaria debe enfocarse siempre a combatir la inflación, dejando en segundo término la cuestión del desempleo. Friedman creía que el dinero era una variable de la política monetaria, una cantidad que el banco central podría

crear o destruir cuando quisiera, bajo la lógica de que si se crea demasiado dinero, habrá inflación y si se crea demasiado poco, la economía colapsa, por ello afirmaba que la cantidad correcta de dinero generará el resultado deseado, es decir: precios estables lo que Friedman llegó a denominar como la tasa natural de desempleo.

La fuerza y dominio que había tomado el monetarismo durante la década de los 70' y su idea de que la política monetaria por sí sola podía reducir la inflación permanentemente, a un costo en la producción y en el empleo razonable, llevó a la Reserva Federal a adoptar formalmente metas de inflación de corto plazo, como sabemos los resultados fueron funestos para la economía: tasas de interés del 20%, tasa de desempleo del 11%, desindustrialización en el Medio-oeste, recesión y finalmente la crisis de deuda del tercer mundo. En 1982 frente a la moratoria mexicana, la Reserva Federal abandonó las metas monetarias y nunca más ha vuelto a implementarlas, comprobando que el uso de la cantidad de dinero como meta no fue un éxito.

Este primer capítulo, sienta las bases para la discusión acerca de la regulación a la que debe someterse todo sistema económico, por un lado como hemos visto los postkeynesianos subrayan la imposibilidad de los mercados de autorregularse, por el otro se encuentran los liberales quienes convencidos de los efectos adversos de un exceso de regulación afirman que las normas terminan por desalentar la competencia y haciendo ineficientes a los mercados.

El desarrollo del siguiente capítulo analiza de manera profunda las causas y el desarrollo de la crisis hipotecaria, que como veremos se apega al modelo postkeynesiano de una crisis financiera.

# **CAPITULO SEGUNDO:**

## **ANTECEDENTES, FACTORES Y DESARROLLO**

### Resumen

El análisis del presente capítulo busca identificar los posibles antecedentes históricos y los factores económicos que provocaron la actual crisis financiera norteamericana. Incluye, además, una descripción cronológica de los principales acontecimientos en el sistema financiero norteamericano, así como las reacciones que ha tenido el Banco Central y el Gobierno norteamericanos ante dicha coyuntura económica.

### **INTRODUCCION:**

El segundo capítulo de esta tesis, presenta el análisis detallado de la actual crisis hipotecaria norteamericana. Comienzo por describir los factores y elementos que favorecieron las condiciones bajo las cuales se gestó este conflicto financiero.

La caída de un sistema de Bretton Woods significó el surgimiento de un nuevo sistema monetario internacional basado en la flotación de los tipos de cambio. El fin de la convertibilidad del dólar en oro significó la caída de las barreras para la expansión del crédito, que en caso de ser utilizado para la compra de activos cuya oferta es inelástica, como tierra e inmuebles, puede provocar una burbuja especulativa en la cual los precios de los activos se elevan tanto que su demanda desaparece completamente o es necesaria una caída de sus precios, para restablecer la demanda, esto fue lo que precisamente sucedió en el mercado inmobiliario norteamericano, sin embargo creí conveniente analizar las condiciones que promovieron la huida de los capitales hacia el mercado de la vivienda.

La crisis tecnológica a inicios del presente siglo, la consideró el principal antecedente de la actual crisis hipotecaria pues provocó una huida de los capitales hacia los bienes inmuebles, sin embargo la inversión en dicho sector en su mayoría fue de carácter especulativo, (cuyas graves repercusiones explico en un siguiente apartado) favorecida por las bajas tasas de interés y el surgimiento de productos financieros en el sector inmobiliario que facilitaron el acceso al crédito.

El boom inmobiliario jugó un papel determinante para la recuperación económica de los Estados Unidos, después de la recesión sufrida en el 2001, provocada por la crisis tecnológica y los ataques terroristas del 11 de septiembre, pues esta

ampliamente comprobado que el sector de la vivienda funciona como acelerador de otros sectores relativos como el de la construcción, remodelación, fabricación y venta de muebles los cuales ocupan un amplio porcentaje del PIB.

Consideré necesario presentar un análisis del sistema financiero inmobiliario y del mercado hipotecario norteamericano con la finalidad de conocer la manera en que ambos influyen en cambios en las expectativas de los agentes y facilitaron la formación de burbujas especulativas, a través de innovadores instrumentos financieros en el sector hipotecario. El surgimiento de tales instrumentos financieros apoyados por un entorno de bajos tipos de interés intensificó la euforia irracional que se venía presentando en el mercado mundial de los bienes inmuebles, que comenzó hacia finales de la década de los 90', en países como Japón y Australia, llegando a manifestarse en los Estados Unidos en 2002.

Posteriormente, se presenta un análisis del cambio en la política monetaria de la Reserva Federal por el incremento en las tasas de interés y el comienzo del enfriamiento del mercado inmobiliario y su actuación como obstáculo al crecimiento económico norteamericano. La caída del mercado inmobiliario, la considero un factor determinante dentro de la crisis hipotecaria norteamericana, pues al igual que el alza en los tipos de interés, fueron situaciones que conjugadas provocaron la actual crisis financiera. Por último, se presenta una reseña del estallido y desarrollo de la crisis hipotecaria, las reacciones que la Fed tuvo en esta coyuntura, así como las consecuencias que hasta el momento ha tenido este fenómeno económico.

## **1. ANTECEDENTES HISTORICOS.**

### **1.1. La caída del sistema Bretton Woods y la inflación financiera.**

El sistema financiero internacional, conformado por las instituciones financieras internacionales y los mercados financieros, es un factor fundamental para el funcionamiento de la economía mundial, pues ofrece el marco necesario para el intercambio de bienes, servicios y capitales, (Chapoy, 2001: 22).

El sistema monetario internacional basado en el patrón oro prevaleció aproximadamente de 1880 a 1914. Este sistema permitía la libre conversión de la moneda local en oro. El inicio de la Primera Guerra Mundial determinó el fin del patrón oro puro (excepto en Estados Unidos) y el surgimiento de la libra esterlina como moneda vehículo en un sistema de pagos internacional relativamente eficiente.

Cabe señalar que durante algún tiempo, funcionó un sistema conocido como patrón cambio oro, en el cual sólo las autoridades monetarias podían intercambiar moneda local por oro, bajo este esquema los bancos centrales mantenían como reservas internacionales además del oro, monedas vinculadas a ese metal, lo que provocó una ampliación del tipo de activos a través de los cuales se financiaban los déficits en las balanzas de pagos (Chapoy, 2001: 24). Este sistema desapareció con la Gran Depresión iniciada en 1929.

Los problemas provocados por la Segunda Guerra Mundial hicieron necesario la creación de un sistema de pagos que permitiera la recuperación económica y a la vez promoviera el crecimiento del comercio mundial. Este nuevo sistema fue creado en 1944 bajo los acuerdos de Bretton Woods que establecieron tipos de cambios fijos respecto al dólar, con el compromiso por parte de los Estados Unidos de intercambiar 35 dólares por cada onza de oro fino. Este sistema tendía a promover el libre comercio de bienes y a su vez significaba un ancla para el nivel de los precios. Asimismo, dos grandes instituciones surgieron de los acuerdos de esas reuniones el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Para finales de los años 60' la política fiscal expansiva de los Estados Unidos, motivada por el gasto en la Guerra de Vietnam aunada a la salida de recursos financieros debido a la inversión norteamericana en el exterior, provocó que la cobertura de oro de los Estados Unidos pasase del 55% al 22%. La abundancia de dólares y el alto déficit externo de Estados Unidos provocaron una serie de ataques especulativos contra el dólar, por lo que en 1971, el Presidente Richard Nixon dio por terminada su relación entre el dólar y el oro, surgiendo así un régimen de flotación de los tipos de cambio, los cuales ya no serían garantizados por las autoridades monetarias nacionales, sino que serían determinados por el mercado,

El fin de la convertibilidad del dólar en oro significó la caída de las barreras para la expansión del crédito, ya que los bancos todo el tiempo pueden comprar reservas, ya sea en el mercado intercambiario en Gran Bretaña o el mercado de Fondos Federales en los Estados Unidos, para darse a sí mismos suficiente efectivo contra cualquier cantidad de préstamo o creación de crédito. (Toporowski, 2004:148)

Esta expansión del crédito provoca la inflación bancaria que desestabiliza la economía al elevar los precios de los bienes y servicios, además si el crédito adicional se usa para comprar activos cuya oferta es inelástica, como tierra e inmuebles, puede provocar una burbuja especulativa en la cual los precios de los activos se elevan tanto que su demanda desaparece completamente haciendo necesaria una caída de sus precios. Si el activo se compró con crédito, la eventual caída en el precio del recurso reduce el valor del título o colateral contra el cual el dinero se pidió prestado. Si el valor del activo cae por debajo del monto del préstamo, entonces el que pide prestado es técnicamente insolvente. Si el préstamo tiene que ser devuelto a partir de lo que se obtiene de la venta del activo a su precio de mercado, éste no será suficiente para cubrir dicho préstamo. De este modo, los prestatarios no tienen otra opción que la bancarrota. (Toporowski, 2004:149)

En los sistemas financieros sofisticados existen mercados de valores (de títulos o activos financieros) que van desde el comercio con documentos a corto plazo vendidos a cierta tasa de descuento hasta operaciones con bonos del gobierno y acciones o valores a largo plazo. Los especuladores financieros llamados alcistas (*bulls*) se enriquecen pidiendo dinero prestado para comprar activos financieros, cuyo valor esperan crezca por encima de los préstamos y costos. Los especuladores bajistas (*bears*), tratan de hacer dinero vendiendo activos que no poseen haciendo su entrega a plazo, con la esperanza de que llegando el momento de entrega, puedan comprar el activo acordado a un precio inferior al que lo vendieron. Podría deducirse que todo este proceso de inflación financiera tiene poco efecto sobre la economía real; es decir, sobre precios, salarios y producto que se hallan fuera de los mercados financieros. Sin embargo, como ya hemos visto en el Capítulo I del presente trabajo, Minsky y Kindleberger señalan que esta clase de inflación es peligrosa, debido a que la eventual caída de los precios de los activos financieros provoca que los mercados financieros se colapsen con graves consecuencias para los negocios no financieros que dependen de ellos para financiarse.

Una consecuencia importante de la inflación financiera es el incremento de en el pago de obligaciones futuras, respecto al ingreso futuro asegurado que se espera en el contexto de tal inflación. Bajo un esquema de financiamiento especulativo la adquisición de compromisos de pago conlleva un alto riesgo. Los auge económicos están caracterizados por la promoción del endeudamiento fácil (inflación financiera) y el aumento progresivo del financiamiento especulativo y de tipo Ponzi en la economía (Toporowski, 2004:154).

Japón experimentó ese auge financiero sustentado de forma engañosa por la especulación financiera. Los rubros en donde se hizo particularmente patente esta conducta especulativa fue, por una parte en la forma como los agentes sacaron provecho de una colocación excesiva de títulos; y, por otra, en el impacto que esto tuvo sobre el sector inmobiliario y de bienes raíces. El incremento en el valor de los bienes raíces, se vio favorecido por la apreciación del yen, que pasó de 238.54 por dólar en 1985 (promedio) a 168.52, en 1986, lo que significó una apreciación de 41.54%: el aumento de la garantía de los préstamos (bienes inmuebles) provocó el incremento del crédito, mostrando un aumento de 15.43% en 1987.<sup>1</sup>

## **1.2. La Especulación:**

El término especulación, el cual generalmente es utilizado en sentido peyorativo, describe la acción de efectuar transacciones comerciales o financieras, con la esperanza de obtener beneficios en las variaciones de los precios. La especulación requiere que el precios de determinado bien presente variaciones en el espacio y en el tiempo superiores al coste de las operaciones especulativas por ello debemos asumir que ha estado presente en toda la historia de la humanidad y en torno a la compra y venta de cualquier categoría de bienes.

Para los economistas liberales la especulación asegura la estabilidad de los mercados. M. Friedman y la corriente monetarista (Friedman, 1953) y más tarde, la escuela de las expectativas racionales, han impuesto una concepción de los mercados financieros en la que la especulación es estabilizadora por naturaleza. Según esta teoría, es posible suponer que los mercados financieros funcionan como el mercado “puro y perfecto” de Leon Walras, en el que los especuladores pueden calcular y conocer anticipadamente los precios de equilibrio. En caso de diferencia, venden cuando el precio corriente es superior al precio de equilibrio para aprovecharse de la misma, y provocan así un retorno a dicho precio de equilibrio (inversamente, compran cuando el precio corriente es inferior al precio de equilibrio). (Brunhoff y Jetin, 2000: 174). La realidad y los hechos han desmentido ampliamente esta teoría.

La particularidad que hace cotizar estas mercancías siempre a la alza es su carácter único, no se trata de mercancías que se puedan producir en serie, sino objetos con una especificidad única. En el caso de los bienes inmobiliarios, el suelo donde se construye la vivienda posee características específicas, que lo diferencian de otros tipos de mercancías que son producidas en serie, pues el suelo por tener una localización fija, le otorga privilegios monopolistas al propietario. La especificidad del suelo es una característica que comparte con otras mercancías objeto de especulación, como las obras de arte o las antigüedades. Sin embargo, el suelo, tiene además otras ventajas sobre el resto de mercancías: nadie puede prescindir de un espacio para vivir y por ser algo

---

<sup>1</sup> Girón, Alicia (2006). Japón: Asimetrías y regulación del sistema financiero. Pág. 45.

permanente proporciona la oportunidad de almacenar riqueza, además el suelo no requiere mantenimiento para conservar su potencial de uso.

Podemos distinguir por importancia dos grandes tipos de especulación, la especulación financiera y la especulación con los inmuebles o especulación inmobiliaria. La primera consiste en la reventa de activos financieros de empresas (títulos, valores, divisas, etc.) y la segunda en la reventa de inmuebles. Las transacciones financieras que se dan en las bolsas de todo el mundo son en gran parte operaciones especulativas.

En el desarrollo del auge bursátil de los años ochenta en Japón fue clave el optimismo desbordado del público respecto al potencial de su economía, fundamentalmente por dos causas: la primera fue las grandes expectativas creadas por los ahorradores en la economía japonesa durante los años ochenta, que daba por hecho la plena liquidación de los adeudos contraídos (hecho que en sí impedía una caída del valor de los títulos) y el segundo, la tendencia hacia el descenso que presentaron durante ese periodo las tasas de interés de los instrumentos negociados. (Pureco, 2004:51)

Sabemos que la relación entre el valor de un activo financiero y su tasa de interés es siempre negativa, es decir que el precio de un activo financiero esta dado por el valor presente de los flujos de efectivo que el poseedor del activo espera recibir previos al momento de maduración del activo, por ello el descenso de la tasa de interés implica un aumento del instrumento financiero. Para ejemplificar esta relación consideremos la emisión de un bono para solicitar un préstamo de \$100 pesos con una tasa anual del mercado de 7%, esto implica la promesa de regresar a su acreedor al final de un año no sólo los \$100 pesos sino además \$7 pesos más. Supongamos que a los seis meses la tasa de mercado baja a 6% y que el poseedor del bono quisiera venderlo, si lo vende a \$100 pesos, el título resultará barato, ya que a su vencimiento dará a quien lo compre 7 pesos adicionales cuando todos los bonos semejantes a éste estarán dando sólo \$6 pesos. De esta manera, es lógico que el propietario del bono original intente venderlo a un precio mayor, para equiparar los \$7 pesos adicionales que recibirá el acreedor con el 6% que ofrece el mercado; es decir  $7 = (0.06) \times P$ , donde P será el nuevo precio del documento de deuda acorde al cambio en la tasa de interés; es decir, \$116.66 pesos.

### **1.3. Especulación inmobiliaria:**

Los capitales encuentran refugio en la edificación y el suelo, dado que los precios del suelo suelen tener una marcha bastante independiente del resto de la economía. Al volcar los capitales sobre la vivienda, se incrementa la demanda y por lo tanto el precio de la misma, así aquellos que han comprado provocando el aumento del precio se encuentran con que sus propiedades valen más que cuando las compraron. Han obtenido beneficio sin mediar producción. Esto se puede hacer de forma más o menos intencionada aprovechando su escasez. Si un comprador tiene los suficientes recursos puede provocar una subida artificial de los precios de forma consciente e intencionada, al invertir gran cantidad de dinero

en un espacio y un tiempo reducidos. De cualquier forma aunque otros especuladores no tengan este poder, se aprovechan del efecto de la subida de los precios de forma consciente para obtener un margen de beneficios.

Por otro lado, la adquisición de la vivienda se realiza bajo una fuerte inversión por lo que dicha mercancía se encuentra íntimamente ligada con el sistema financiero, Los derechos de consumo para un período relativamente largo de tiempo son adquiridos por medio de una amplia inversión en un momento determinado. “En consecuencia, las instituciones financieras tienen que desempeñar un papel muy importante en el funcionamiento del mercado de la propiedad y del suelo urbano en una economía capitalista”<sup>2</sup>

Autores como Henry George se refirieron al enriquecimiento fortuito e injusto que proviene de la propiedad de la tierra. En su obra *Progress and Poverty* de 1879 explico que debido al incremento demográfico y al auge económico que habían sucedido a la fiebre del oro de 1849 en San Francisco se impulsó el increíble y desmesurado enriquecimiento de los terratenientes a medida que avanzaba la frontera, aumentaba la población y tenía lugar el desarrollo económico.

Durante mucho tiempo en los Estados Unidos la conciencia pública reprobaba esta forma de acumular riqueza y el beneficiario promotor del incremento del valor de la tierra, era el peor mirado de todos los empresarios. “Se considera, en efecto, que el especulador en bienes inmuebles es intrínsecamente menos honrado que quien compra y vende acciones, títulos, mercancías u opciones financieras” (Galbraith, 2004:35).

El afán de los norteamericanos por la especulación los ha llevado a crear varias burbujas en el sector inmobiliario. La primera sorprendente manifestación de este aspecto tuvo lugar en Florida en la década de los 20’.

Durante 1925 el deseo de hacerse rico sin esfuerzo llevó a Florida un creciente número de personas. Todas las semanas se procedía a nuevas parcelaciones de terrenos los cuales fueron vendidos mediante el pago inicial de un 10%, muchos de los cuales eran desagradables para vivir, sin embargo los compradores no tenían la menor intención de vivir en ellos, pese a ello estos dudosos activos aumentaban de valor día con día y podían revenderse con razonable beneficio en poco tiempo, como afirma Galbraith: “Otro de los rasgos característicos del estado de ánimo especulativo es la tendencia, según va pasando el tiempo, a perder de vista las principales razones que han dado origen a ese simple hecho del aumento del valor.” (Galbraith, 1976:64)

La alta especulación en el mercado inmobiliario y casos como el de Florida provocaron la intervención del gobierno norteamericano a través de la creación de instituciones orientadas a facilitar la producción y el consumo de vivienda.

En 1938, el Congreso norteamericano creó la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), con el fin de proveer liquidez al mercado de la vivienda

---

<sup>2</sup> Harvey, D. Urbanismo y Desigualdad Social. pp. 165.

afectado por la depresión financiera de esa década. Con la creación de esta institución se dio una mayor estabilidad al mercado hipotecario, por ofrecer fondos en forma constante. En 1968 Fannie Mae se dividió en dos entidades, la primera siguió con el mismo nombre pero se constituyó en una corporación privada, La otra entidad es la que se conoce con el nombre de Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) entidad estatal perteneciente al Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano.

La Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) se creó en 1970 también con la intención de expandir la disponibilidad del crédito inmobiliario. La participación activa de estas entidades en la industria residencial se fundamenta esencialmente en el mercado secundario de hipotecas.

Ambas entidades operan dos líneas de negocio: Por una lado emiten y garantizan los llamados MBS (*Mortgage-Backed Securities*) y por otro invierten en activos hipotecarios. Hoy en día, los MBS son una típica transacción en el mercado hipotecario que implica un intercambio de un "pool" de hipotecas residenciales que han sido originadas por un banco comercial, una asociación de crédito o un banco hipotecario por un contrato o título de MBS que es emitido por Fannie Mae o Freddie Mac y el cual representa un derecho sobre los pagos de intereses y principal de los créditos hipotecarios. Tanto Fannie Mae como Freddie Mac garantizan el pago oportuno de dichos derechos a los tenedores de los MBS, con un cargo del 20% anual sobre el monto del principal. (White, 2004: 02). Bajo este esquema los originadores de dichos créditos (bancos comerciales y asociaciones de crédito) aseguran liquidez en sus hojas de balance e incluso tienen la opción de vender dichos títulos en los mercados secundarios, lo que hacen inmediatamente los bancos hipotecarios. En 2003 ambas agencias tuvieron más de dos billones de dólares de saldos pendientes en MBS. (White, 2004: 03)

Es importante destacar, la posición privilegiada que guardan estas entidades, pues además de contar con el apoyo y financiamiento del gobierno (cada una de ellas cuenta con una línea de crédito de US\$2,250,000 del Tesoro de los Estados Unidos), gozan de exención de impuestos, lo que provoca que sus costos de operación se han reducidos, además implica que en caso de que afronten problemas financieros el gobierno sale a rescatarlas, como ya ha sucedido en 1970 y 1980. (White, 2007, 04)

A pesar de todas estas ventajas, el tamaño y número de activos que poseen Fannie Mae y Freddie Mac les otorga una desventaja importante ante el riesgo sistémico (el peligro de que las suspensiones de pagos aisladas de bancos o de otras instituciones se propaguen a todo el sistema financiero).

Si consideramos que Fannie Mae y Freddie Mac son por tamaño la segunda y tercera empresas en Estados Unidos, esto les otorga un alto grado de vulnerabilidad ante dificultades en el sistema financiero. Su alto grado de apalancamiento, implica un riesgo muy alto de impago, lo que nos lleva a la

cuestión si la manera es que estas entidades valoran ese riesgo es suficientemente óptima para evitar problemas.

Dicho riesgo, tiene un doble cariz por un lado existe el riesgo crediticio, que implica la falta de certidumbre de los pagos oportunos por parte de los prestatarios de las hipotecas y por el otro la caída de los precios de las viviendas hipotecadas, pues al haber un desbalance entre el monto de la hipoteca y el precio de la vivienda significa que los títulos respaldados por estas hipotecas se desvalorizan afectando los portafolios de dichas entidades.

La acelerada y compleja evolución que sufrido el sector inmobiliario norteamericano han atraído la atención de las autoridades norteamericanas, a tal grado que en el reciente proyecto de reforma a la regulación financiera norteamericana propuesto por el Secretario del Tesoro Henry Paulson, una de las partes principales está dirigida a la regulación del sector hipotecario a través de la creación de un nuevo organismo: la Comisión de Originación de Hipotecas que establecería los estándares para las empresas hipotecarias de los estados.<sup>3</sup>

La primera hipótesis del presente trabajo asume que la crisis hipotecaria ocurrida en los Estados Unidos durante el 2007 es resultado de la enorme burbuja especulativa ligada a los activos inmobiliarios provocada por el incremento de los precios de los inmuebles. Muchas de las nuevas casas parecen haberse adquirido con fines de alquiler o reventa, a ritmos superiores al de la demanda demográfica estructural, en consecuencia, la inversión en este tipo de vivienda ascendió en 2006 a una cifra record del 3.5% del PIB, desde el 2.5% de comienzos del año 2000.<sup>4</sup>

En los Estados Unidos, como en muchos otros países occidentales, y tras el estallido de la crisis tecnológica del 2001 de principios, se produjo una huida de capitales en dirección a los bienes inmuebles, lo que viene a confirmar la idea de que cuando la crisis y la inestabilidad alejan a los inversores de la bolsa, la especulación encuentra su mejor terreno en la compra-venta de bienes inmuebles.

Como ya lo hemos señalado, debido a que la compra de inmuebles se realiza bajo una fuerte inversión, dicho sector se encuentra íntimamente ligada con el sistema financiero, por lo que considero conveniente revisar en el siguiente apartado el sistema financiero inmobiliario norteamericano.

#### **1.4. El sistema financiero inmobiliario norteamericano y la influencia del mercado hipotecario en la economía.**

---

<sup>3</sup> *The Wall Street Journal*. EE.UU. busca una amplia reforma financiera. Por Damián Paletta y Kara Scannell. 31 de Marzo de 2008.

<sup>4</sup> 78º Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

Las economías reaccionan de manera distinta ante los ciclos y shocks económicos, estas diferencias pueden estar relacionadas con la conformación del sistema financiero inmobiliario y por el comportamiento del mercado de la vivienda (Catte, et. al. 2004).

El sistema financiero inmobiliario y el mercado hipotecario juegan un papel importante en la economía, pues representan un importante canal de transmisión de la política monetaria, así como en la propagación de las crisis financieras. Comprender su comportamiento es para el banco central de primordial interés para mantener la estabilidad financiera (Tsatsaronis, 2004).

Debido a esa importancia en este apartado se presenta una descripción del sistema financiero inmobiliario de los Estados Unidos y como este ha evolucionado de un pesado y regulado sistema de instituciones de ahorro a un sistema desregulado dominado por instituciones financieras e intermediarios que titularizan las deudas para su comercialización. Dicha reestructuración ha provocado un cambio en la reacción de la inversión residencial ante la política monetaria.

El sistema financiero de la vivienda en los Estado Unidos se puede dividir en mercado hipotecario primario, secundario y el mercado para títulos hipotecarios, conocidos como *Mortgage-backed Securities* (MBS) por sus siglas en ingles. Así mismo existe un mercado de derivados crediticios con productos como los *Credit Default Swaps* (CDS) o los *Collateralized Debt Obligations* (CDO) que son una especie de seguros contra el riesgo crediticio del prestatario, los bancos a través de estos instrumentos aseguraron los créditos hipotecarios con alto riesgo de impago que otorgaron, dispersando el riesgo en el sistema financiero. Para tener una idea del tamaño de este mercado el valor de los contratos de estos instrumentos actualmente alcanza los US\$17,000,000 lo que significa una cifra por encima del valor mundial de los títulos de deuda corporativa.<sup>5</sup>

Durante los últimos treinta años las instituciones relacionadas con estos mercados han evolucionado dramáticamente en respuesta a la desregulación y a la innovación tanto tecnológica como financiera: Dicha evolución ha modificado el costo y la disponibilidad del crédito hipotecario.

El mercado hipotecario primario es donde los agentes obtienen préstamos ofreciendo su vivienda como garantía, hace treinta años este mercado era dominado por la pesada y bien regulada industria del ahorro, actualmente en este mercado compiten bancos de todo el mundo bajo una relajada regulación.

En los años 70' el mercado primario hipotecario tenía la misma estructura creada en 1930, donde el ahorro era recibido de manera directa por banco local quien a su vez otorgaba un préstamo hipotecario a largo plazo a una tasa de interés fija con la garantía de la propiedad o residencia ubicada cerca de las oficinas de la

---

<sup>5</sup> *The Economist*. The Tender Age; Credit Derivates. 22 Abril de 2006.

sucursal bancaria. Bajo estas condiciones la valoración del riesgo era relativamente sencilla, bastaba conocer las condiciones del mercado local y la reputación del prestatario. Este sistema funcionó muy bien en las décadas de los 50' y 60' gracias a un ambiente de baja inflación, sin embargo cuando ésta empezó a incrementarse las debilidades del sistema comenzaron a surgir, los ahorradores notaron que los intereses por sus depósitos disminuían cada vez más términos reales. Asimismo, este sistema provocaba un desbalance entre la oferta y demanda de fondos, por lo que los banqueros hipotecarios locales comenzaron a proveer fondos a regiones del país que carecían de ellos.

Esta situación provocó el surgimiento de un mercado hipotecario secundario, en el cual se involucran la compra y venta de la totalidad de préstamos originados en el mercado primario, a través de la titularización de varios créditos hipotecarios; entendiendo por titularización el mecanismo de financiamiento que transforma activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de valores para obtener liquidez y al mismo tiempo crear valor y rentabilidad con relación a los activos titularizados. (McCarthy and Peach, 2002:04).

En este caso el activo financiero "básico" son los créditos con garantía hipotecaria, por lo que cada nuevo título está respaldado por pequeñas porciones de muchos créditos base, el riesgo de estos activos es menor a la suma de los riesgos de sus componentes aislados, por lo que en teoría este instrumento permitía al inversionista disminuir su riesgo. Los rendimientos que generan esta clase de títulos dependen del promedio ponderado de las tasas pactadas en los préstamos base, menos la pérdida neta atribuible a los incobrables históricos y a la prima de seguro que incorpora el esquema. En este sentido, es necesario estimar los costos de las garantías y seguros necesarios para establecer el nivel de riesgo así como analizar los flujos que generarán los activos básicos para determinar las características de los flujos que ofrecerán los títulos derivados. (Fabozzi y Modigliani, 1996: 132).

Como ya hemos comentado, en su forma tradicional el sistema bancario norteamericano ofrecía financiación hipotecaria por medio de los siguientes pasos: a) originaba el crédito, b) retenía la hipoteca en el activo disminuyendo el riesgo, c) gestionaba la cobranza y d) obtenía fondos de recursos propios y/o terceros. Este procedimiento estaba a cargo de un mismo agente financiero, ya fuese un banco comercial, una compañía de seguros o instituciones de ahorro y préstamo.

La titularización rompió este esquema ya que con este instrumento actúan diferentes entidades tanto en el origen del crédito (instituciones de ahorro y préstamo, banco comercial) como en la creación del título (banco de inversión), en la cobertura de riesgo (compañía de seguros), en la gestión de la cobranza (instituciones de ahorro y préstamo o banco comercial) y fondeo (inversores institucionales y otros ahorradores que compran títulos hipotecarios a los bancos de inversión).

Existen diferentes variantes de instrumentación en el mecanismo de la titularización, las más utilizadas son los títulos respaldados con activos, *Mortgage-backed securities* (MBS) y las obligaciones hipotecarias colateralizadas (garantizadas) *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs).

Los llamados *Mortgage-backed securities* (MBS) se originan cuando una institución decide vender las hipotecas que posee en el mercado primario. Así, para el desarrollo del mercado secundario, se han establecido importantes productos financieros derivados de éstos. Entre los que destacan:

**a) MBS estandarizados:** Son instrumentos que están respaldados totalmente por un conjunto de préstamos hipotecarios de tasa fija. Se traslada a los inversionistas, en una base temporal, el principal y los intereses de la hipoteca así como los intereses propios del instrumento. Se establecen cláusulas de “prepago” para los pagos no programados en el principal.

**b) Hipotecas con tasa ajustable (ARM):** Instrumentos respaldados por grupos de hipotecas con tasas de interés variables. Todos los préstamos hipotecarios del grupo se ajustan al mismo tiempo que varía un índice previamente especificado.<sup>6</sup>

**c) Stripped MBS;** se crearon con el propósito de cobertura llamado título respaldado con hipoteca desnudo (*stripped*). En estos se separan los pagos de interés y el principal de un conjunto de hipotecas y se venden los derechos de propiedad de cada uno por separado.

**d) Housing Equity Withdrawal (HEW) o Mortgage Equity Withdrawal (MEW).** Así se denominan los préstamos con garantía hipotecaria, que en general equivalen a una extracción del capital que existe en la vivienda con el propósito de usarlo para el consumo.

**e) Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs) y Collateralized Mortgage Obligations (CMOs):** Son instrumentos de clase múltiple que son respaldados por MBS o préstamos hipotecarios. Los REMICs se implementaron con el fin de ampliar la flexibilidad de los emisores para emitir títulos de múltiples clases con respaldo hipotecario. Cada clase es emitida por una tasa de interés específica (fija o flexible), y los intereses son pagados en todas las clases. Por su parte los CMOs funcionan como un fondo mutuo de propósito doble. Existen dos tipos de obligaciones, participaciones en el capital y participaciones en el ingreso. Los que tienen participaciones en el capital reciben ingresos de manera residual en tanto que los otros tienen derechos preferenciales sobre todos los dividendos más una porción fija del principal en el momento en que sea disuelto el fondo. (Fabozzi y Ramsey, 1999:67)

---

<sup>6</sup> Entre ellos, el One Year Constant Maturity U.S. Treasury Securities (CMT), Weekly Average Five Year Treasury Securities y National Median cost of Funds Index.

**f) Credit Default Swaps (CDS):** Derivado crediticio donde el comprador acuerda pagar cierta cantidad de efectivo, con cierta periodicidad, al vendedor a cambio de tener una protección contra el impago (default) de un bono o préstamo a un individuo, empresa o país. Si el acreedor original no puede cumplir su compromiso de pago, el vendedor del CDS paga al comprador del mismo el monto total de la pérdida en el préstamo o bono. Un CDS es similar a un seguro que traslada el riesgo crediticio del activo subyacente al vendedor del CDS. Los precios de los CDS se cotizan como puntos base (un punto base es 0,01 puntos porcentuales). Los pagos periódicos (por ejemplo, semestrales) se calculan multiplicando los puntos básicos por el valor nominal del contrato. (Hull, 2002:412)

Los CDO's son simplemente fajos de alguna clase de MBS, por ejemplo un CDO puede consistir en un conjunto de 100 de MBS con diferente grado de riesgo crediticio, dependiendo de la aversión al riesgo del inversionista, de este modo un CDO puede estar constituido por un 70% de créditos triple A (AAA tranche) de un 20% de créditos intermedios (mezzanine tranche) y un 10% de créditos con alto riesgo de impago (subprime tranche). La porción de créditos triple A ofrece bajos rendimientos pero provee un alta probabilidad de pago por parte de los prestatarios (Mah-Hui Lim, 2008:05). Huelga decir que el cálculo del precio de este tipo de productos financieros es sumamente complicado.

Por último tenemos los llamados **Vehículos Estructurados de Inversión** *Structured Investment Vehicles* (SIV's) a través de los cuales los bancos administran los MBS y CDO's de sus clientes a cambio de considerables comisiones. Este instrumento además de permitir a los bancos mantener fuera de sus balances los créditos hipotecarios, les permitió a los mismos sortear regulaciones, impuestos y periodos de contracción monetaria, haciendo la oferta crediticia cada vez más elástica.

Todos estos productos fueron los frutos de la innovación financiera que prometía un sistema financiera más flexible y eficiente, al ofrecer al prestamista mayor diversificación de inversión y al prestatario menos dependencia a instituciones específicas para la obtención de fondos. Sin embargo, el valor de estos títulos sólo se mantiene en tanto su circulación en la esfera financiera no se interrumpa y las sociedades financieras continúen aceptándose los títulos de una y otras entre si. Las "ganancias" provenientes de esos títulos, son como lo señala Chesnais "ganancias ficticias". (Chesnais, 2007:14)

Para poner en perspectiva y darnos una idea del tamaño del mercado de derivados crediticios, en 2007 alcanzó una cifra de US\$2.1 billones en un solo día, mientras que el comercio mundial alcanzó US\$12 billones al año. Al finalizar 2007, el mercado total de bonos titularizados llegó a US\$10.2 billones, de los cuales US\$7.1 billones fueron créditos hipotecarios. (Wray, 2008:15)

Aunque las principales agencias que utilizan el mecanismo de titularización en los Estados Unidos son Fannie Mae y Freddie Mac, a partir de 1992 otras entidades

privadas y bancos de inversión comenzaron a participar en el mercado de los títulos hipotecarios.

Se ha hablado mucho de las ventajas que ofrecen este tipo de instrumentos para la economía, entre las cuales destacan: la reducción de costos de transacción, la dispersión del riesgo, una mayor profundización financiera que incrementa la propensión a ahorrar, etc. Sin embargo, los verdaderos beneficiarios de esta innovación financiera han resultado los bancos, quienes al originar los créditos obtienen una ganancia de capital al vender los préstamos a un tercero, además de un ingreso por cobrar los préstamos base, en caso que reciba el encargo de cobrar los mismos *success fee* (comisión en función de lo que cobran). Aunque en mi opinión, la ventaja más grande que obtienen bajo este esquema es que la cartera de los préstamos originados desaparece de los estados financieros del banco emisor en el momento en que se traspa a la sociedad titularizadora.

Es difícil determinar si el desarrollo de estos mercados abarató el costo de los créditos hipotecarios, sin embargo sabemos con certeza que el cambio en el régimen financiero inmobiliario si permitió una mayor disponibilidad de préstamos hipotecarios y a un aumento acelerado de los precios de los inmuebles. Para otros autores, como Chesnais, los productos financieros derivados se han convertido en el escenario por excelencia de la especulación puramente financiera y en la principal fuente de fragilidad de los mercados financieros.

La crisis hipotecaria de Estados Unidos del 2007 reivindica la hipótesis de Minsky y permite revalorar los aportes de autores como Galbraith quien afirma:

“Hay ciertas lecciones económicas que nunca terminan de aprenderse. Una de ellas es la necesidad de mirar con la más profunda suspicacia toda innovación en materia monetaria, y más generalmente, en el ámbito de las finanzas. Se sigue creyendo que sin duda debe haber una forma todavía inédita de resolver sin dolor los grandes problemas sociales, pero lo cierto es que tal cosa no existe. Sin excepción conocida, los ingeniosos instrumentos monetarios y financieros o son inocuos o constituyen fraudes al público y, frecuentemente, a sus propios impulsores.” (Galbraith, 2004:73)

El siguiente apartado se analizarán los factores que provocaron la actual crisis hipotecaria.

## **2. FACTORES CAUSANTES DE LA CRISIS HIPOTECARIA.**

### **2.1. La burbuja tecnológica.**

La actual crisis financiera en los Estados Unidos tiene sus orígenes en la recesión económica del 2001 provocada por la burbuja bursátil de las empresas tecnológicas. La década de los noventa fue una época particularmente favorable para las inversiones en los Estados Unidos, los precios de las acciones y la rentabilidad de las mismas tuvieron una tendencia fuertemente alcista, colocando a las bolsas estadounidenses en el primer lugar de las bolsas mundiales. Esto no ocurría desde el final de la Segunda Guerra Mundial, ya que en cada década anterior, alguna bolsa distinta a las de estados Unidos ocupó el primer lugar en el ranking de rentabilidad.

Se han considerado diversos factores para explicar el largo periodo de comportamiento alcista de las bolsas de Estados Unidos. Pero el más importante es el largo periodo de crecimiento económico, en un contexto de intenso cambio tecnológico, con una inflación controlada, una mejora significativa de las cuentas públicas, un importante crecimiento de los beneficios de las empresas y un fuerte aumento de la inversión.

El proceso de rápida obsolescencia que sufrieron las diversas innovaciones aceleró el proceso bautizado por Joseph Schumpeter como “destrucción creativa” donde las tecnologías emergentes desplazan a las anteriores, afectando la forma

en que se implementa el capital y el trabajo en los procesos productivos, obligando a las empresas a un mayor esfuerzo inversor para mantener el nivel de stock de capital, debido al incremento de la tasa de depreciación.

La baja y estable inflación provocó un cambio en las expectativas e impulsó la reducción de los tipos de interés nominales entre 1990 y 1998. Por otro lado, la reducción de los costos financieros y la reducción de primas de riesgo por una mayor estabilidad macroeconómica provocaron un gran optimismo en los inversores. Sin embargo en 1999 esta tendencia mostró sus primeros indicios de agotamiento, debido a acciones por parte de la Reserva Federal, que subió en diversas ocasiones los tipos de interés a corto plazo. Pese a lo anterior, ese mismo año los inversores reavivaron su optimismo gracias al surgimiento de una red mundial de información (internet).

El desarrollo tecnológico de la segunda mitad del siglo XX, provocó un cambio radical en el procesamiento y almacenamiento de información. La evolución de los microprocesadores, las computadoras personales, los satélites, la fibra óptica e internet transformaron a la economía basada en la fabricación a una economía basada en el conocimiento, este cambio en la estructura provocó un aumento sin precedentes en la productividad.

Hasta 1995 la productividad había sido uno de los grandes problemas de la economía norteamericana, sin embargo en los años posteriores significó la pieza clave que permitió un crecimiento económico, aunado a la reducción de la tasa de desempleo y a la ausencia de tensiones inflacionistas, este escenario creó la esperanza de un crecimiento constante y permanente, al grado que varios economistas afirmaron el nacimiento de la “Nueva Economía”.

El término “Nueva Economía”, como tal apareció públicamente en un artículo de Michael J. Mandel titulado *“El triunfo de la Nueva Economía”* publicado la Revista *BusinessWeek* el 30 de diciembre de 1996, en él se refiere a la fundación de los mercados globales, a la revolución de la información y a un inmejorable clima de estabilidad y crecimiento económico favorecido por una baja inflación y tasas de interés reducidas que hicieron posible el aumento de las ganancias de las empresas.

Existieron otros elementos que influyeron en la contención de los precios, como la reducción de los precios del petróleo y otras materias primas, la fortaleza del dólar, la contención de los salarios reales, pero no fueron considerados tan importantes como la productividad por los defensores de la nueva economía, la cual garantizaría altas tasas de crecimiento económico y de inversión, bajos niveles de desempleo, la eliminación de la inflación y un ascenso de los índices bursátiles.

Los apologistas de la nueva economía afirmaban que gracias a la nueva revolución tecnológica y a la globalización, el ciclo económico se había modificado, llamándolo “nuevo orden económico global”. Como sabemos, no es la única ocasión en que se ha construido el mito del arribo del capitalismo a una

nueva era de dinamismo perdurable, sin contradicciones y crisis. La misma ideología fue difundida en otros momentos asociados con boom financieros; por ejemplo al iniciar el siglo XX se habló de la “fiebre del nuevo siglo”; después “los fabulosos veinte” que precedieron la crisis del 29’ y posteriormente los “milagros” refiriéndose a la expansión larga en los Estados Unidos, Alemania y Japón.

La Reserva Federal fue una pieza importante para la llamada nueva economía, ya que la suponía dotada de la sabiduría suficiente para realizar un ajuste fino del control de la inflación y de la actividad económica. La política de no elevación de los tipos de interés en un contexto de fuerte crecimiento económico por parte de la Reserva Federal fue interpretada como un fuerte respaldo al paradigma de la nueva economía, por parte de su Presidente Alan Greenspan, quien en varios discursos elogió los beneficios de la nueva economía:

“[...] La economía estadounidense está experimentando una aceleración de la innovación, de esas que se dan una vez cada siglo, lo que propulsa hacia delante la productividad, la producción, las ganancias corporativas y los precios de la acciones a un paso no visto en varias generaciones, si no es que nunca”. (Greenspan, 2000:1).

Sin embargo, dicha política terminó en el segundo semestre de 1999, iniciando un aumento escalonado de los tipos de interés para responder al ligero repunte de la inflación y el desempleo, el aumento de los precios del petróleo, pero sobretudo por la preocupación por las fuertes revalorizaciones bursátiles y las dudas sobre el mantenimiento a largo plazo de los aumentos de productividad.

Como sucede en todas las grandes fases expansivas, el boom estadounidense estuvo acompañado por un crecimiento acelerado del endeudamiento y por la creación de los más diversos y sofisticados instrumentos financieros. El crédito bancario se expandió con rapidez tanto para apoyar la euforia bursátil, como para estimular el consumo de los grupos de población de altos ingresos beneficiados con el boom. Se multiplicaron, además, el financiamiento no bancario, así como las operaciones financiadas con “capital de riesgo” (*venture capital*), sobretudo en el sector de alta tecnología. Asimismo, se expandieron los instrumentos del mercado de derivados (swaps, opciones, futuros, etc.) que incrementaron el riesgo sistémico.

El periodo de mayor auge de los valores bursátiles tradicionales ocurrió entre 1995 y 1998; según datos de la Reserva Federal, el porcentaje de las acciones dentro del patrimonio financiero bruto de las familias pasó de un 32% en 1989 a un 49% en 1998. La fuerte revalorización de los activos fue la base de un efecto riqueza que influyó sobre las demandas de consumo e inversión. Un mayor consumo se financiaba mediante los ingresos adicionales obtenidos por la realización de beneficios y también por el endeudamiento garantizado tanto por las realizaciones futuras como por el mayor valor del propio patrimonio. Las empresas obtuvieron con facilidad financiación directa en los mercados de capitales, y, en la medida que aumentaba la cotización de sus acciones, mejoraba el valor de sus activos.

Las diferentes crisis financieras que sucedieron durante esa década afianzaron la posición hegemónica de las bolsas norteamericanas, acontecimientos como la caída de la bolsa de Tokio reforzaron las corrientes de inversión hacia el dólar y los valores seguros. No obstante, Estados Unidos no estuvo exento de problemas, uno de los más delicados fue el provocado por *el Long-Term Capital Management*<sup>7</sup> que impactó severamente las cotizaciones, esto provocó una huida de los capitales de los valores bursátiles tradicionales hacia los valores tecnológicos.

En los mercados financieros, la nueva economía se asoció al auge de las empresas punto-com (empresas relacionadas en el ramo de tecnologías para el internet), la mayoría de las cuales fueron lanzadas a oferta pública de venta, es decir sus acciones empezaron a cotizarse en la bolsa de valores, principalmente en el indicador tecnológico NASDAQ<sup>8</sup> de los Estados Unidos. Las empresas de este tipo pronto se vieron favorecidas por un incremento en el precio de sus acciones hasta marzo del 2000.

El NASDAQ fue creado en 1971 como un revolucionario sistema de cotización electrónica de acciones. Poco después se convirtió en el primer mercado "virtual" del mundo, pues no tenía necesidad de un recinto en el que los operadores se gritaran las ofertas unos a otros, como en la célebre Bolsa de Nueva York.

Gran parte del aumento de valor del NASDAQ se consolidó en años recientes de la mano de la fuerte demanda de las acciones de empresas de nuevas tecnologías, computadoras, Internet y bioquímica, que componen cerca de dos tercios del NASDAQ. Su éxito para atraer a nuevas empresas se debe a varios factores, entre ellos el hecho de que los requerimientos que deben cumplir las compañías para cotizar en él son menores a los exigidos por la Bolsa de Nueva York. Debido a estas facilidades empresas pequeñas, sobretodo portales de internet, pudieron ingresar a la bolsa y cotizar sus acciones por encima del valor real de las mismas. La valorización de muchas de las empresas que salieron a la bolsa, y también de las que ya estaban cotizando, presentaba grandes dificultades. El valor real de estas empresas no tenía el respaldo de un proceso productivo que creara riqueza, si no únicamente poseían la esperanza de los especuladores de que en el futuro liderarían la economía basada en la información.

El derrumbe sin precedentes que sufrió el NASDAQ la primera semana de abril del 2000 se convirtió en un llamado de alerta sobre los peligros que entraña un crecimiento tan acelerado, así como la extrema volatilidad que lo caracteriza. Esta gran volatilidad es para los analistas un signo de los nuevos tiempos que viven los mercados de valores a nivel mundial, un tiempo marcado por la alta disponibilidad

---

<sup>7</sup> LTCM fue un importante *Hedge Fund* (Fondo de Inversión libre) especializado en arbitrajes arriesgados y lucrativos en bonos estadounidenses, japoneses y europeos, para los que apalancaba sus apuestas con préstamos de los bancos. La crisis rusa resultó ser el iceberg de ese *Titanic* financiero.

<sup>8</sup> Acrónimo de National Association of Securities Dealer Automated Quotation

de información, la compra y venta de acciones con bajas comisiones y los negocios de títulos a través de Internet.

Para ilustrar la gravedad de esta crisis, el índice NASDAQ llegó en marzo de 2000 a cotizar por sobre los 5.000 puntos, llegando en poco tiempo a cotizar a 3.500 y en octubre de 2002 su valor era de aproximadamente 1.300 puntos, situándose en valores similares a los de diciembre de 1996.

Las consecuencias de esta crisis fueron una serie de cierres, fusiones, adquisiciones y despidos en las empresas punto-com, que hizo pensar a muchos que la nueva economía nunca existió, y que sólo se trató de una gran manía de inversión provocada por oportunistas que buscaban ganancias rápidas. El estallido de la crisis tecnológica marcó el principio de la recesión en los Estados Unidos.

La importancia de la crisis tecnológica radica en el análisis de la transformación que habían sufrido los mercados financieros en los últimos años, pues a partir del desarrollo de las tecnologías informáticas y de telecomunicaciones, los mercados financieros se globalizaron e intercomunicaron generando un mercado global e interdependiente, operado por redes informáticas en tiempo real. Estas transformaciones facilitaron el movimiento del capital necesario para financiar nuevos proyectos empresariales y de la nueva economía en general.

Por otro lado, el proceso de bursatilización que surgió en ese época sumado a la aparición de los capitalistas de riesgo, llevaron a la cotización de los valores bursátiles de empresas tecnológicas a niveles absurdamente altos, donde la especulación fue el común denominador, especulación que apostaba al rápido crecimiento y éxito de las empresas de la nueva economía, los cuales se vieran traducidos en un alza en las cotizaciones de sus títulos.

Una comparación entre el valor de mercado de empresas del mundo virtual con empresas del mundo real, nos da una muestra de la excesiva valoración de las primeras por ejemplo la empresa *Yahoo!* llegó a cotizarse en casi US\$35,000 millones de dólares mientras que una empresa como American Airlines se situaba en los US\$13,000 millones de dólares.

Pese a que la mayoría de los analistas se negaba a aceptar que esta crisis tendría efectos negativos a largo plazo en la economía norteamericana, el FMI aceptó que para el 2001 el Producto Interno Bruto de Estados Unidos no podría rebasar el 3%, el nivel más bajo en los últimos diez años.

Cabe resaltar que si bien los ataques terroristas del 11 de septiembre tuvieron un impacto negativo, no pueden ser considerados como el factor principal de la caída de los mercados y la debilidad económica de los Estados Unidos del 2002, como el gobierno lo hizo creer a través de los medios. El surgimiento de la crisis involucró problemas preexistentes en el sistema financiero norteamericano y las consecuencias de una de las mayores burbujas especulativas de la historia.

Con la intención de contener los efectos de esta crisis y reactivar los sectores productivos de la economía la Reserva Federal tomó la decisión de recortar los tipos de interés. Esta decisión fue determinante para reactivar el crédito. La reactivación del crédito a su vez permitió una paulatina recuperación económica a partir del 2002. En este año continuó la tendencia a la alza que venía mostrando el sector inmobiliario en los Estados Unidos, el crédito accesible y barato provocó la compra de inmuebles con propósitos especulativos, alimentando aún más el “boom” inmobiliario. (Ver Gráfica 2.1), cuyo desarrollo y consecuencias serán analizados en los capítulos posteriores.

## **2.2. La época de bajas tasas de interés.**

Los valores emitidos por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, a los que se les menciona popularmente como “bonos del Tesoro” o simplemente “Treasuries”, están respaldados por la fe ciega y el crédito del gobierno norteamericano. Por tal motivo, los participantes del mercado de todo el mundo los ven como si no tuvieran riesgo de crédito. Las tasas de interés de los valores del Tesoro, son por tanto, las tasas de interés de referencia en toda la economía de Estados Unidos, así como en todos los mercados de capital internacionales.

La tasa de interés mínima, o tasa de interés base que los inversionistas demandarán para invertir en un valor que no sea del Tesoro, es el rendimiento ofrecido por un valor del tesoro corriente con vencimiento comparable. A la tasa de interés base se le conoce también como tasa de interés de referencia.

El hecho de que el tesoro sea el más grande emisor de deuda en el mundo, ha contribuido a que la variabilidad de las tasa de interés que fija la Reserva Federal tenga una repercusión determinante en la economía.

El clima de inestabilidad económica que provocaron los atentados del 11 de septiembre empeoró la ya de por sí difícil situación por la que atravesaba la economía norteamericana después del estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000 y los casos de fraudes financieros que provocaron la quiebra de empresas como Enron, Worldcom, Xerox y Tyco. Esta situación estimuló a la Reserva Federal a bajar las tasas de interés a niveles históricamente bajos, manteniendo la tasa de referencia en 1% de Julio de 2003 a Julio de 2004.

Alan Greenspan señalaba que la economía era a todas luces presa de la deflación, en la que las fuerzas del mercado se combinan para mantener bajos los salarios y los precios y por ende los tipos de interés a largo plazo, retrocedan, por lo que la inflación no suponía una amenaza inminente y que eso concedía la flexibilidad necesaria para rebajar los tipos de interés a corto plazo. (Greenspan, 2007: 228)

El objetivo de la Reserva Federal al abaratar el crédito, fue reactivar la inversión, el consumo y la producción, lamentablemente la mayoría de estos recursos no fueron canalizados a la inversión, si no que fueron enfocados a la compra de

vivienda con fines especulativos, debido al incremento de los precios en el mercado inmobiliario.

La teoría afirma que, el aumento en el precio de los inmuebles incrementa la riqueza real de las familias, por ello los consumidores basan sus decisiones de gasto en su riqueza real más que en su ingreso. (Keynes 1936, pp. 92-93). Esta hipótesis sustenta la idea de que los norteamericanos esperanzados en el aumento del valor de los inmuebles, solicitaron créditos por encima de sus posibilidades; provocando un sobreendeudamiento. Las llamadas segundas hipotecas aquellas que permiten a los propietarios de casas pedir dinero prestado, o una línea de crédito usando sus viviendas como garantía, originalmente eran utilizadas para financiar mejoras hogareñas, sin embargo las familias empezaron a usarlas para pagar otras deudas como tarjetas de crédito o financiar vacaciones. Los ratios de deuda alcanzaron niveles alarmantes en el 2003 llegando a representar el 115% del ingreso disponible para mediados de ese mismo año (Faulkner y Muhleisen, 2004).

El incremento de los precios de los bienes inmuebles fue a su vez provocado por un aumento en la demanda de vivienda, la cual estuvo apoyada en un exagerado aumento de los créditos *subprime*. Dichos préstamos se quintuplicaron entre 2001 y 2005, alcanzando US\$625 billones anuales.<sup>9</sup>

Pese a que a todas luces el exagerado aumento de los créditos subprime incrementaba el riesgo financiero, las autoridades lo pasaron por alto, inclusive algunas, como Alan Greenspan lo justificaron:

“[...] Yo era consciente de que la relajación de las condiciones de crédito hipotecario para los prestatarios subprime aumentaba el riesgo financiero y de que las iniciativas de propiedad de vivienda subvencionada distorsionan los resultados del mercado. Pero creía, y sigo creyendo, que los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan el riesgo.” (Greenspan, 2007:233)

La atracción de los capitales hacia el mercado inmobiliario se vio favorecido también por la baja de los tipos de interés y por la creatividad de los prestamistas para atraer a los clientes con préstamos e hipotecas exóticas Para finales del año 2006 se calculaba que la suma de este tipo créditos llegaba a \$475,000 millones dólares.<sup>10</sup>

La flexibilización en los requerimientos para acceder a los créditos, promovió la innovación de este tipo de hipotecas, llamadas *subprime* caracterizadas por tener un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de los créditos.

Gracias a la existencia de este tipo de créditos los prestamistas eludieron las exigencias en cuanto a la calificación de los sujetos de crédito, esperanzados en

---

<sup>9</sup> *The Economist*. “Subprime subsidence; Mortgage lending.” 15 de Diciembre 2006, 381 (8508).

<sup>10</sup> *Idem*.

que si el prestatario no cumplía con el pago de su hipoteca, la propiedad podría ser vendida a un precio muy por encima del valor de la hipoteca, gracias al boom de los precios de la vivienda, garantizando jugosas ganancias.

Atraídos por estos tipos de créditos, los norteamericanos se aventuraron a comprar propiedades cuyo valor sobrepasaba por mucho sus posibilidades de pago, los productos como las hipotecas "*interest-only loan*" donde los pagos en los dos primeros años son bajos, crearon una falsa expectativa en los consumidores al creer que en un futuro mejoraría su salario y los pagos posteriores podrían ser cumplidos.

Habría que añadir a estos elementos el surgimiento y la multiplicación de mercaderes de deuda (brokers hipotecarios), durante los último tres años en Estados Unidos, los cuales debido a una falta de regulación y atraídos por atractivas comisiones pagadas por los bancos entraron al juego, con grandes ventajas, pues además de gozar de una total falta de regulación, su vinculamiento con el riesgo del crédito que ofrecían era nulo, pues a través de la titularización de la deuda, traspasaban el riesgo a un tercero.

Bajo este nuevo esquema financiero, los bancos e instituciones de préstamos pudieron empaquetar cientos de préstamos de este tipo y venderlos en el mercado bursátil, donde los principales compradores, inversores institucionales y fondos de inversión privados como los llamados (*hedge funds*) que son fondos de inversión colectiva , organizados de forma privada y gestionados por sociedades profesionales, los cuales no están regulados por parte del gobierno, por lo que las autoridades financieras no tienen control sobre ellos. Su objetivo de inversión es obtener rentabilidades positivas, independientemente de que los mercados suban o bajen, para lo cual invierten en todo tipo de derivados (opciones, futuros y swaps), dirigiendo siempre su acción hacia donde exista volatilidad y movimiento, para obtener rentabilidad en poco tiempo

Su gran poder reside en la ausencia total de limitaciones y en que invierten muy por encima de su patrimonio. Así, es normal que los *hedge funds* estén apalancados (invertidos) tres, cuatro, o 10 veces por encima de su patrimonio. Precisamente, por invertir muy por encima de sus posibilidades se les denomina fondos de alto riesgo.

Dichos fondos fueron los que aprovechando su poca regulación y bajo el supuesto de que están manejados por expertos que manejan profesionalmente el riesgo adquirieron los paquetes de deuda. Sin embargo, este ha sido el grave error de los inversionistas quienes olvidaron que los llamados *mortgage bundles* y otro tipo de derivados financieros involucran más la incertidumbre que el riesgo. Bear Sterns, uno de los mayores inversores en hipotecas *subprime*, recientemente tuvo que destinar US\$3,200 millones de dólares para rescatar uno de sus *hedge funds* el cual contaba con una gran cantidad de títulos basados en créditos *subprime*. (Papadimitriou, 2007:12).

Es importante destacar el papel de las agencias calificadoras dentro del proceso que permitió la euforia en el mercado bursátil por la compra de este tipo de deudas. Las empresas calificadoras de riesgo, como Standard and Poor's, son las encargadas de evaluar y calificar los paquetes de deuda que los bancos sacan al mercado y cuya calificación es guiada por el cálculo de la probabilidad del riesgo que conlleva la adquisición de dichos activos.

Sin embargo, debido a que estas agencias son pagadas por los emisores de los títulos de deuda, se encuentran bajo el dilema que si ofrecen una mala calificación por justa que sea, no sería bien vista por el cliente (inversor) y de esta forma el banco no podrá venderla, por ello la mayoría de ellas por el miedo a perder las atractivas comisiones que pagaban los bancos prefirieron emitir buenas calificaciones aunque no siempre fueran las que correspondían a la realidad.

El asunto de los créditos *subprime* se convirtió en un asunto de tanta importancia que el Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernake declaró, que el freno reciente del otorgamiento de créditos *subprime* y el incremento de las ejecuciones hipotecarias, provocaría una reducción en la demanda de vivienda que se traduciría en una caída de los precios de los inmuebles. Sin embargo, con la intención de plantear un panorama más optimista, para ese entonces, afirmó que la mayoría de los créditos hipotecarios continuarían desempeñándose de una buena forma y que era poco probable que los problemas con los créditos *subprime* contagiaran al sistema financiero en general.<sup>11</sup>

El curso que ha tomado la crisis hipotecaria desmiente esta apreciación, pues el declive del valor de los inmuebles desembocó en lo que actualmente significa unas de las peores crisis económicas de los Estados Unidos desde la Segunda Guerra Mundial. (Soros, 2008)

### **2.3. La formación de la burbuja inmobiliaria.**

Los trabajos de Minsky (1982) y Toporowski (2000) han documentado ampliamente que a todo auge del mercado financiero le sigue un auge de los sectores generadores de los bienes que sirven como colateral a los préstamos que se otorgan durante la expansión de la burbuja financiera. Tradicionalmente los bienes que han servido como garantía en los negocios financieros son las instalaciones físicas de las empresas, terrenos y cualquier modalidad de bien inmueble. (Pureco, 2004:50)

---

<sup>11</sup> Bernake Ben, en un discurso ante la 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition en Chicago Illinois, 17 de mayo de 2007.

En el mercado inmobiliario son frecuentes las burbujas especulativas, a nivel mundial la última gran manía de inversión cuya crisis desencadenó una recesión generalizada ocurrió a principios de los años noventa, llevando a Japón a una de sus peores crisis financieras de su historia. Sin embargo, nunca antes en la historia los precios de los inmuebles habían crecido tan rápido, a niveles tan altos y en tantos países, como en el 2002, lo que significó la burbuja financiera más grande de la historia, provocada por dos factores: tasas de interés históricamente bajas que abarataron el crédito y la pérdida de confianza de las familias hacia el mercado bursátil, a raíz de la crisis tecnológica.

En la recuperación económica mundial del 2002, la vivienda representó mucho más que un refugio del viento y la lluvia, de hecho muchos analistas afirman que este sector fue el que salvo a la economía mundial de una profunda recesión. Se calcula que entre 2001 y 2005 la industria de bienes inmuebles creó 1, 100,000 empleos, mientras que el resto de la economía eventualmente perdió 1, 200,000 puestos de trabajos, de hecho la inversión en la construcción de vivienda creció a un ritmo de 9% del 2002 al 2005. (Papadimitriou y Wray, 2007: 02)

Para 2002, los indicadores reafirmaban esta recuperación. En Estados Unidos el primer semestre de año el crecimiento del Producto Interno Bruto fue alrededor de 4%, en Europa y Japón el consumo y la confianza empresarial se recuperaron<sup>12</sup>. La depresión vaticinada por la crisis tecnológica y los ataques del 11 de septiembre del 2001 parecía que podría ser evitada.

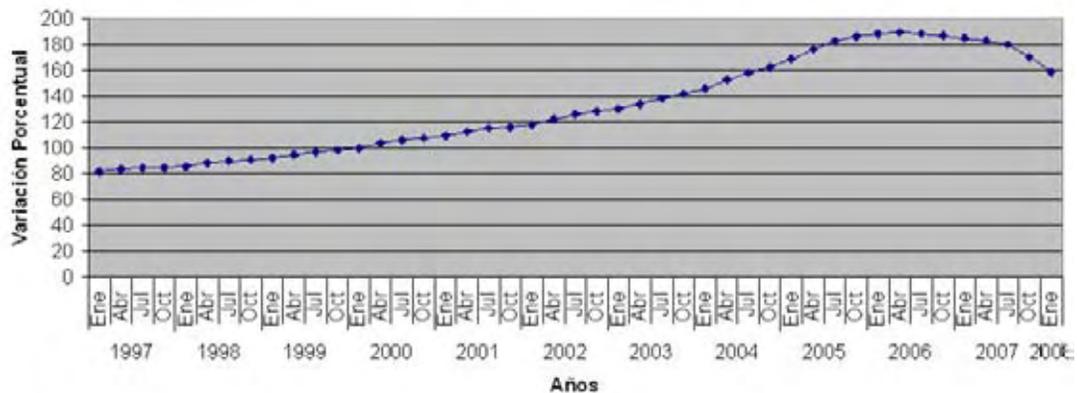
Debe destacarse que la recuperación económica norteamericana fue mayor que en el resto de los países debido en parte por el incremento de la tasa de productividad y por el alto consumo de los norteamericanos. El 2001 significó para las empresas norteamericanas el peor año desde 1930 por un desplome masivo en las ganancias, esto significó un aumento del desempleo y un decremento en los precios de los activos, pese a ello los consumidores norteamericanos continuaron gastando. La posibilidad de que los norteamericanos siguieran consumiendo fue gracias al incremento de los precios de las viviendas. Según el Índice S&P/Case-Shiller de precios de la vivienda en los Estados Unidos, los precios de los inmuebles aumentaron en términos reales 86% entre 1996 y 2006, (Ver Gráfica 2.1).

---

<sup>12</sup> *The Economist*. "The Houses that saved the world". 14 de Marzo 2002.

GRAFICA 2.1

S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index



Fuente: Standard & Poors. [http://www2.standardandpoors.com/spt/pdf/index/cs\\_national\\_values\\_052703.xls](http://www2.standardandpoors.com/spt/pdf/index/cs_national_values_052703.xls)

Cabe destacar, que el “boom” de los precios de los inmuebles fue un fenómeno mundial, cuyos niveles jamás se habían visto antes: Un estudio de The Economist basado en 10 países de la OECD, además de China, Hong Kong y Sudáfrica, demuestra que en la mayoría de ellos la variación en la tasa de crecimiento de los precios de las viviendas fue de dos dígitos. Hong Kong fue el caso más extraordinario con un incremento en el 2004 de 28.7%.

CUADRO 1

INDICE DE PRECIO DE LA VIVIENDA (Variación porcentual)					
	Q2 2006	Q1 2005	Q2 2004	Q1 2003	1997-2006
Australia	3.6	1.0	10.9	18.1	119
Canadá	5.7	7.7	7.3	6.9	57
China	5.6	9.8	10.4	2.1	nd
Dinamarca	21.3	11.3	5.0	2.9	92
España	12.0	15.7	17.2	18.7	165
Estados Unidos	12.5	13.2	9.4	6.5	95
Francia	14.2	15.7	14.5	12.9	115
Italia	7.3	8.5	10.8	10.6	81
Japón	-3.9	-.5.4	nd	nd	-31
Nueva Zelanda	14.8	13.4	22.1	15.5	93
Reino Unido	4.6	10.1	13.8	17.6	176
Sudáfrica	12.3	29.1	25.5	19.5	168

Fuente: Elaborado con datos publicados en "The Economist" del 18 de Septiembre 2004, Vol. 372 Numero 8394, pág. 45. y 10 Junio de 2006, Vol. 379 Número 8481, pág. 80.

Pese a que el 2003 representó para el Reino Unido y Australia el año en que más drásticamente se incrementaron los precios de las viviendas, los especialistas

negaron que los inmuebles estuvieran sobrevaluados; en los Estados Unidos los comentarios también fueron en el sentido de negar una exuberancia irracional, apoyados en la hipótesis de que el incremento en los precios de la vivienda era resultado de un incremento en la inmigración y el crecimiento poblacional, sin embargo la hipótesis queda refutada al comprobarse que la oferta de vivienda también tuvo un crecimiento acelerado

El incremento en el precio de la vivienda puede fomentar el consumo de varias maneras. Existen numerosos análisis que demuestran que el incremento en los precios de las viviendas afecta de manera positiva el bienestar de las familias e incrementa el consumo. (Boone y Girouard, 2002)

Al incrementarse el precio de una propiedad, el tenedor de la misma se percibe más rico, puede incluso convertir este incremento en efectivo al hipotecar el inmueble, a través del mecanismos financieros como el *Housing Equity Withdrawal (HEW)* o *Mortgage Equity Withdrawal (MEW)*. Esta posibilidad llevó a millones de norteamericanos a disponer de efectivo, para la satisfacer caprichos como un auto nuevo o viajes costosos e incluso para la compra de otro inmueble con la esperanza de obtener una ganancia por el aumento de su precio. Datos del National Association of Realtors (NAR) muestran que un 23% de los inmuebles comprados en Estados Unidos durante el 2004 fueron con fines especulativos y no de ocupación.

Pese a que las estadísticas ilustraban la conformación de una nueva burbuja especulativa, ahora en el sector inmobiliario, cuya implosión pudiera reportar graves consecuencias a la economía norteamericana, el Presidente de la Fed, Alan Greenspan se negó a reconocerla, argumentando que una analogía entre una burbuja especulativa bursátil y una burbuja inmobiliaria no es válida pues los costos de transacción en un mercado y en otro son abismalmente diferentes, limitando las oportunidades de arbitraje en el mercado habitacional, por ello, afirmó el intercambio anual de títulos financieros puede llegar al 100% anualmente mientras que la venta de los inmuebles sólo representa un 10% en el mismo periodo de tiempo. Por otro lado, el hecho que los bienes inmuebles no sean sustitutos perfectos, pues una casa jamás podrá ser idéntica a otra por el simple hecho de su ubicación, implica que el mercado nacional de la vivienda sea un conjunto de pequeños y locales mercados de la vivienda, lo que implica que si surge una tendencia inusual de los precios en un determinado mercado local no implica el surgimiento de una manía de inversión a nivel nacional. Si la hipótesis fuera correcta como podría explicarse entonces la burbuja inmobiliaria que vivió Japón en la década de los ochenta. La crisis actual se ha encargado de reprobear la presente hipótesis.

En su última obra, *The Age of Turbulance. Adventures in a New World*, Greenspan respalda categóricamente la idea de que es imposible saber cuando un mercado está sobrevaluado y no se puede luchar contra las fuerzas del mercado. (Greenspan, 2007: 179)

Los precios de la vivienda en general se mantienen estables o incluso tienden a bajar durante las crisis económicas, A diferencia de otras crisis sufridas después de la Segunda Guerra Mundial, la recesión del 2001 se caracterizó por una baja inflación, lo que permitió a la Banco Central norteamericano rebajar las tasas de interés con la intención de proteger la demanda.

Entendiendo que el mercado de viviendas no está asociado con el precio por metro cuadrado de venta, sino con el costo mensual hipotecario para comprar ese metro cuadrado, se tiene que la sobrevaluación del mercado inmobiliario tiende a darse en aquellos países con menores tasas (pagando la misma mensualidad se puede comprar una vivienda más cara, como la oferta es indefinida y el poder adquisitivo se altera para todos por igual, los precios de las viviendas suben sin que necesariamente sean mejores)<sup>13</sup>. Esto explica el efecto que tuvieron los niveles bajos de tipos de interés en los Estados Unidos.

Como conclusión, podemos afirmar que el acelerado incremento de los precios de la vivienda a nivel mundial fue favorecido en gran parte por un entorno económico de bajas tasa de interés. Este boom inmobiliario a su vez promovió esquemas de financiamiento Ponzi, pues los agentes calcularon hacer frente a sus compromisos de pago esperanzados en el incremento de sus viviendas como activos.

#### **2.4. La caída del mercado inmobiliario:**

Basados en dos razonamientos, surgió la idea generalizada de que el mercado inmobiliario era menos vulnerable a desplomarse o sufrir una caída repentina. El primero se refiere a la propiedad física y tangible de los inmuebles, la cual le otorga al activo financiero mayor seguridad que un simple papel como lo puede una acción o un bono.

El segundo es que un inmueble no puede ser vendido tan fácilmente como una acción, cualidad que supone una estabilidad en su precio.

Es un hecho que los precios de los inmuebles no pueden derrumbarse de la noche a la mañana, como sucede con los títulos financieros. El decremento en este tipo de activo es suave y pausado, sin embargo cuando es constante y llega a un nivel demasiado bajo, afecta severamente a la economía, por el hecho de que los consumidores se sienten con menos dinero y por lo tanto, están menos dispuestos a gastar. También disminuye la habilidad de los propietarios de endeudarse contra el valor de sus casas para financiar otras compras. Asimismo, los precios más bajos erosionan el valor del colateral de los bancos, llevando a un endurecimiento de los condiciones para otorgar préstamos, lo que afecta aún más el crecimiento económico.

Otra importante diferencia entre una vivienda y título financiero es que la gente es más propensa a endeudarse con la intención de comprar una casa que una

---

<sup>13</sup> *Reforma*. Cuando las cosas malas son buenas. Fernández-Castillo Francisco. 23 de Abril de 2008.

acción. En la mayoría de los países el boom inmobiliario sucedió de manera paralela a un incremento sostenido de la deuda de las familias. No sólo nuevos compradores se endeudaron con grandes hipotecas, aún los que ya poseían un inmueble solicitaron préstamos hipotecarios con la finalidad de obtener beneficios. Debido a este gran endeudamiento generalizado, las burbujas inmobiliarias tienden a ser más peligrosas que las bursátiles y a provocar periodos más prolongados de debilidad económica.

La caída de un mercado inmobiliario es un círculo vicioso. Todo empieza con una oferta excesiva de viviendas que hace que los precios se precipiten. La caída en los precios causa más ejecuciones hipotecarias, a medida que aumentan las dificultades de los propietarios para refinanciar sus préstamos o vender sus casas. Los bancos son reticentes a prestar en un momento en que el valor de las viviendas se sigue hundiendo y los impagos siguen subiendo. Es, a su vez, perjudica la demanda por bienes raíces, que se traduce en nuevas caídas de precios y más cesaciones de pagos.

Holanda fue el primer país que experimentó el enfriamiento de su mercado inmobiliario, seguida de Australia y el Reino Unido, donde la apreciación de los inmuebles bajó considerablemente, después de incrementos anuales de alrededor del 20%. La lección que dejaron estos países es que no es necesario un detonador, como pudiera ser un alza en las tasas de interés o un incremento del desempleo para que los precios de los inmuebles tiendan a corregirse. Los precios en el Reino Unido comenzaron a bajar en el 2004 aún cuando el Banco Central incrementó en un modesto 1% la tasa de interés.

Pese a ello, la Reserva Federal decidió acelerar su cronograma de incrementos en los tipos de interés en 2005, efectivamente los precios dejaron de crecer a las tasas de los años anteriores, sin embargo esto no desalentó a los especuladores, si no que afectó a los compradores con créditos ARMS (*Adjustable-rate Mortgages*), recordemos que este tipo de crédito varía de acuerdo a la tasa de interés de referencia. Esta situación provocó que millones de familias se quedaran imposibilitadas para hacer frente a sus compromisos financieros.

Para finales de 2006 los precios de la vivienda cayeron en un 6.5%.<sup>14</sup> Este declive de precios se observa muy claramente en la Gráfica 2.1 que nos muestra que el primer semestre de 2006 fue el periodo donde la burbuja inmobiliaria alcanzó su mayor nivel. A principios de 2007, la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense comenzó a afectar a otros sectores de la economía. La inversión residencial restó directamente 1 punto porcentual al crecimiento del PIB de ese año, mientras las caídas de los precios de la vivienda y de las acciones erosionaron la riqueza de los hogares. Todo ello, unido al descenso generalizado del empleo y al encarecimiento de la energía, debilitó el gasto de consumo, cuya aportación al crecimiento se redujo de 2% en 2007 a 0.7% en el primer trimestre

---

<sup>14</sup> *Reforma*. Burbuja de hipotecas. Shiller Robert J. 16 Octubre de 2007.

de 2008, según datos del Banco de Pagos Internacionales. El gasto en bienes duraderos, el más sensible a cambios en la riqueza y en las condiciones crediticias, se contrajo bruscamente, situándose en el primer trimestre de 2008 en el 6% en términos anualizados.<sup>15</sup>

El boom inmobiliario sucedió debido a los mismos errores cometidos por los inversionistas durante la burbuja tecnológica, quienes se lanzaron a comprar inmuebles conscientes de que las rentas originadas por los mismos, no cubrirían los pagos por intereses de los préstamos hipotecarios, sin embargo la esperanza de que el precio de la vivienda se incrementaría (tal como la acciones de las firmas tecnológicas en 1999) garantizaría ganancias de capital.

En un trabajo reciente de Minsky, podemos encontrar una referencia bastante cercana sobre el efecto que significa la declinación de los activos, en este caso los inmobiliarios, en el mercado:

“Las depresiones más severas de la historia se presentan después de un periodo de buen desempeño económico, donde sólo ciclos menores perturban la expansión general de la economía. En la medida en que la economía se expande, siendo interrumpida sólo por desaceleraciones menores, la estructura de los pasivos de las empresas, los hogares y las instituciones financieras, cambia de tal manera que los compromisos de pago de deuda se incrementan en elación con el flujo de efectivo que se deriva del ingreso; incluso la proporción de aquellos activos cuyo valor de mercado es “seguro”, declina en relación con el valor total de los activos en el mercado (Minsky, 1995:178)

Según el índice nacional de precios de viviendas S&P/Case-Shiller los precios de las viviendas en los Estados Unidos ha declinado un 10.2% desde su nivel máximo, correspondiente a mediados de 2006. En algunas áreas, las caídas han sido más pronunciadas: los precios en Miami y alrededores, por ejemplo, estaban en diciembre un 17.5% por debajo del nivel de un año antes. En Las Vegas, Phoenix y San Diego habían perdido un 15% o más.<sup>16</sup>

A su vez, el índice de la Oficina Federal de Supervisión de las Empresas de Vivienda de Estados Unidos, que registra la cifra de casas compradas con hipotecas garantizadas por los gigantes Fannie Mae y Freddie Mac, descendió un 3%, su primer declive anual en los 16 años del indicador.

Un gran número de casas siguen a la espera de ser vendidas, alrededor de 166,000 viviendas, esto representa un superávit de 40% en los inventarios de nuevas residencias, lo que ha provocado que las constructoras cancelen un gran número de proyectos y reduzcan su demanda. Durante el último trimestre del 2006 se perdieron más de 40,000 empleos directamente relacionados con la construcción y se calcula que durante el 2007 y 2008 la cifra llegará a los 2 millones de empleos (The Economist, Diciembre 2006). Este dato confirma la

---

<sup>15</sup> 78° Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

<sup>16</sup> *The Wall Street Journal*, El Bajón inmobiliario en EE.UU. se agudiza y no hay señales de que vaya a tocar fondo. Kelly Evans. 27 de Febrero de 2007.

hipótesis de que la caída de los precios de los inmuebles, afectó más gravemente a la economía norteamericana, pues cerca del 20% de los empleos creados desde el 2001 estaban relacionados con sectores como el de la construcción, el crédito inmobiliario, etc.

Otro grave problema es el impago de las segundas hipotecas, pues mientras los precios de las casas subían los prestamistas no tenían de que preocuparse, pero el descenso de los precios de las viviendas dejaron a los bancos con poco que cobrar en muchos préstamos de segundas hipotecas. Algunos prestamistas en problemas están pagando sus hipotecas originales y sus tarjetas de crédito, pero no sus créditos hipotecarios. Instituciones como J.P. Morgan han calculado que sus pérdidas en el sector de segundas hipotecas llegarán a los US\$450 millones en el primer trimestre de este año, casi el doble de los US\$248 millones del trimestre anterior.<sup>17</sup>

Lo anterior, significa una reducción en los niveles de capital de los bancos y en consecuencia el endurecimiento de las condiciones de crédito. Las perspectivas de las economías avanzadas dependerán en gran medida de cómo interactúen las recientes perturbaciones de los mercados con la situación financiera de hogares y empresas y sus correspondientes decisiones de gasto. La crisis hipotecaria ya ha conducido a un endurecimiento de las condiciones crediticias a través del aumento de los diferenciales aplicados en los préstamos bancarios. En Estados Unidos, la proporción neta de bancos que notificaron tal endurecimiento en la mayoría de las modalidades de préstamo fue tan alta en el primer trimestre de 2008 como durante las recesiones de comienzos de los años 90 y principios de la década actual.<sup>18</sup>

El reciente endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de crédito se ha producido en un entorno de grandes aumentos del endeudamiento de los hogares estadounidenses. A juzgar por periodos de crisis anteriores en los mercados de deuda, cabe esperar importantes efectos macroeconómicos de este endurecimiento. Por ejemplo, se considera que la contracción del crédito en el periodo 1989-92 en Estados Unidos agravó la recesión de 1990. Este estrangulamiento crediticio se produjo inmediatamente después de la crisis de las cajas de ahorro y crédito en la década de los 80, un periodo caracterizado por el fuerte incremento de la exposición bancaria al sector inmobiliario comercial.

Queda claro entonces que la caída del mercado inmobiliario repercute en el gasto de los consumidores pues deja a los propietarios con menos capital que le sirva de garantía al pedir préstamos. Paul Krugman, economista de Princeton calcula que para finales del 2008, 15 millones de norteamericanos tendrán hipotecas que valgan más que sus casas y asegura que los precios de las casas caerán lo suficiente para producir unos 20 millones de hogares (Una cuarta parte de los

---

<sup>17</sup> *The Wall Street Journal*. Las segundas hipotecas amenazan con extender la crisis financiera en Estados Unidos. Por Robin Sidel.

<sup>18</sup> 78º Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

hogares estadounidenses) con patrimonio negativo.<sup>19</sup> Este problema hipotecario persistirá hasta que el precio de la vivienda se estabilice y eso no pasará hasta que el inventario de nuevas casas se agote.

## **2.5. El incremento de las tasas de interés.**

Como ya se ha comentado, la tasa de interés juega un papel determinante en el funcionamiento de la economía, sobretodo porque afecta el precio del dinero en los mercados financieros, donde el inversionista debe comparar la tasa de interés con la tasa de retorno de cualquier proyecto de inversión a realizar, además debe considerarse como una variable que afecta los costos de las empresas, si estos costos son trasferidos a los precios, podemos constatar que la manipulación de las tasa de interés impacta a la producción y el consumo de cualquier país.

Toda recesión ocurrida en los Estados Unidos desde 1945, (excepto la del 2001), fue precedida por un severo incremento de la inflación que forzó al banco central a incrementar las tasas de interés.

En el segundo semestre de 2004 comenzaron a manifestarse signos preocupantes para la economía norteamericana. El enorme déficit fiscal de los Estados Unidos que en esta época llegó a rebasar los US\$500,000 millones de dólares (FMI, WEO, Database) y una deuda externa neta de US\$4 billones de dólares, planteó la posibilidad de enfrentar el escenario de suspensión de pagos por parte de Estados Unidos. Esto provocó el cese del financiamiento de esa deuda por parte de capitales privados y a que el 100% de la emisión de nueva deuda por parte del Tesoro norteamericano haya sido absorbido por los bancos centrales de los países que tienen superávit comercial, como es el caso de China. Las recientes compras de reservas por parte de los bancos centrales no han tenido precedente, llegando a sumar US\$1 Trillón de dólares en los últimos 18 meses.<sup>20</sup>

Lo anterior significa que la deuda pública estadounidense tiene que ser financiada a través de la emisión de dólares por parte del banco central, esto tiene una repercusión directa en el tipo de cambio (depreciación) y en el poder de compra de la moneda. Para mediados de octubre de 2004, la moneda norteamericana había caído un 7% contra el resto de las divisas importantes: Desde el 2002 el dólar perdió aproximadamente 35% de su valor frente al euro, una paridad nunca antes vista desde la aparición del euro.

Esta situación llevó a varios bancos centrales, como por ejemplo el de Rusia e Indonesia a convertir parte de sus reservas en dólares a euros, o en el caso de otros bancos, al oro. La participación del dólar en las reservas mundiales, ha caído de un 80% a mediados de los años 70' a 65% aproximadamente en Octubre de 2004. Sobran los comentarios acerca de que la verdadera razón de la invasión de

---

<sup>19</sup> Entrevista con Paul Krugman publicada en el Wall Street Journal. Crisis Hipotecaria: ¿Qué tan grave se volverá?. 27 de Marzo de 2008.

<sup>20</sup>*The Economist*. In Come the waves. Special report the global housing boom. 14 de Junio 2005.

Estados Unidos a Irak fue la decisión de Sadaam Hussein de convertir las reservas del país a euros.

Otro factor importante a considerar fue la tendencia a la apreciación de algunas divisas importantes como el euro y el yen. Por otro lado los mercados emergentes disfrutaron de una abundante liquidez gracias a la gran afluencia de capitales, que en su mayoría provenían del mercado inmobiliario de los Estados Unidos, esta situación favoreció también la apreciación de las monedas latinoamericanas (Mauro y Yafeh, 2007).

El déficit comercial también era preocupante para Estados Unidos, para 2004 las importaciones norteamericanas sobrepasaban en un 50% las exportaciones, provocando un déficit que representaba un 6% de PIB<sup>21</sup>, prácticamente el doble que el alcanzado en periodos críticos en la década de los 80'. Lo anterior se traduce en un incremento de los pasivos netos norteamericanos que para finales del 2004 se esperaba que llegasen a los US\$3.3 trillones de dólares, cerca de un 28% del producto interno bruto.

Algunas economías, como Australia y Nueva Zelanda, han alcanzado altos ratios de deuda con sus respectivas consecuencias económicas, sin embargo estas economías son relativamente pequeñas y a absorción por parte de la cuenta corriente del ahorro mundial es relativamente pequeño. Situación que no comparte los Estados Unidos, pues por sí sólo el país absorbe alrededor del 75% del ahorro mundial, de aquí la preocupación del incremento de los ratios de deuda.

Otra preocupación fue el incremento de la inflación en los Estados Unidos, provocada por un incremento de los energéticos y una depreciación del dólar, pasó a niveles de 3.3% a mediados de 2004.<sup>22</sup>

No sólo en Estados Unidos se presentó un incremento de la inflación, la holgura de la política monetaria norteamericana, provocó un abaratamiento del dinero, alrededor del mundo especuladores tomaron prestados dólares baratos para invertirlos en bonos brasileños o en bienes inmuebles. Por otro lado, el intento de los países de Asia por mantener sus monedas por abajo del dólar provocaron un exceso de flujo de dólares a esas economías inundándolas de liquidez traducida en incrementos de la inflación.

Con la intención de controlar la inflación, la Reserva Federal decidió acelerar la tasa de incremento de las tasas de interés de los fondos federales, hasta llegar 5,25% en 2006. Esta decisión fue tomada buscando el llamado "aterrizaje suave"<sup>23</sup> que significa una desaceleración cíclica sin las pérdidas de empleo y la incertidumbre de una recesión. (Greenspan, 2007:155)

---

<sup>21</sup> *The Wall Street Journal*. 17 de Marzo de 2005.

<sup>22</sup> Monetary Policy Report to the Congress. July, 2004. The Federal Reserve Board

<sup>23</sup> El término "aterrizaje suave" procede de la carrera espacial de los años setenta, cuando Estado Unidos y la Unión Soviética por posar sondas no tripuladas en Venus y Marte.

La tendencia a la alza de las tasas de interés duró 2 años, durante los cuales sucedieron 17 incrementos de la misma (Gráfica 2.2), esto provocó un incremento en las obligaciones financieras de los prestatarios, al modificarse los costos por servicio de deuda de 18% en 2004 a 18.7% en 2005, esto significó que los consumidores redujeran su gasto en consumo al tener que destinar mayores recursos al pago de intereses. El incremento de los intereses no solamente afectó el mercado hipotecario, los pagos de intereses no hipotecarios creció un 25% desde Junio de 2004, llegando a contabilizar US\$231,400 millones en Junio de 2006. (Papadimitriou y Wray, 2007:02)

GRAFICA 2.2



Fuente: Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

La situación empeoró debido al incremento de la inflación combinada con un estancamiento de los salarios, erosionando el poder real de compra de los mismos. La inflación que creció 2.4% de Junio de 2005 a Junio de 2006. El pago real por hora del trabajador medio cayó un 2% desde 2003. Desde la Segunda Guerra Mundial solamente han existido tres ocasiones en que el aumento en los salarios ha sido menor que la tasa de inflación, el primero fue en 1970, el segundo en 1980 y en el 2006, marcando todos ellos significantes deterioros en el comportamiento del consumo. (Papadimitriou y Wray, 2007:02)

Sumado a las presiones económicas que han significado para las familias el incremento de los intereses hipotecarios, el estancamiento de los precios de las viviendas y la caída de los salarios reales, debemos considerar el incremento de la carga fiscal.

Desde luego son muchos los que aplauden la reducción del déficit presupuestal, sin embargo es bien sabido que se ha logrado deteriorando las finanzas del sector privado. Basta con señalar que durante el 2005 el pago de impuestos se incrementó en un 14.6% respecto al año anterior. (Papadimitriou y Wray, 2007:02)

### 3. LA CRISIS HIPOTECARIA:

#### 3.1. Inicios: El estallido.

Uno de los fenómenos más importantes que revelan los diferentes episodios de inestabilidad financiera es la interrelación que se produce entre los riesgos de crédito, especulación y liquidez en situaciones críticas.

Desde inicios del 2007, fueron varias las voces que advertían una crisis dentro del sistema hipotecario norteamericano ocasionada por el aumento de las moratorias de los créditos subprime. Los rumores acerca de que los fondos basados en hipotecas subprime colapsarían corrieron rápidamente provocando pánico entre los inversores.

La percepción de los inversionistas fue más pesimista por la señales de desgaste financiero y al notar que entidades de gran prestigio abandonaban el mercado (en Marzo de 2007 la Bolsa de Nueva York retira de sus índices a la Hipotecaria New Century por insolvencia).<sup>24</sup>

Es difícil determinar el momento exacto en que se inicio la crisis, pero la mayoría de los analistas concuerdan que el desorden se desencadenó cuando un pequeño grupo de fondos que habían invertido en productos de financiación estructurada respaldados por hipotecas estadounidenses de alto riesgo (subprime) decidió suspender la recompra de sus participaciones. El 2 de Junio dos *hedge funds* del banco Bear Stearns ligados a las hipotecas subprime colapsan por lo que dicha institución financiera tiene que inyectar US\$3,200 millones, situación que pone al banco al borde de la quiebra<sup>25</sup>. Al forzarse el cierre de posiciones de estos dos fondos, la preocupación por las ventas de los activos afectados hizo que los diferenciales de los productos sobre hipotecas subprime se ampliaran por encima de sus máximos anteriores. Otros afirman que la verdadera reacción en cadena en

---

<sup>24</sup> *El Financiero*, "Nueva York suspende la cotización de New Century por las muestras de insolvencia" 13 de Marzo de 2007.

<sup>25</sup> *The Wall Street Journal*. ¿Aterrizaje suave para el frenesí financiero? David Wessel. 28 de Junio de 2007.

los mercados, comenzó el 9 de Agosto al hacerse público que el banco BNP Paribas, suspende dos fondos por la imposibilidad de establecer una valoración justa de los activos subyacentes y así calcular su valor liquidativo (Guttman, 2008:02).

Si no se puede conocer el precio de los títulos, estos no se pueden comercializar o usar como colateral, de esta forma el mercado de MBS se evaporó provocando una implosión que afectó a los mercados de otros instrumentos como los CDO's, cuyo valor se ha erosionado en un 80% en los siguientes 6 meses de iniciada la crisis. (Guttman, 2008:03)

Los problemas con los CDO's a su vez impactaron inmediatamente otro mercado crucial para el fondeo a corto plazo de instituciones como bancos, *hedge funds* y *private equity funds*, el llamado mercado de ABCP's (*Asset-backed commercial paper*) lo que provocó una repentina demanda de liquidez por parte de los agentes.

Durante el mes de Agosto de 2007 continuaron las quiebras de compañías como Blackstone y bancos como el American Home Mortgage (el décimo banco hipotecario en los Estados Unidos) y el National City Home Equity. Dichas quiebras confirmaron el inicio del crash crediticio que hasta ese momento había representado US\$270,000 millones de dólares en pérdidas.<sup>26</sup>

### **3.2. Desarrollo: La propagación.**

Debido a la estrecha relación que guardan los mercados internacionales, la crisis hipotecaria norteamericana se propagó hacia el resto de los mercados, afectando a Europa a través de bancos que habían expuesto grandes capitales en hipotecas subprime norteamericanas, como el banco francés BNP Paribas, el Deutsche Bank y el IKB Bank, quienes congelaron sus *hedge funds* argumentando falta de liquidez. Esto provocó que el 9 y 10 de agosto las bolsas del mundo comenzaran a caer.

El 10 de agosto de 2007, los bancos centrales se vieron obligados a ajustar sus operaciones de política monetaria de forma extraordinaria y sin precedentes, pues la demanda de liquidez se volvió más volátil y menos predecible, la entidades de crédito se mostraron inseguras en cuanto a sus necesidades de financiación futuras y mucho menos seguras de poder satisfacerlas rápidamente, debido a la falta de liquidez en los mercados monetarios. Además, los mercados interbancarios a plazo, que desempeñan una función fundamental en el sistema financiero y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, se vieron presionados cuando los inversionistas se mostraron reacios a colocar fondos en los mercados monetarios sin garantía más allá de plazos muy cortos.

---

<sup>26</sup> *The Wall Street Journal*. 19 de Agosto de 2007.

Como sabemos, los bancos centrales implementan la política monetaria a través de las operaciones periódicas de mercado a corto plazo diseñadas para mantener la oferta de liquidez (depósitos de los bancos comerciales en el banco central) cerca del nivel demandado por las entidades de crédito, manteniendo de este modo las tasas de referencia del mercado cercanas a las tasa de objetivo. Cuando la inestabilidad de la demanda complicó la proyección precisa del nivel de oferta necesario, los bancos centrales introdujeron ajustes compensatorios en sus operaciones de provisión de liquidez. El Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra llevaron a cabo operaciones de mercado al margen de su programa habitual o en volúmenes superiores a los habituales, y tomaron medidas para equilibrar la oferta y la demanda de liquidez a las tasa de interés oficial. En su primera operación el 9 de agosto el Banco Central Europeo inyectó 94,800 millones de euros<sup>27</sup> a través de una medida inusual: satisfacer toda la demanda a la tasa de interés oficial del 4%. Al día siguiente, la Reserva Federal celebró tres subastas independientes de *repos* a un día, concediendo préstamos por valor de US\$24,000 millones de dólares.

A estas inyecciones de liquidez se unieron los Bancos Centrales Australia, Japón, Suiza y Canadá, lo que permitió una ligera recuperación de las bolsas, sin embargo el 15 de agosto la mayoría de ellas volvieron a caer. Los rumores de la posible quiebra del Countrywide Financial Corp. (primer banco hipotecario norteamericano) por una solicitud de financiamiento de emergencia por US\$11,500 millones, alteraron aún más a los inversionistas, provocando un pánico generalizado en los mercados, entre el 16 y 17 de agosto las caídas de las bolsas fueron de 2% en Tokio, 3.3% en Hong Kong, 6.9% en Corea del Sur, 4.1% en Londres y 2.4% en Alemania, México 2.6%, Brasil 3.2% y el Dow Jones 1.3%.<sup>28</sup>

La mayoría de los bancos centrales disponen de facilidades permanentes de crédito por las que conceden a los bancos préstamos contra activos de garantía a una tasa de interés superior a la oficial. Estas facilidades pueden desempeñar múltiples funciones. Una de ellas es servir de línea de crédito para sus operaciones de mercado abierto en el marco de la implementación de la política monetaria. Al utilizar los bancos esta facilidad, se inyecta liquidez adicional donde se necesita, de modo que la tasa de interés de estos préstamos suele actuar de tope para la tasa interbancaria a un día.

En realidad, solo la Reserva Federal relajó las condiciones de su facilidad permanente (la facilidad de crédito primaria) en respuesta al colapso generalizado de los mercados, a través del recorte de los tipos primarios de interés medio punto porcentual a tipo de interés interbancario, así redujo el diferencial entre la tasa de interés de la facilidad (tasa de redescuento) y la tasa oficial de 100 a 50 puntos básicos en agosto, y posteriormente 25 puntos básicos en marzo de 2008. Sin

---

<sup>27</sup> Roig, Miguel. "EL BCE inyecta 95,000 millones para prevenir una crisis de liquidez". *Expansión.com*, 10 de Agosto de 2007.

<sup>28</sup> *The Wall Street Journal*. ¿Qué temen los mercados? Que la crisis en EE.UU. afecte a la economía global. Joana Slater. 17 de Agosto de 2007

embargo, mantuvo el tipo federal sin cambios, es decir rebajó el precio del dinero a los bancos pero no a los consumidores particulares, esto provocó una cierta recuperación de los mercados internacionales.

Además, prorrogó el vencimiento autorizado de los préstamos, primero de 1 a 30 días y luego a 90 días. Estos cambios pretendían ofrecer a los bancos mayor seguridad sobre el coste y la disponibilidad de la financiación. La reducción del diferencial buscaba disminuir el potencial para que cualquier rigidez transitoria del mercado interbancario elevara la tasa de los fondos federales, mientras que la prórroga del vencimiento convertía estos préstamos en un sustituto más directo del crédito del mercado monetario a plazo, cada vez más escaso.<sup>29</sup>

No obstante, la eficacia de la facilidad permanente de crédito de la Reserva Federal, tanto para contener la tasa de interés a un día como para relajar las presiones sobre el mercado monetario a plazo, quedó muy mermada por la reticencia de las entidades a disponer del crédito ofrecido y la incertidumbre de los mercados provocando la quiebra de institucionales, llegando a contabilizar 90 entidades en los Estados Unidos.

Pese a las medidas adoptadas, en septiembre la bolsas continuaron con tendencias a la baja y el panorama no mejoraba, la situación provocó que la Reserva Federal actuará como Wall Street lo estaba esperando: recortando la tasa de los fondos federales 50 puntos base para situarse en 4.75%. El Presidente de la Reserva Federal Ben Bernake, justificó la decisión afirmando que aunque no es responsabilidad de la Fed proteger a los prestamistas e inversionistas de las consecuencias de sus decisiones financieras, la inestabilidad de los mercados podría dañar a la economía en general.

La decisión tuvo repercusiones inmediatas en los mercados internacionales, con importantes alzas en la mayoría de las bolsas, el Dow Jones cerró esa jornada con 13,739 unidades (2.51% a la alza), el mayor aumento porcentual en un día desde el 2003.<sup>30</sup>

Muchos fueron los que se opusieron a esta medida, por considerarla una concesión a los mercados de activos, Charles Posser, Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, afirmó que la Fed debería permitir una corrección necesaria en los precios de los activos, de lo contrario provocaría una mala asignación de los recursos y de los riesgos, además de crear problemas de riesgo moral, es decir, proteger a los individuos de las consecuencias de sus conductas irresponsables sólo incentivaría esta clase de conductas. (Posser, 2007)

Aún con la recuperación de los mercados internacionales por la baja en la tasa de interés, en octubre de ese mismo año, el sistema financiero norteamericano

---

<sup>29</sup> 78° Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

<sup>30</sup> *The Wall Street Journal*. La Fed reduce la tasa y las bolsas celebran, aunque la presión inflacionaria persiste. Greg Ip. 19 de Septiembre de 2007.

seguía presentando signos de debilidad y pérdidas cuantiosas, Citigroup, el mayor grupo financiero del mundo declaró pérdidas por US\$6,000 millones y Merrill Lynch, importante correduría por US\$4,500 millones. Por ello, el 1º de Noviembre, la Reserva Federal decide realizar un nuevo recorte a los tipos de interés dejando a la tasa de referencia en 4.5%, mientras que a la de descuento en 5%. El 11 de diciembre realizó otro recorte a la tasa de los fondos federales, situándola en 4.25%.

Nuevamente la medida surtió un efecto temporal en los mercados, permitiéndoles a las bolsas internacionales recuperarse un poco de las continuas caídas que venían sufriendo desde agosto pasado, sin embargo el 21 de enero los mercados volvieron a caer drásticamente (a excepción de las bolsas norteamericanas que por ser día feriado en Estados Unidos no operaron), situación que llevó a la Reserva Federal a declarar una situación de emergencia bajo la cual redujo los tipos de interés de manera drástica no vista desde 1982, situando a la tasa de referencia en 3.5%. Pese a la medida las bolsas no reaccionaron como se esperaba, inmediatamente después del anuncio, las acciones cayeron, el miércoles 23 de enero se recuperaron y el jueves 24 volvieron a subir; Sin embargo el viernes, el promedio Industrial Dow Jones perdió 171 puntos, es decir el 1.4%, el índice S&P declinó 1.6% y el NASDAQ 1.5%.<sup>31</sup>

La escasa mejoría de los mercados provocó que el 30 de enero la Fed hiciera otro drástico recorte de medio punto porcentual a la tasa de referencia de corto plazo, para encontrarse con el mismo comportamiento de los mercados: un fugaz disparo tras conocer la noticia, para eventualmente volver a mostrar caídas modestas.<sup>32</sup>

El 19 de marzo se presentó un nuevo recorte, esta vez de 75 puntos base, para situar la tasa de interés clave en 2.25%<sup>33</sup>. La tasa de descuento permaneció en su nivel de 3.25%.

Un recorte de tasas ayuda a las acciones de varias maneras. Al reducir las tasas de interés que se cobran en el mercado, baja el rendimiento de los bonos, lo que hace que, en comparación, los valores bursátiles se vean más atractivos. Bajo este razonamiento la Fed intentó revertir las tendencias de las bolsas, pero al parecer el ritmo tan acelerado de estos recortes ha inmunizado a los mercados, que posiblemente estén esperanzados en llegar a los tipos de interés observados en 2003 y 2004. Otro importante efecto de los tipos de interés bajo es que se abarata el endeudamiento de los consumidores y empresas, esto estimula a la economía y el optimismo de los inversionistas, sin embargo las tasas hipotecarias se han mantenido o al menos no están cayendo como lo esperaba la Reserva Federal, (las tasas hipotecarias usualmente se determinan en relación a la tasa de los títulos del tesoro estadounidense a 10 años). La tasa de interés promedio de

---

<sup>31</sup> *Reforma*. ¿Puede la Fed Salvar a las bolsas?. Browning. E.S. 28 de Enero de 2008.

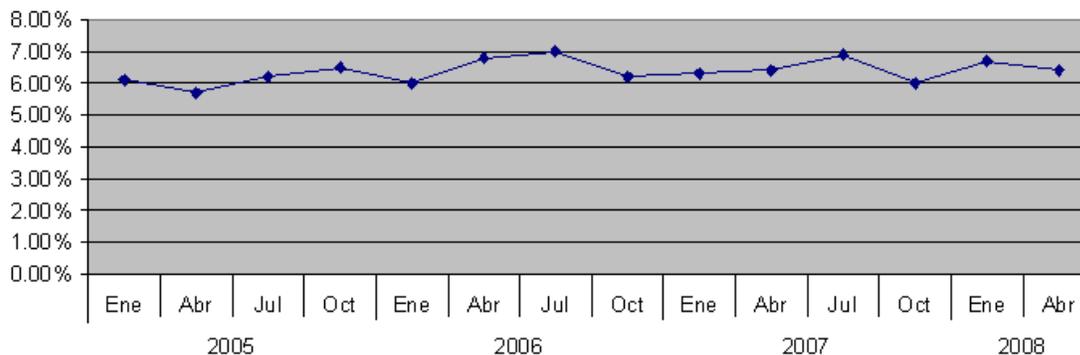
<sup>32</sup> *The Wall Street Journal*, La Fed continúa agresiva baja de tasas para impedir que EE.UU. caiga en recesión. Por Greg Ip. 31 de Enero de 2008.

<sup>33</sup> *Reforma*. 19 de Marzo de 2008.

una hipoteca estándar a tasa fija de 30 años llegó a 6.24%<sup>34</sup>, la cifra no ha variado si la comparamos con la de septiembre del 2007 y marca un alza frente a los niveles observados el inicio de este año.

GRAFICA 2.3

Tendencia del mercado de las tasas hipotecarias a 30 años



Fuente: HSH Associates. [http://cgi.hsh.com/syndicator1/clickthrough.asp?file\\_id=67&user\\_id=9999](http://cgi.hsh.com/syndicator1/clickthrough.asp?file_id=67&user_id=9999)

Las tasa variables han sufrido ajustes, pero no mucho si se les compara con los esfuerzos de la Fed. Una hipoteca a tres años por ejemplo, tiene un interés actualmente (febrero 2008) de 5.29% frente a 6.29% de septiembre del 2007.

Además de los recortes en los tipos de interés, la Reserva Federal ha inyectado recursos para garantizar que los bancos privados tengan la liquidez suficiente para mantener sus operaciones. Desde el momento en que comenzó la crisis hipotecaria la Fed ha venido destinando diferentes montos al sistema financiero, el 10 de agosto de 2007, por ejemplo fueron US\$38,000 millones, posteriormente han sido tres inyecciones más (antes de la última y más importante) de US\$30,000 millones, cada una, con la intención de ofrecer mayor liquidez al sistema, sin embargo estas aportaciones de poco han servido para estabilizar los mercados, lo que viene a confirmar la hipótesis de que la actual crisis financiera es una crisis de solvencia y no de liquidez.

La última inyección de recursos de la Reserva Federal del 11 de marzo del presente año, fue una acción concertada con el Banco Central Europeo y los de Canadá, Reino Unido y Suiza para inyectar US\$200,000 millones propuesta para asegurar un amplio suministro de valores del Tesoro<sup>35</sup>. Además de ampliar la fuente de fondos para su programa "Term Securities Lending", el organismo anunció que aceptaría como colaterales títulos de deuda que incluyen los devaluados títulos hipotecarios.

<sup>34</sup> HSH Associates, [www.hsh.com](http://www.hsh.com)

<sup>35</sup> *Reforma*, 12 de Marzo de 2008.

La decisión de la Reserva Federal significa que por primera vez en sus operaciones de mercado abierto, la Fed aceptará como colateral valores de riesgo respaldados por hipotecas no garantizadas por las agencias Fannie Mae y Freddie Mac. Además violando su propia política de préstamos, la Fed permitió que las empresas financieras (sobre todo las casas de bolsa) tomaran prestado al mismo tipo de interés que los bancos comerciales

Esta acción conjunta aligeró la presión en los mercados crediticios e impulsó los mercados bursátiles. En Estados Unidos, el índice Dow Jones subió 3.54% y el Nasdaq avanzó 3.98%; en Europa, las bolsas de Madrid, París y Londres avanzaron 3.17; 1.3; y 1.09% por ciento, respectivamente.<sup>36</sup> Sin embargo los problemas estructurales de la crisis no se han corregido por lo que dichas alzas seguramente serán efímeras.

De hecho, para muchos banqueros el banco central norteamericano se quedó corto pues esperaban que la Fed fuera más allá y se ofreciera a comprar los bonos con respaldo en hipotecas de alto riesgo, (que no es lo mismo que tomar los bonos con respaldo en hipotecas de alto riesgo como colateral para préstamos) es decir buscaban un “fobaproa gringo” que los sacará de una vez por todas de las constantes necesidades de capitalización. Sin embargo la Fed no quería dar la apariencia de estar rescatando a los inversionistas de Wall Street en momentos en que muchas personas estaban perdiendo sus casas.

Por otra parte, el gobierno del Presidente Bush ha promovido apoyos fiscales para estimular la economía por US\$168,000 millones de dólares (representa aproximadamente un 1% del Producto Interno Bruto norteamericano). El plan incluye reintegros fiscales de entre US\$600 y US\$1,200 a casi todos los contribuyentes. La iniciativa aprobada por el Congreso norteamericano el 30 de enero de este año, estipula que todo contribuyente que gane por lo menos tres mil dólares al año recibirá algún tipo de reintegro fiscal, además de incluye exenciones tributarias para alentar a las empresas a comprar bienes de capital. Estudios económicos consideran necesario un estímulo adicional de por lo menos US\$450,000 millones adicionales para causar un verdadero impacto y evitar una recesión. (Papadimitriou, Hannsgen y Zezza, 2008:02)

Dichos apoyos no han surtido efecto y ni siquiera han reducido las ejecuciones hipotecarias, por ello con a finalidad de apuntalar el sector hipotecario, el 14 de julio de 2008, el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal anunciaron un paquete de medidas para respaldar a Fannie Mae y Freddie Mac. Estas medidas estarían enfocadas a que en caso de ser necesario el gobierno pudiera adquirir una participación accionaria en cualquiera de las dos compañías, asimismo les fue autorizado a estas dos instituciones el acceso a los fondos de la ventanilla de descuento.

---

<sup>36</sup> Idem.

Estas medidas constituyen un intento del gobierno norteamericano para crear confianza en los mercados globales de capital. Cabe señalar que los bancos centrales e instituciones financieras de Asia son grandes tenedores de deuda estadounidense y poseen gran parte de la deuda de Fannie Mae y Freddie Mac. Según datos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, los extranjeros poseen un 21.4% o US\$1.3 billones del total de la deuda circulante a largo plazo emitida por el gobierno estadounidense hasta junio del año pasado.<sup>37</sup> China y Japón eran con holgura los mayores inversionistas en estos valores.

El círculo vicioso, que empezó con los deudores de créditos hipotecarios de alto riesgo o subprime, ha crecido mucho más allá de ese pequeño segmento y ahora abarca a las hipotecas que no son de alto riesgo, el principal sustento de los activos hipotecarios de Fannie y Freddie. Durante el primer semestre de 2008 las pérdidas crediticias de ambas empresas fueron relativamente pequeñas en comparación a su tamaño. En el primer trimestre, Fannie Mae reportó US\$728 millones en pérdidas sobre préstamos individuales que resultaron impagos y que están en el proceso de ejecución. Eso representa una baja proporción de los US\$5.2 billones en hipotecas que la institución posee y garantiza.<sup>38</sup> Sin embargo, las compañías están sufriendo una crisis de confianza porque no está claro cuán grandes llegarán a ser las pérdidas relacionadas al crédito, todo dependerá de hasta dónde caigan los precios de las viviendas.

Para finales de agosto, el precio de las acciones de Fannie Mae se cotizó en US\$5.21, después de haber estado en US\$68 en octubre de 2007, su desplome fue del 92%. El 7 de septiembre pasado, finalmente el Gobierno de Estados Unidos asumió el control de Fannie Mae y Freddie Mac destinando a cada una US\$100,000 millones, con el fin de que puedan reestructurarse y evitar así un colapso del sistema financiero. Ambas firmas serán supervisadas por la Agencia Federal de Financiamiento de Vivienda (FHFA).

Aunque el rescate del gobierno no ayuda a los inversionistas de Fannie y Freddie, cuyas acciones perdieron la mayor parte de su valor, los bonos estarán seguros y las agencias semiestatales evitarán un colapso. Si el rescate permite que las dos empresas destinen más dinero a financiar hipotecas, eso podría ayudar a reducir las tasas hipotecarias y facilitar la compra de viviendas, sin embargo esto no quiere decir que se detendrán las ejecuciones hipotecarias ni se borrará el gigantesco inventario de casa sin vender.

Este rescate financiero constituye el segundo diseñado por el Departamento del Tesoro en los últimos meses. En marzo pasado, el gobierno respaldó con US\$30,000 millones a JP Morgan para adquirir el Banco Bear Sterns.

El 15 de septiembre de 2008, el sistema financiero estadounidense se sacudió hasta sus cimientos. Lehman Brothers Holdings Inc. se declaró en quiebra al no

---

<sup>37</sup> *The Financial Times*. 15 de Julio de 2008.

<sup>38</sup> *Reforma*, 14 de Julio de 2008.

poder encontrar un comprador y Merrill Lynch fue absorbida por Bank of America Corp por US\$50,000 millones. El hundimiento de Lehman se debe, en gran parte, a sus propios errores, en 2004 Lehman Brothers Holding Inc. se expandió rápidamente al segmento de los préstamos de alto riesgo e hipotecas subprime, comprando BNC Mortgage LLC para tener un flujo continuo de deuda que titularizar en bonos. En el primer semestre del 2006, BNC estaba prestando más de US\$1,000 millones al mes.<sup>39</sup> Al momento de estallar la crisis Lehman había suscrito más cédulas hipotecarias que ninguna otra firma, acumulando una cartera de US\$85,000 millones, un 44% más que la de Morgan Stanley y casi cuatro veces el patrimonio neto de US\$22,500 millones que Lehman había apartado como escudo contra pérdidas.

En esa misma semana, el gobierno norteamericano anunció el rescate de emergencia de American International Group (AIG), la aseguradora más grande del mundo, a través de un préstamo de US\$85,000 millones<sup>40</sup>, la Fed consideró que si AIG se viera impedida a cumplir con sus obligaciones, el potencial efecto dominó podría ser catastrófico. Las hipotecas subprime han dejado de representar el factor principal de la crisis, pues ahora son las pérdidas de los seguros contra cesaciones de pagos (CDS) vendidos por AIG y otras entidades las que se han convertido en el principal problema.

Todo estos acontecimientos provocaron pánico y desconfianza en los mercados de préstamos disparando las tasa de interés a corto plazo y provocando la negativa de los bancos de prestarse entre ellos. La tasa interbancaria de referencia para préstamos a un día de Londres, o Libor, se duplicó pasando de 3.10625% a 6.4375%. En consecuencia, los bancos centrales en todo el mundo inyectaron fondos de corto plazo a los bancos: el BCE proporcionó US\$99,000 millones, el Banco de Inglaterra ofreció US\$35,900 millones y la Reserva Federal inyectó US\$70,000 millones al sistema bancario.<sup>41</sup>

Esta crisis financiera que empezó en agosto de 2007 es la peor que ha sucedido desde los años 30 y al momento de escribir estas líneas se encuentra en una fase nueva y más grave. El 20 de septiembre, el Presidente Bush envió a consideración del Congreso un plan de rescate que incluye el desbloqueo de hasta US\$700,000 millones para comprar activos no líquidos a los bancos y rehabilitar el sistema financiero. Bajo esta propuesta el Gobierno comprará las hipotecas incobrables de bancos e instituciones financieras, a través de una autoridad creada específicamente, con vigencia a dos años y primera evaluación en tres meses. Independientemente de cómo se opere el efecto de este rescate será el mismo: socializar los costos de la crisis.

### **3.3. Consecuencias: Recesión e inflación.**

---

<sup>39</sup> *The Financial Times*, 24 de julio de 2006.

<sup>40</sup> *Reforma*, 17 de Septiembre 2008.

<sup>41</sup> *The Wall Street Journal*, 17 de Septiembre de 2008.

Las pérdidas bancarias por la crisis hipotecaria eran hasta abril del 2008 de US\$163,000 millones, entre los bancos con más pérdidas están Merrill Lynch con US\$24,500 millones, Citigroup con US\$22,100 millones, UBS con US\$18,100 millones, HSBC con US\$10,700 millones, Morgan Stanley con US\$9,400 millones y Bank of América con US\$7,900 millones. Sin embargo un análisis de la OCDE sobre el impacto que pudiera llegar a tener la crisis subprime calculó un aproximado de \$300,000 millones.<sup>42</sup>

Es claro que Estados Unidos enfrentará una fuerte recesión a partir de la crisis hipotecaria, la pregunta es que forma adoptará es decir: la forma de una V (corta y ligera), una U o una L (larga y profunda). Los más optimistas afirman que la recesión será similar a la de 1990-1991 y 2001, las cuales duraron 8 meses cada una, afirmando que el PIB se recuperará en la segunda mitad del 2008. En lo personal preveo una recesión en forma de U, de al menos 18 meses, a continuación mis razones:

Estados Unidos se encuentra atravesando la peor recesión inmobiliaria desde la Gran Depresión, y el declive aún no termina. La construcción de nuevas casas ha caído alrededor del 50%, mientras que las ventas de nuevas viviendas han disminuido más del 60%<sup>43</sup>, esto ha provocado una sobreoferta que implica una abrupta caída de los precios, 10% hasta ahora y tal vez 10% adicional al finalizar el presente año.

Ya se ha perdido riqueza por un valor de US\$2.2 billones y alrededor de 8 millones de hogares tienen capital negativo<sup>44</sup> (i.e. sus casas valen menos que sus hipotecas). Para 2010, se espera que la caída de los precios de las viviendas será del 30%, para ese entonces se habrá perdido capital inmobiliario por US\$6.6 billones y cerca de 21 millones de hogares (40% de los 51 millones que tienen hipoteca) se enfrentarán al capital negativo. Si los propietarios abandonan los hogares, las pérdidas de los créditos podrán ser de US\$1 billón o más, lo que acabaría con la mayor parte del capital financiero estadounidense y conduciría a una grave crisis bancaria sistémica.

A diferencia de la crisis tecnológica del 2001 donde la base de la contracción fue el débil gasto de capital del sector corporativo (representa el 10% del PIB), la actual crisis adolece por la contracción del consumo privado de los hogares, que representa el 70% del PIB. Los consumidores norteamericanos han gastado en exceso, por lo que no tienen ahorro y además están agobiados por las deudas (136% del ingreso promedio).

Por otra parte, las pérdidas se están extendiendo de las hipotecas de alto riesgo a las de riesgo moderado y bajo, a las hipotecas comerciales y a los créditos al

---

<sup>42</sup> The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy options. OCDE, Abril 2008.

<sup>43</sup> *Reforma*, 5 de Mayo de 2008.

<sup>44</sup> *The Economist*. 19 de Julio de 2008.

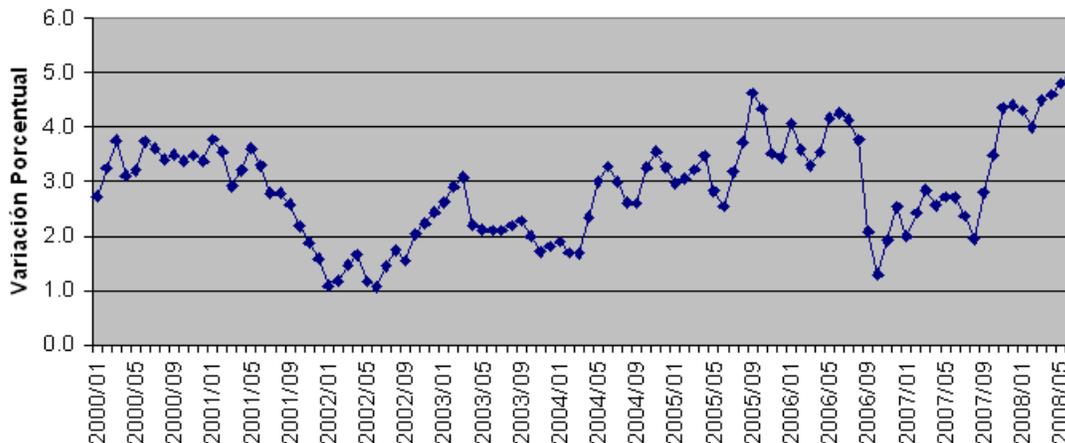
consumo no garantizados (tarjetas de crédito, préstamos para la compra de automóviles, prestamos a estudiantes, etc.).

Por otro lado, descartó la posibilidad de un período de estancamiento económico largo y prolongado en forma de L. Japón en su caso esperó casi dos años después de que reventará su burbuja de activos para flexibilizar la política monetaria y dar estímulos fiscales, mientras que en Estados Unidos ambos pasos se dieron rápidamente.

El análisis de desarrollo de la política monetaria que ha venido ejecutando la Reserva Federal, demuestra que sus reacciones han sido en función del comportamiento de los mercados y en los precios accionarios, privilegiando a las firmas financieras, conducta que no es consistente con uno de los objetivos primordiales de la Reserva Federal, el cual es el control de la inflación.

Las medidas adoptadas por la Reserva Federal para prevenir una recesión y expandir el crédito, ha provocado la especulación de las materias primas y las divisas. La política de dinero fácil esta alimentando la inflación en los Estados Unidos y no la recuperación, y lo peor es que el incremento del nivel de los precios se está extendiendo a la economía global. Los precios del petróleo, de los alimentos y del oro han saltado a niveles sin precedentes y el dólar se encuentra depreciado como nunca antes. Sin embargo, la Reserva sigue derramando dinero en el sistema e intensificando las presiones inflacionistas. Como puede observarse en el Cuadro 2.4 el crecimiento del nivel de precios ha sido sostenido desde mediados del año pasado.

GRAFICA 2.4  
Inflación en los Estados Unidos



Fuente: Elaborado con datos del INEGI. [www.inegi.gob.mx](http://www.inegi.gob.mx)

En Estados Unidos, los precios al consumidor aumentaron un 4% en febrero de este año con respecto a un año antes y en los 15 países de la zona euro la

inflación fue de 3.5% para el mismo periodo, (la mayor en una década y muy por encima de la meta del banco central). Incluso Japón, durante años castigado por precios a la baja, sufre ahora de inflación.<sup>45</sup>

El alza en los precios de los alimentos y de la energía impactan con especial fuerza a los países emergentes, donde los consumidores gastan una proporción mayor de su ingreso en ambas necesidades. El Fondo Monetario Internacional prevé que la inflación en los países emergentes crecerá este año 7.4%, la más alta desde 2001.<sup>46</sup>

Una causa principal de esta inflación generalizada han sido los altos precios de los alimentos, el petróleo y el oro. El arroz, un alimento básico, por ejemplo ha subido 147% en un año y el petróleo se ha llegado a un máximo histórico de US\$147.27 por barril a finales de Julio de este año<sup>47</sup>. Otro factor es la debilidad del dólar, no sólo está empujando al alza los precios de las importaciones a Estados Unidos, sino que está transmitiendo la inflación a decenas de países cuyas monedas están atadas al dólar. Debido a esa relación, éstas economías se ven obligas a imitar los recortes de tasas de la Fed. Pero en otros lugares domina el miedo a la inflación: los bancos centrales de Australia, Chile, Colombia, Hungría, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Suecia y Taiwán han aumentado sus tasas.

La globalización es otro factor que esta provocando una inflación generalizada. El fenómeno de la globalización recibió algo de crédito por la baja inflación de los últimos años, a medida que la integración de China, India y los países de la ex Unión Soviética en la economía mundial expandían la mano de obra global y la capacidad industrial, traduciéndose en costos más bajos. Ahora, por el contrario, la creciente demanda de estos países está haciendo subir los precios de las materias primas.

La elección entre mantener el crecimiento y combatir la inflación es un problema económico que depende directamente de la política monetaria que adopta cada país. Por consiguiente los bancos centrales tienen que hacer frente a un difícil dilema: un recorte rápido y sustancial de tasas puede transmitir confianza a los mercados financieros y a la economía en general, evitando así que los problemas del sector financiero se trasladen al resto de la economía. No obstante, una relajación excesiva de la política monetaria en un contexto de elevada inflación puede disminuir la confianza del público en el compromiso de estabilidad de precios de los bancos centrales, lo que puede desanclar las expectativas de inflación a más largo plazo. Esto, a su vez, exige la adopción de nuevas medidas restrictivas en el futuro, con un coste económico potencialmente mayor. El dilema entre ambas alternativas se complicó aún más por la dificultad de evaluar en

---

<sup>45</sup> *The Wall Street Journal*, La inflación global inicia un nuevo ciclo y la Fed complica los antídotos tradicionales. Por Andrew Batson. 10 de Abril de 2008.

<sup>46</sup> *Idem*.

<sup>47</sup> *Reforma*. 27 de Julio de 2008.

tiempo real la posible duración de las turbulencias financieras y sus potenciales efectos sobre la economía real.

En un principio, no estaba claro si las turbulencias perdurarían y hasta qué punto se vería afectada la actividad económica, ya sea por la aplicación de condiciones de financiación más restrictivas para el sector no financiero o por un deterioro de la confianza. Por consiguiente, los bancos centrales decidieron esperar a disponer de más información antes de cambiar la orientación de sus políticas monetarias.

Posteriormente, fue quedando claro que la convulsión en los mercados no iba a moderarse rápidamente y que conllevaría consecuencias significativas que tendrían que considerar los responsables de la política monetaria. Al mismo tiempo, la fuerte subida de los precios de los alimentos y de la energía se tradujo hacia finales de 2007 en tasas de inflación considerablemente superiores a las anticipadas. Ante estos hechos, los bancos centrales de las economías industriales avanzadas afrontaron las circunstancias de manera distinta.

Como ya hemos visto, la Reserva Federal recortó bruscamente sus tasas de interés oficiales para aliviar las consecuencias de la crisis sobre la economía, dejando su tasa de referencia en 2%. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo intactas sus tasas en un primer momento, pero a partir de diciembre de 2007 las redujo un total de 75 puntos básicos, a medida que las perspectivas económicas se debilitaban.

El Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido intactas las tasas de interés oficiales por considerar a la inflación una preocupación mayor que las repercusiones de la crisis hipotecaria de los Estados Unidos. Por su parte el Banco de Japón, alegó fuertes fluctuaciones en los mercados financieros para retrasar la adopción de políticas monetarias más restrictivas. Otros bancos centrales subieron sus tasas a raíz de las persistentes presiones inflacionistas. Por ejemplo, el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Noruega y el Riksbank elevaron sus tasas oficiales 75 puntos básicos entre septiembre de 2007 y abril de 2008.<sup>48</sup>

Todo esto nos lleva a preguntarnos, porque la Fed continúa reduciendo su tasa de interés objetivo, pese a la fuerte amenaza de comenzar un periodo de alta inflación que combinada con el poco o casi nulo crecimiento podría estar guiando a los Estados Unidos a la estanflación (coyuntura económica en que dentro de una situación inflacionaria se produce un estancamiento de la economía).

Las condiciones económicas actuales y esperadas, junto con los riesgos vinculados a las previsiones, son factores que determinan la política monetaria, aunque también lo hacen las diferencias en la forma de concebir el funcionamiento de la economía y en los mandatos asignados. Por ejemplo, la doble función encomendada a la Reserva Federal, que pone igual énfasis en el producto y la inflación, podría exigir una mayor relajación como respuesta a las turbulencias que

---

<sup>48</sup> 78º Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

un mandato sin la obligación explícita de apoyar el producto. Por el contrario, la política del BCE de mantener estables las tasas de interés pese a la desaceleración de la actividad económica coincide con la prioridad que atribuye su mandato a la consecución de la estabilidad de precios. Por lo anterior, concluyo que la reducción de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal norteamericana estuvo motivada por el afán de evitar una fuerte desaceleración en el futuro inmediato.

El siguiente capítulo presenta un análisis de los objetivos de la Reserva Federal y ofrece una explicación a las acciones emprendidas por la Fed, así como la respuesta por parte del gobierno norteamericano: una iniciativa de reforma al sistema financiero norteamericano propuesta por Henry Paulson, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, que significa una profunda reestructuración de la forma en que el gobierno supervisa los mercados financieros.

#### **4. CONCLUSIONES.**

El fin del acuerdo de Bretton Woods que significaron el término de los tipos de cambios fijos frente al dólar, creó un nuevo sistema monetario internacional caracterizado por la facilidad de los bancos centrales de comprar reservas con la finalidad de dotarse de suficiente efectivo, esta situación a su vez permitió la expansión del crédito.

Ese crédito adicional dentro de la economía permitió el financiamiento de procesos productivos pero por otro lado también incitó a los inversionistas a buscar otras alternativas que reportarán márgenes de ganancias más altos y en menor tiempo, esta combinación sólo es posible a través de una actividad altamente especulativa. En los Estados Unidos han sido numerosos los episodios históricos donde la codicia de los agentes ha provocado burbujas especulativas, principalmente en el sector inmobiliario.

Una importante conclusión es que la actual crisis financiera cuya causa principal es el pinchazo de una burbuja inmobiliaria tiene sus raíces inmediatas en otra manía especulativa, como lo fue la burbuja tecnológica de finales de la década de los noventa.

El fin del auge del mercado de las empresas tecnológicas y la conmoción provocada por los ataques terroristas del 11 de septiembre, pusieron fin a los años de jaja y crecimiento que venía experimentando la economía norteamericana, apoyada en la idea de "La Nueva Economía". Esta situación provocó que la Reserva Federal, bajo el pretexto de reactivar la actividad económica, abriera los grifos monetarios, i.e. derramó dinero en la economía y redujo drásticamente su principal tipo de interés (el de los fondos federales) del 3.5% en agosto de 2001 a tan sólo 1% a mediados de 2003, lo que nos lleva a afirmar que la Fed mantuvo el tipo de interés muy bajo durante demasiado tiempo.

Sin embargo, esta tendencia terminó a mediados del 2004, pues con la intención de controlar la inflación la Fed comenzó un periodo de incrementos de la tasa de interés, hasta alcanzar los 5.25% en 2006. Un incremento en la tasa de interés tiene dos efectos importantes sobre la economía: el primero es el incremento del precio de oferta de los bienes de capital en el mercado real, debido a que se incrementa el costo financiero de las empresas productoras de bienes de capital; y segundo la disminución del precio de los activos financieros en el mercado financiero.

Al incrementarse las tasas de interés la inversión productiva disminuye y en consecuencia la demanda agregada, esto a su vez provoca que el beneficio de las empresas disminuya y haga más difícil el cumplimiento de las obligaciones contraídas. La necesidad de capital ocasiona que las empresas recurran a nuevos préstamos e incluso a la venta de sus activos, pero como ya lo vimos el valor de estos activos ha disminuido por la disminución en las utilidades y el incremento de las tasas de interés. El refinanciamiento pese a que incrementa aún más los costos es la única opción, sin embargo el acceso a nuevos créditos se encuentra restringido por la falta de pago de los deudores, todo este proceso de retroalimenta hasta llegar a la crisis.

La crisis financiera del 2007 fue alentada por la implementación de una política monetaria “pragmática” en los Estados Unidos, enfocada en su mayoría a resolver los problemas de los mercados financieros sólo ha provocado que el endeudamiento de las empresas y de los hogares haya adquirido dimensiones sin precedentes, fomentando, dentro del mismo contexto de euforia, la burbuja financiera.

Podemos afirmar que una burbuja financiera es el momento en que el valor de las acciones tiene mayor impacto en la economía que lo que la economía misma tiene en el valor de las acciones, es decir existe un desapego de la realidad económica que provoca decisiones desvirtuadas de los agentes económicos. Por lo general, la expansión monetaria facilita el endeudamiento y la posibilidad de que dichos recursos se destinen a actividades especulativas. El exceso de liquidez, también suele debilitar la moneda y aumentar la inflación, fue lo que precisamente sucedió en los Estados Unidos.

Lo distintivo de esta ocasión fue que el nuevo endeudamiento se concentró en la vivienda. Por lo general, es cierto que los tipos de interés más bajos estimulan la compra de viviendas, sin embargo, como ha quedado de manifiesto después de este análisis, los bancos comerciales y de inversión crearon nuevos mecanismo financieros para ampliar el crédito destinado a viviendas a personas poco solventes. Fue un espejismo creer que existieran prestamistas en mejores condiciones de asumir el riesgo

Cuando el auge de los préstamos para viviendas se consolidó, pasó a autointensificarse. El aumento de la compra de viviendas aumento los precios de éstas, con lo que los bancos pensaron que era seguro prestar dinero a personas

poco solventes, pues en caso de incumplimiento de pago, la propiedad de la vivienda pasaría, revalorizada, a los bancos. Como pudimos comprobar, este esquema sólo funciona mientras los precios de los inmuebles presentan una tendencia a la alza, una vez que los mismos se estancan o peor aún descienden, las condiciones de los créditos se endurecen y los bancos se encuentran con la propiedad de un inmueble cuyo precio no cubre el valor de la deuda. El crédito fácil y la innovación financiera son una combinación peligrosa.

La duda se mantiene, en el sentido de porque la Fed, bajo las órdenes de Alan Greenspan se quedará de brazos cruzados mientras el auge crediticio se aceleraba y bajo la lógica que este se dirigía hacia un desplome posterior. La única razón lógica y posible es que las autoridades de la Fed hayan mantenido la creencia de que el auge de la vivienda era el reflejo de un sistema financiero prudente y bien regulado y no una manía de inversión peligrosa.

Por último, podemos concluir que las intervenciones de los bancos centrales para fomentar el buen funcionamiento de los mercados monetarios a plazo y de los mercados de repos podrían crear la idea de que los bancos centrales intervendrá siempre para prestar ayuda a otros mercados o instituciones en situaciones parecidas, lo que indiscutiblemente incrementa aún más el riesgo moral.

# **TERCER CAPITULO: SURGIMIENTO Y CONFORMACION DE UN NUEVO MODELO BANCARIO**

## **Resumen:**

Este último capítulo describe la conformación del nuevo sistema bancario norteamericano a partir de la desregulación financiera iniciada en los años 80' y la forma en que cambio la estructura de deudas dentro de este nuevo modelo. Así mismo se presenta una explicación de los márgenes de seguridad, necesarios en cualquier operación financiera, y la erosión de los mismos a consecuencia de la inadecuada valoración del riesgo y la titularización de los créditos. Por último se presenta un análisis de la propuesta de reforma al sistema financiero norteamericano.

## **INTRODUCCION:**

En los capítulos anteriores hemos explicado las causas que provocaron la expansión del crédito y la nueva regulación propuesta por Paulson, secretario del tesoro a la Reserva Federal de los Estados Unidos a finales de marzo del 2008. Este fenómeno puede verse como un problema dual si se observa desde la perspectiva de la contracción del riesgo crediticio, contexto que se analiza en el presente capítulo.

En el primer apartado, describo de manera muy general las funciones y los objetivos del Sistema de la Reserva Federal, así como los instrumentos con los que cuenta para la consecución de dichos objetivos, posteriormente explico la conformación de un nuevo sistema bancario norteamericano, que surgió a partir de la desregulación financiera, iniciada a principios de la década de los ochenta. La abolición de las restricciones del Acta Glass-Steagall de 1933 y las nuevas disposiciones dictadas por The Basel Capital Adequacy Accord (1988) y la Gramm-Leach-Bliley Act (1999), permitió a los bancos ampliar sus actividades financieras, entre las cuales destaca la posibilidad de comerciar las deudas emitidas por ellos y la creación de compañías financieras filiales cuyos pasivos se encuentran fuera del balance de los propios bancos.

A continuación, describo la estructura de deudas fomentada por la desregulación e innovación financieras y un análisis acerca de la nueva forma de asumir y valorar el riesgo crediticio, refiriéndome a los márgenes de seguridad, llamados por Minsky "*Cushions of Safety*", los cuales a raíz del cambio del sistema bancario sufrieron una erosión, que los hizo cada vez más reducidos.

La disminución de los márgenes de seguridad, provocó que su papel fuera cada vez más insignificante en un modelo bancario basado en la función “originar y distribuir” que permitió a los bancos comerciar los préstamos emitidos, gracias a un proceso de titularización, con lo cual el banco dejó de preocuparse por el riesgo que implicaba el incumplimiento del pago de los mismos, pues el pasivo que significaba dicha deuda era asumido por el comprador de dichos valores.

Esta situación provocó una nueva forma de valorar el riesgo, tarea que dejó de ser responsabilidad de los bancos y fue otorgada a empresas calificadoras, que mediante modelos estadísticos tratan de calcular las probabilidades de incumplimiento de los deudores, estos cálculos carecen de un conocimiento real de la solvencia financiera de los agentes y sólo se basa en la calificación crediticia que los bancos le otorgan a sus clientes.

Posteriormente se analiza el proceso de titularización de los créditos hipotecarios y la forma en que estos eran respaldados en un esquema financiero aparentemente cubierto que sin embargo cambió a un esquema de financiamiento Ponzi debido a que los compromisos de pago podrían ser cumplidos únicamente incrementando la deuda o refinanciándola para cubrir el faltante entre los costos de más altas tasas de interés y el ingreso del deudor.

Por último, incluyo una revisión de la reforma financiera presentada por el Henry Paulson, la cual implica un aumento significativo en las facultades de la Reserva Federal para supervisar los mercados financieros y la fusión de agencias de supervisión financiera como la de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) con la Comisión de Transacciones de Futuros de Commodities (CFTC).

## **1.- Función y objetivos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.**

El sistema de la Reserva Federal creado en 1913 es el banco central de los Estados Unidos. Su misión es más complicada que el de la mayoría de los bancos centrales modernos, como el de México por ejemplo, cuya función está contenida en el Artículo 28 de la Constitución y es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. La Fed por su parte, debe velar por tres objetivos: máximo empleo, estabilidad de precios y tasas de interés moderadas a largo plazo. Su ley, reformada en 1978, año en que el Congreso aprobó la ley Humphrey-Hawkins, dicta que sus órganos de gobierno conformada por la Junta de Gobernadores y el FOMC (Federal Open Market Committee) deben mantener el crecimiento de largo plazo de los agregados monetarios y crediticios en concordancia con el potencial de largo plazo de la economía para incrementar la producción, de manera tal que promuevan efectivamente las metas de máximo empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

En general, un banco central se crea con la intención de asegurar la perfecta convertibilidad del dinero bancario en dinero estatal independientemente de la magnitud del déficit estatal. La convertibilidad perfecta requiere que tan pronto como los bancos creen el dinero para realizar sus planes de riqueza, ellos tengan la certidumbre de que nunca tendrán escasez de dinero estatal. (Parguez, 2004:31).

En todo sistema económico la política monetaria, entendida como las acciones tomadas por el banco central con la intención de modificar las condiciones monetarias y financieras de un país (Manrique, 2004:71), es de vital importancia pues representa la estrategia que permite la preservación e integridad de un sistema de pagos (Aglietta, 1998:144), mediante el cual, las relaciones de producción interactúan.

El principal instrumento de política monetaria de la Fed consiste en una tasa de interés de muy corto plazo, cuyo nivel se determina mediante operaciones de compra y venta de valores en el mercado abierto, para la consecución de los objetivos previamente citados. Debido a la subjetividad y a veces ambigüedad de dichos conceptos, considero importante su revisión.

El crecimiento potencial es la tasa máxima a la que la economía puede crecer sin generar presiones inflacionarias considerando entre otras cosas la productividad de la mano de obra. Debido a que no es un dato observable, debe ser estimado, la estimación del producto potencial no se encuentra exenta de controversia y, de hecho, en la literatura se ha propuesto una amplia variedad de metodologías para su cálculo. Entre estas se incluye la basada en la estimación de una función de producción. Esta metodología, aplicada por distintos organismos económicos internacionales (FMI, OCDE y Comisión Europea) cuenta con la ventaja fundamental de estar basada en un aparato teórico sólido, del que carecen otras metodologías puramente estadísticas, lo que permite un análisis económico de las fuentes del crecimiento del producto potencial. Como principal inconveniente hay que mencionar, sin embargo, los elevados requerimientos de información para su cálculo. En concreto, esta metodología exige, por un lado, la estimación de la productividad total de los factores y por otro, la evaluación de los factores productivos (empleo y capital) a su nivel potencial. El consenso generalizado sobre una cifra específica es del orden de 2.5% anual. (Estrada, et. al, 2004:9)

El asunto del "máximo empleo" es más complicado. A este respecto el concepto teórico se conoce como NAIRU (acrónimo de la expresión inglesa Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment): Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, también se le conoce como tasa natural de desempleo. El concepto se desarrolló a partir de la curva de Phillips que refleja la correlación negativa entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación (medida como tasa de crecimiento salarial nominal de los trabajadores). En los años 70', la curva de Phillips perdió popularidad debido al fenómeno llamado estanflación donde el aumento del paro y la inflación es simultáneo, lo que llevó a los monetaristas como Friedman y Phelps a descalificarla y a afirmar que una política macroeconómica

excesivamente centrada en la política monetaria para contener el desempleo fracasaría, aumentando solamente la inflación, debido a las expectativas adaptativas. Pensaban que la política económica de la Reserva Federal no debía verse influenciada por la tasa de desempleo. Una cifra exacta para la NAIRU ha motivado innumerables trabajos, la más generalizada ronda el 5%.

En cuanto a los precios, la Fed toma en cuenta diversos indicadores, pero le otorga mayor importancia a la evolución de un índice de precios al consumidor que no incluye los precios de los alimentos y los energéticos, por su volatilidad. La meta al respecto, nunca explicitada oficialmente, parece ser 2%. Finalmente, en lo que toca a “tasas de interés moderadas”, podría ser la idea de una tasa de interés de “equilibrio”.

El actual Gobernador del Sistema de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha señalado en repetidas ocasiones que si bien es cierto que existen los tres objetivos, estos no se contradicen entre sí, ni son objetivos encontrados; más bien se complementan, ya que la mejor manera de maximizar el empleo y mantener tasas de interés de largo plazo moderadas, es a través de una inflación baja. Igualmente, una baja inflación contribuye al objetivo de tener tasas de interés moderadas de largo plazo, dado que uno de los componentes principales de la tasa de interés es la inflación esperada. La poca movilidad de precios y la estabilidad macroeconómica, disminuye los riesgos de mantener bonos de largo plazo, esto quiere decir que se reduce el “premio al riesgo” que las instituciones financieras cobran, lo que reduce en un nivel general más bajo de todas las tasas de interés. (Heath, 2006)

Bernanke afirma también que la estabilidad de precios promueve la eficiencia y el crecimiento sostenido, al crear el ambiente monetario y financiero propicio para la toma de decisiones sin distorsiones. De esta manera, los mercados pueden funcionar sin preocuparse por fluctuaciones impredecibles en el poder adquisitivo de la moneda.

La ley no establece una jerarquización entre los tres propósitos referidos. En la práctica ello queda a la discreción de la Junta que gobierna la Fed. Esto tiene que ver con una de las proposiciones económicas mejor fundamentadas por la teoría y la experiencia que afirma que en el largo plazo, la política monetaria puede determinar únicamente la inflación; la producción y el empleo dependen de factores reales no monetarios. En concordancia con lo anterior la Fed maneja la política monetaria con la intención de lograr la estabilidad de los precios en el largo plazo, consciente de que con ello contribuye a un marco de referencia predecible y confiable que promueva un crecimiento económico alto y sostenido. Al mismo tiempo, la Fed puede alterar la política monetaria en el corto plazo, con el propósito de aminorar las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica.

Lo anterior puede ser la explicación a las dos medidas que ha venido adoptando la Fed a partir del verano del año pasado: disminuir la tasa de interés objetivo (“fed funds”) hasta llevarla a su nivel actual de 2% y aumentar en forma extraordinaria la

liquidez de diversos intermediarios financieros. Estas acciones han buscado acotar los daños en el sistema financiero y facilitar la normalización de su funcionamiento. Con ello, el banco central intenta reducir el impacto de la crisis sobre la parte real de la economía, sobretodo el representado por una eventual contracción severa del crédito. (Elizondo, 2008)

La acentuada internacionalización de los capitales y un marco financiero menos regulado han repercutido adversamente en la conducción de la política monetaria, pues por una parte, debido a que no opera el racionamiento del crédito por mecanismos distintos al de los precios, las variaciones en las tasas de interés requeridas para producir un verdadero efecto en las condiciones económicas, son mayores que en el anterior sistema reglamentado. Por otro lado, la gestión monetaria del banco central se altera en un contexto liberalizado en donde surgen constantes innovaciones financieras dificultando la distinción entre el dinero y otros activos líquidos. (Manrique, 2004:75)

De lo anterior, podemos comprobar la complejidad que ha tomado el quehacer de la Fed, sobretodo tomando en cuenta la evolución que ha sufrido sistema financiero norteamericano, donde el surgimiento de instrumentos financieros tan complejos le han dado al sistema un equipamiento comparado al de un carro de Formula I, el problema es que las herramientas con las que cuenta la Fed son las mismas que utilizó para reparar el Ford Modelo T de los años 20´.

Un ejemplo al respecto, es la disipación del impacto y los efectos que alguna vez tuvieron las operaciones de mercado abierto en la economía real, debido a la disminución del rol de los bancos, a la nueva dirección que ha tomado el ahorro de las familias hacia los fondos institucionales y sobretodo a la creciente titularización de las deudas. Durante los últimos 15 años la tendencia de los principales bancos centrales no ha sido hacia el mejoramiento de los mecanismos de transmisión, todo lo contrario la mayoría han promovido la innovación y desregulación financiera. (D´Arista, 2008: 09)

Por otro lado, la incertidumbre provocada por la crisis hipotecaria ha exigido un replanteamiento de la estrategia de comunicación de la Reserva Federal, ya que deben asegurarse de que la relajación de su política monetaria no se interpretada como una menor determinación por controlar la inflación o como una especie de “rescate” bancario.

La tendencia hacia cambios en la comunicación de la política monetaria es mundial. Varios bancos centrales han modificado sus estrategias de comunicación para que el público comprenda mejor las razones en las que se basan sus decisiones de política monetaria, pues uno de los desafíos que plantea la comunicación de los bancos centrales ante una crisis financiera es la posibilidad de que el público interpreta la adopción de medidas extraordinarias como un indicio de que la situación del país es peor de lo que se temía.

Uno de los puntos clave de la nueva estrategia de comunicación de la Reserva Federal, anunciada en noviembre de 2007, consistía en publicar cuatro veces al año (en vez de dos) las proyecciones económicas del FOMC, asimismo se haría pública la banda de fluctuación y la tendencia central de estas previsiones, junto con una breve explicación del argumento subyacente. El horizonte de previsión de las proyecciones se amplió también a tres años naturales para transmitir al público la valoración que hacían los miembros del FOMC del comportamiento a largo plazo de la economía estadounidense. En particular, esta ampliación podría dar una idea más clara del nivel de inflación que consideraban compatible con el doble objetivo de máximo empleo y estabilidad de precios.<sup>2</sup>

## **2. Conformación de un nuevo sistema bancario mundial.**

Como ya hemos señalado en el capítulo anterior a partir de la década de los ochenta el sistema financiero internacional, no solamente el norteamericano, sufrió una vertiginosa revolución, gracias a la innovación financiera. En este apartado se pretende analizar la forma en que los bancos comerciales transformaron su papel de simples intermediarios entre ahorradores y prestatarios a mercaderes de deudas que ellos mismos emitieron.

En los Estados Unidos, en la década de los ochenta las ganancias de los bancos comerciales se vieron mermadas, en parte por la crisis inmobiliaria sufrida en esa época, además sus operaciones y actividades estaban limitadas a la recepción de depósitos para el fondeo de los créditos otorgados por los mismos. Esta limitación fue impuesta a raíz de la crisis del 29, con la aprobación de la Sección 20 del Acta Glass-Steagall de 1933 que prohibía a los bancos comerciales aliarse con firmas comprometidas en actividades relacionadas a la emisión y comercio de valores, esta situación vino a acentuar el repliegue provocado por la crisis en el movimiento internacional de capitales (Aguirre, 2004: 123). Sin embargo, para finales de esa misma década, estas restricciones se fueron relajando lo que permitió a los bancos incrementar sus actividades. (Kregel, 2008:04)

Aprovechando las oportunidades que ofrecía la financiación desintermediada, las instituciones no bancarias (fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías financieras) se convirtieron en agentes económicos de primer orden. Como consecuencia de ello, dichas instituciones financieras no bancarias (*non-bank banks*) sometieron a los bancos a una competencia intensa, obligándoles a diversificar su actividad, incluyendo en ésta operaciones de un gran riesgo a las que no estaban habituados. Todo esto llevo a los bancos a reclamar una mayor participación en las actividades en los mercados financieros, para compensar así lo que perdían como consecuencia de la desintermediación. En Junio de 1991 la Fed les autorizó llevar a cabo operaciones en el sector de los valores mobiliarios (acciones, obligaciones, títulos de deuda pública), poniendo fin de esta forma a la tradicional separación entre los bancos comerciales y bancos de negocios (*investment banks*). (Hallary, 2000: 75)

---

<sup>2</sup> 78º Informe Anual. Banco de Pagos Internacionales. 30 de Junio de 2008.

La relajación de las normas permitió el surgimiento de un sistema bancario que ya no estaría basado en el negocio primario del préstamo si no en la habilidad de los bancos para emitir, titularizar y comerciar préstamos. En 1999 bajo el auspicio del Acta Gramm-Leach-Bliley (Modernización de Servicios Financieros) se autorizó la creación de corporativos bancarios que pudieran cumplir con todo tipo de actividad financiera. Al mismo tiempo, la aplicación extensiva de los estándares mínimos de capital del Acuerdo de Basilea I<sup>3</sup> incentivó a los bancos para continuar incrementando sus ingresos por honorarios y comisiones al traspasar los préstamos a sus respectivas filiales, recordando que éstas se encontraban fuera de sus hojas de balance. (Kregel, 2008:05).

Las normas de Basilea tienen su origen en la década de los 80', cuando las regulaciones bancarias variaban radicalmente de país a país, haciendo que fuera difícil la competencia de los bancos fuera de sus fronteras. Los banqueros centrales del se reunieron en Suiza para crear estándares básicos, los cuales fueron presentados en 1988. Una versión de sus nuevas directrices, conocidas como Basilea II se disponía a ser implementada en los Estados Unidos en abril del presente año<sup>4</sup>. Su principal cambio era que los bancos deberían tener más libertad para decidir por su cuenta cuánto riesgo financiero están dispuestos a asumir, ya que ellos están en una mejor posición que los reguladores para tomar esa decisión.

Varios países latinoamericanos han comenzado a implementar los protocolos de Basilea o han definido un calendario para ello. Argentina prevé dar inicio al pilar I del Acuerdo en enero de 2010, mientras que Chile y México comenzaron a incluir nuevas normativas en 2005.<sup>5</sup>

Los países europeos han hecho lo propio, con consecuencias graves. Gran Bretaña sufrió en el 2007 su primera corrida financiera contra los bancos desde 1866, cuando la hipotecaria Northern Rock PLC fue tomada por sorpresa después de que los mercados de crédito se congelaron durante la crisis. Conforme a los principios de Basilea II, Northern Rock Había anunciado unos meses antes que aumentaría el dividendo que paga a sus accionistas en 30%, una decisión que reduciría su capital, en Febrero pasado la Northern Rock fue nacionalizada por el gobierno británico.<sup>6</sup>Incluso en Suiza, los banqueros han sido golpeados por sus malas inversiones. UBS AG registró pérdidas por US\$18,000 millones debido a errores en la forma en la que el banco gestionaba su riesgo.

---

<sup>3</sup> En 1988, el Comité de Basilea, compuesto por los gobernadores de los principales bancos centrales del mundo, publicó el primero de los Acuerdos de Basilea, el cual fue un conjunto de recomendaciones para establecer un límite a los créditos que puede conceder una entidad bancaria en función de su capital propio, el cual se fijó en 12.5 veces el valor de éste último.

<sup>4</sup> *The Wall Street Journal*. La crisis global del crédito deja al desnudo las fallas de las nuevas reglas de la banca. Damián Paletta y Alistair MacDonald. 5 de Marzo del 2008.

<sup>5</sup> Idem.

<sup>6</sup> *Reforma*, 19 de Febrero 2008.

Las turbulencias financieras globales causadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria han cambiado las suposiciones fundamentales sobre el riesgo. Las instituciones en todo el mundo han juzgado equivocadamente la seguridad de inversiones que van desde las hipotecas de alto riesgo (subprime) a los complejos valores financieros estructurados. Todo lo anterior, nos lleva a cuestionar si actualmente los bancos saben calcular el riesgo que pueden asumir, si pueden estimar el capital necesario para protegerse de una cartera incobrable y si poseen la habilidad suficiente para vender sus valores o préstamos ante una eventual falta de liquidez, la respuesta es no.

Los recientes golpes financieros no han provenido de los fondos de cobertura, cuya escasa regulación ha sido motivo de preocupación para los gobiernos, sino de los bancos comerciales. CitiGroup Inc. Anunció a finales del año pasado su peor pérdida trimestral y tuvo que recaudar más de US\$20,000 millones de inversionistas externos para apuntalar sus finanzas, luego de una serie de malas inversiones en valores hipotecarios, que a la fecha le han provocado pérdidas de US\$9,830 millones dólares.<sup>7</sup>

La Reserva Federal no calculó de manera correcta el riesgo que asumía el sistema financiero antes de que estallara la crisis, esta situación fue reconocida por el vicepresidente de la Fed, Donald Khon ante el Comité de Banca del Senado.<sup>8</sup>

Huelga decir, que para un banco, el capital con el que cuenta para protegerse de las pérdidas es lo que previene que entre en bancarrota. Bajo las reglas de Basilea II, establecer el nivel de este colchón financiero es un proceso relativamente fácil: los bancos deben mantener una cantidad específica de capital, que se calcula según el tipo de activos que poseen. Por ejemplo, los activos ligados a hipotecas no requieren mucho capital porque por mucho tiempo se consideraron seguros. Las nuevas reglas permitieron que los bancos calcularan su necesidad de reservas de capital basados en sus propias valoraciones de riesgo y la opinión de las agencias calificadoras de crédito.

Los banqueros y las agencias calificadoras creyeron ciegamente en la alquimia financiera, creyendo que las innovaciones financieras podían convertir las hipotecas malas en títulos sanos merecedores de calificaciones triple A. Sin embargo, como lo asegura Stiglitz<sup>9</sup>, una de las lecciones de la teoría financiera moderna es que en los mercados que funcionan bien, cambiar la apariencia de los riesgos no es suficiente. Los bancos no entendieron el primer principio de la gestión de riesgo: la diversificación sólo funciona cuando los riesgos no están

---

<sup>7</sup> *Reforma*. 16 de Enero de 2008.

<sup>8</sup> *The Wall Street Journal*. La crisis global del crédito deja al desnudo las fallas de las nuevas reglas de la banca. Damián Paletta y Alistair MacDonald. 5 de Marzo del 2008.

<sup>9</sup> Joseph Stiglitz, importante economista norteamericano de orientación keynesiana, considera que los mercados financieros son imperfectos y reclaman nuevas formas de regulación internacional. Esta visión reformista le llevo a presentar su dimisión como vicepresidente del Banco Mundial a finales de 1999.

correlacionados, y las macro-crisis afectan la probabilidad de impago de todas las hipotecas (Stiglitz, 2008).

El desigual aprovechamiento que las instituciones financieras han hecho de la mundialización financiera, es un importante factor de la fragilidad de los mercados financieros, pues mientras los grandes fondos de inversión se encuentran en perfecta sintonía con las nuevas tendencias de los mercados financieros, los bancos se han convertido en instituciones más frágiles como consecuencia de la liberalización y de la desintermediación financiera, a las que han respondido asumiendo más riesgos. (Chesnais, 1999:44)

Esta es la tercera crisis estadounidense en los últimos 20 años, después de la de las cajas de ahorro y crédito de 1989 y la de la burbuja tecnológica. La desregulación financiera no ha funcionado. “Los mercados sin restricciones sin restricciones pueden producir grandes bonos para los directores ejecutivos, pero no llevan, como si estuvieran guiados por una mano invisible, al bienestar social. Hasta que no logremos un mejor equilibrio entre los mercados y el gobierno, el mundo seguirá pagando un precio elevado”<sup>10</sup>

En este nuevo sistema bancario mundial es necesario que las instituciones financieras mantengan una red de seguridad de capital para protegerse en contra de problemas con los valores (fuera de sus balances) que puedan tener, esta situación ha escapado al escrutinio de los reguladores en todo el mundo.

A raíz de lo anterior, el pasado 31 de marzo el gobierno norteamericano a través del Secretario del Tesoro, Henry Paulson presentó una propuesta de reforma normativa financiera, la cual pretende darle a la Reserva Federal más poder y atribuciones para proteger la estabilidad de todo el sistema y depositar la supervisión bancaria diaria en una sola agencia, en vez de cinco, como ocurre actualmente. Asimismo, esta reforma solicita la creación de una súper entidad encargada de la conducta empresarial y la protección de los consumidores, la cual realizaría muchas de las funciones que actualmente desempeña la Comisión de Bolsa y de Valores (SEC, por sus siglas en inglés). Busca también eliminar la Oficina de Supervisión de Ahorros y la Comisión de Comercio de Mercancías de Entregas a Futuro, fusionando sus deberes en otra agencias.

El proyecto pide al Congreso establecer una Comisión Federal de Desarrollo Hipotecario, que fije estándares mínimos para los corredores, muchos de los cuales operan fuera de la regulación.

### **3. La estructura de deudas en el nuevo sistema bancario.**

Como ya lo hemos señalado, los postkeynesianos entienden a la economía de manera distinta a los monetaristas, para ellos, (específicamente Minsky) la economía es un conjunto de agentes, cada uno de los cuales posee activos que

---

<sup>10</sup> Stiglitz, Joseph. “Cruel regocijo en los Alpes”. *The Wall Street Journal*. 15 de enero de 2008.

generan una corriente de ingresos, y pasivos que generan una corriente de obligaciones por lo que su funcionamiento depende directamente de la estructura de deudas que posea dicha economía, pues esta condiciona la inversión. Si la estructura de deudas de una economía compromete gran parte de sus utilidades, la inversión se contrae, provocando una caída del ingreso que puede tener un efecto de “bola de nieve” al reducir las utilidades de otras empresas y generar una serie de moratorias encadenadas (Mantey, 2007:179)

Minsky explica el surgimiento de las crisis financieras basado en la estructura de deudas de una economía, para él los banqueros son innovadores que siempre buscan aumentar la oferta de crédito a partir de una base monetaria dada. Al aumentar los medios de pago en circulación, gracias a la innovación financiera, se presiona al alza las cotizaciones de los valores, estimulando a los agentes a realizar nuevas inversiones.

La mayoría de los consumidores norteamericanos, adquirieron sus viviendas basados en el financiamiento especulativo, donde en una primera etapa la inversión sube, pero el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo más acelerado. Esto se debe a que las inversiones necesitan un periodo de maduración para generar ingresos, en ese lapso las empresas y los agentes se ven obligados a solicitar nuevos préstamos para cubrir el servicio de las deudas acumuladas o en el peor de los casos dejar de cumplir con sus compromisos de pago.

Para los agentes que optaron por este tipo de financiamiento, esperanzados en la revaloración de los inmuebles, fue sumamente dañino el alza de los tipos de interés, pues no sólo disminuyó el valor de mercado por el alza en la tasa a la que se descuentan sus ingresos futuros, sino que esta misma corriente de ingresos esperados disminuye al elevarse el costo del financiamiento adicional que requieren para hacer frente al pago de las hipotecas.

Minsky confirma que mientras la innovación financiera se extiende por la economía, las tasas de interés son menores de lo que hubieran sido si la innovación no se hubiera realizado. Sin embargo, a medida que el efecto de la innovación se atenúa y la oferta de financiamiento regresa a su ritmo normal de crecimiento, las tasas de interés comienzan a elevarse, pues el rezago en la percepción de ingresos (en este caso provocado por la caída del mercado inmobiliario), provoca que los agentes demanden mayores recursos financieros para cumplir con sus obligaciones. Adicionalmente, es posible que la expansión financiera haya generado presiones inflacionarias y que las propias autoridades monetarias incrementen los tipos de interés para contraer la demanda (Mantey, 1997:181).

El aumento en las tasas de interés tiene dos efectos: en primer lugar, eleva el precio de oferta de los bienes de capital en el mercado real, por el costo financiero que implica para las empresas productoras de bienes de capital y en segundo lugar reduce el precio de los activos en el mercado financiero. Al subir la tasa de interés, el estímulo a la inversión productiva desaparece, la demanda agregada se contrae

y esto provoca una caída de las utilidades que impide a las empresas cumplir con sus obligaciones de la manera prevista.

El descenso en las utilidades hace que las empresas tengan que recurrir la refinanciamiento o a las ventas de activos para pagar sus deudas. El refinanciamiento, sin embargo, ahora es más caro por el aumento en las tasas de interés, además por que el valor de mercado de las empresas (que los banqueros consideran como garantía para otorgar créditos) ha disminuido a consecuencia de la baja en las utilidades. (Mantey, 2007:182). Mejor descripción no podríamos encontrar del fenómeno suscitado a partir del alza en los tipos de interés de la Reserva Federal y de la caída del mercado inmobiliario, que provocó las primeras suspensiones de pagos y la consecuente contracción del crédito.

Debido al estrechamiento del crédito, los agentes comienzan a vender parte de sus activos para pagar sus deudas, lo cual genera una presión a la baja de las cotizaciones de los valores, a la cual también contribuyen las ventas de títulos que tienen que hacer los bancos para asegurar su liquidez tras las primeras moratorias de sus clientes.

La baja en las cotizaciones de los títulos, por las ventas masivas que se ven forzados a hacer los bancos y la instituciones no financieras, aumenta los problemas de liquidez, la deflación de los títulos reduce aún mas la inversión y con ella el ingreso, las utilidades y el crédito bancario, en un proceso recursivo que conduce a la crisis. (Mantey, 1997:182)

La estructura de financiera de los agentes en una economía capitalista moderna no permanece inmutable. Varios factores influyen para que una empresa individuo cubierto financieramente tienda transformarse con el tiempo en una empresa o individuo especulativo o Ponzi. (Mantey, 1997:180)

Es conocida la preferencia que los banqueros muestran por este tipo de agentes, ya que son los clientes más seguros. Es frecuente que los propios bancos induzcan a los individuos a contratar préstamos por encima de sus posibilidades de pago, apoyados en el hecho de que el costo del crédito sea menor a la tasa de ganancia, en este caso la revaloración del precio de las viviendas.

#### **4. Los Márgenes de Seguridad.**

Como ya he explicado en los dos capítulos anteriores, la actual crisis financiera fue provocada por una abundancia de liquidez y por una desregulación del sistema bancario norteamericano que rompió con el esquema hipotecario convencional, el cual implicaba una valoración del riesgo basada en el historial crediticio de los prestatarios.

Retomando el análisis de Minsky, encontramos que dentro de toda relación financiera existe un cálculo por parte del prestamista, el cuál pretende estimar las probabilidades de impago del deudor, y obviamente cubrirse ante este riesgo. Minsky bautizo a dicha cobertura como “*Cushions of safety*”, la traducción literal corresponde a colchón o cojín de seguridad, con la cual Minsky se refirió a una especie de protección ante el cálculo erróneo por parte del prestatario de los rendimientos esperados del proyecto de inversión.

Para Minsky la estabilidad en el sistema económico capitalista genera comportamientos de excesiva confianza, que al presentarse cambios relevantes provocan respuestas inestables que generan fragilidad en el sistema: “la estabilidad es desestabilizadora”<sup>11</sup>. El incremento de dicha fragilidad financiera esta basada en la lenta e imperceptible disminución de los márgenes de seguridad durante épocas de relativa estabilidad. En condiciones de expansión y abundancia de liquidez, los errores en la estimación de las ganancias esperadas se vuelven insignificantes, provocando que los márgenes de seguridad se reduzcan por el incremento de la confianza tanto de prestamistas como de prestatarios, lo que lleva a validar proyectos de inversión riesgosos. (Kregel, 2008:04)

Estas condiciones ofrecen al prestatario y al prestamista mayor confianza, por ello el incremento de la expectativas optimistas de poder cumplir con los compromisos de pago en un ciclo de expansión se basan en las altas probabilidades de éxito, sin embargo dicho éxito, no esta basado en la habilidad particular de los empresarios, sino en el ambiente de expansión. El resultado es un exceso de préstamos, sobreinversión y contracción del riesgo. (Kregel, 2008:05)

Son varios los analistas que consideran que la “perdida del miedo” por parte de los agentes fue alimentada por la política monetaria relajada implementada por Greenspan. Su intento por evitar una crisis económica en 2003 (que probablemente hubiera sido más pequeña que la actual) se manifestó en un recorte de la tasa de referencia que permitió el abaratamiento del dinero, lo que a su vez se tradujo en una flexibilización y relajamiento de los requisitos para el acceso al crédito, permitiéndole a los agentes perderle el respeto al riesgo inminente que implica una deuda. (Fleckenstein, 2008:186)

Una adecuada valoración del riesgo, implica márgenes de seguridad lo suficientemente amplios para proteger al acreedor ante cualquier eventualidad que impida al prestatario cubrir sus compromisos de pago, por ello el cálculo del riesgo significaba tanto para el banquero, pues de ello dependía su existencia.

La nueva conformación del sistema bancario comercial norteamericano provocó una sistemática reducción de los márgenes de seguridad, al modificarse el método para evaluar el riesgo. Bajo el sistema bancario original la forma de calcular el riesgo crediticio se basaba en la historia crediticia del prestatario, por ello la

---

<sup>11</sup> Wray L. Randall. Financial Markets Meltdown. What Can We Learn from Minsky? Public Policy Brief No. 94, 2008. The Levy Economics Institute of Board College. Abril del 2008.

decisión básica de prestar o no prestar dependía de la solvencia financiera del prestatario, y no en las probabilidades de éxito futuro del proyecto de inversión, por lo que el método para evaluar el riesgo se basaba en la experiencia pasada y no en las expectativas. Esto no quiere decir que el banquero no considerará el riesgo del proyecto en si, pero como afirmó Keynes “el hecho más destacado es lo extremadamente precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables. Nuestro conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años venideros es frecuentemente muy ligero y a menudo desdeñable”.<sup>12</sup>

Lo anterior define la esencia del pensamiento keynesiano que afirma que la expectativa de eventos futuros inciertos es la que determina las decisiones presentes de inversión. Desde esta perspectiva, la pregunta más importante no es si los precios contienen toda la información disponible, si no como prevenir el fracaso de la operación por eventos futuros imprevisto ocasionados por una inestabilidad crónica. (Kregel, 2007:06)

Ante esta cuestión existen dos soluciones propuestas. La primera es la que Lionel Robbins llamó “Teoría Clásica de Política Económica” (refiriéndose a los economistas clásicos David Ricardo y Adam Smith) que argumenta que el gobierno debe proporcionar un adecuado marco regulatorio que garantice que las transacciones económicas tenga un resultado aceptable (Kregel, 2007:06), proporcionando instituciones que amortigüen la desenfrenada búsqueda del interés particular.

La segunda se encuentra basada en la hipótesis de los mercados eficientes que remarca la necesidad de mercados completos para cualquier fecha o evento futuro lo que permitiría cubrirse de la incertidumbre con transacciones por adelantado, es decir bajo esta hipótesis la información acerca del futuro es completa y simétrica por lo que los agentes pueden cubrirse de cualquier eventualidad. Esta es la posición que ha estado detrás de las decisiones de la Reserva Federal de abstenerse de regular los sofisticados productos financieros que han surgido.

Sin embargo, existe la tercera opinión en cuanto a la inestabilidad financiera, propuesta por Minsky con su Hipótesis de Inestabilidad Financiera, basada en el argumento keynesiano que los resultados de las transacciones financieras en un una sofisticada economía capitalista son inherentemente inciertos (Kregel, 2007:08). Minsky, además definió la existencia de un proceso endógeno que refuerza la entropía (tendencia natural de la pérdida del orden) del sistema capitalista, donde periodos de éxito en los términos de los compromisos financieros conducen a un incremento en la incertidumbre en el cumplimiento de los mismos.

Es la naturaleza de la estabilidad económica crear las semillas de su propia destrucción llevando a los individuos a embarcarse en transacciones financieras

---

<sup>12</sup> Keynes J. M., Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero. pp. 137

con una probabilidad cada vez menor de éxito, como éxito me refiero al cumplimiento de los compromisos de pago contraídos.

A esta probabilidad cada vez menor de cumplimiento se traduce en un incremento de la fragilidad financiera, por ello incluso si el sistema financiero es estable, este producirá un incremento en la fragilidad que lo volverá más susceptible a interrupciones económicas. Bajo estas condiciones ni la regulación ni la perfección de los mercados pueden asegurar la estabilidad financiera, incluso pueden ser causa de la inestabilidad (Kregel, 2007:10).

Keynes y posteriormente autores postkeynesianos como Minsky demuestran que los mercados financieros no regulados son inherentemente especulativos y volátiles, sujetos a círculos irregulares de sobre-optimismo, seguidos de excesivo pesimismo. Pero no es sólo el excesivo optimismo o la creencia en la “nueva economía”, lo que ha llevado a los grandes bancos a contratar préstamos y contratos de derivados increíblemente riesgosos o a adquirir peligrosos compromisos fuera de sus balances contables; es también el hecho de que el préstamo al sector empresarial, su principal fuente de ganancias, había decaído a últimas fechas, por lo que los bancos se vieron obligados a asumir mayores riesgos, o a declinar en tamaño y poder. No sorprende que hayan elegido adoptar mayores riesgos (Crotty, 2007:04).

## **5.- El papel de los márgenes de seguridad en el nuevo modelo bancario.**

Como ya lo hemos comentado, la caída de los ingresos de los bancos comerciales en los Estados Unidos por la crisis hipotecaria de los ochenta, provocó que las regulaciones de los bancos sobre depósitos y préstamos de corto plazo se relajaran para permitir una amplia gama de actividades en el mercado de capitales. La sección 20 de la Ley Glass-Steagall de 1933 restringía la afiliación de los bancos comerciales con firmas dedicadas a la suscripción y comercio de títulos, sin embargo en 1987 la Reserva Federal reinterpreto la norma para relajar la regulación y autorizar a las firmas de valores y compañías de seguros adquirir ciertos tipos de instituciones de depósito y unidades de ahorro.

Este sistema produjo una nueva forma de operación bancaria conocida como “originar y distribuir” donde los bancos buscaban maximizar sus comisiones y honorarios con la creación de valores colateralizados en los préstamos y por la administración de esos activos en sus filiales. Bajo estas circunstancias, el banco dejó de preocuparse por la evaluación de los créditos, a partir de que los intereses y el principal de esos préstamos serían asumidos por el comprador final de esos títulos. El deterioro de los márgenes de seguridad causado por el cambio en la evaluación del riesgo crediticio del prestatario en periodos de estabilidad dejó de ser importante, pues el banco ahora sólo estaba interesado en la venta de los activos originados. (Kregel, 2008:03).

La inestabilidad de los mercados financieros que dio paso a la fase contractiva del ciclo puso de manifiesto ciertas debilidades de este modelo de intermediación

financiera. El origen de estas deficiencias reside en la interacción entre los incentivos de los distintos participantes en la cadena de titularización y la calidad del flujo de información. Para tener éxito, el proceso de titularización necesita la complementariedad de los distintos participantes, a fin de garantizar que las decisiones en cada una de las etapas se basen en información pertinente y conduzcan a una eficiente asignación del riesgo y de los recursos económicos.

Para el banco, el proceso de producir préstamos sin la necesidad de retenerlos en su hoja de balance es posible mediante el proceso de titularización (explicado en el capítulo segundo) el cual implica la creación de entidades autónomas, llamadas SPE (*Special Purpose Entity*) por sus siglas en inglés. Estas instituciones financieras independientes, son la encargadas de adquirir los activos originados por los bancos, asumiendo el riesgo crediticio de los préstamos, el cual es transferido a su vez a los inversores (compañías aseguradoras, fondos de pensiones, fundaciones de beneficencia) que adquieren y financian los pasivos de las SPE's. Estos inversionistas basan sus decisiones de compra de acuerdo a una valoración realizada por las agencias calificadoras, que como ya hemos comentado, se encuentran bajo el dilema que si ofrecen una mala calificación por justa que sea, no sería bien vista por el cliente (inversor) y de esta forma el banco no podrá venderla, por la que la mayoría de ellas emiten buenas calificaciones.

Cabe destacar que estas agencias, si bien en su mayoría actuaron con dolo por el miedo de perder las comisiones por evaluar dichos activos, ninguna de ellas podía contar con un verdadero y completo conocimiento de la solvencia y capacidad financiera de los prestatarios originales, haciendo verdaderamente complicado la valoración de los mismos. Por su parte los bancos otorgaron los créditos basados en una calificación crediticia que es un número de tres dígitos que se basa en el historial de pago de cuentas y en el perfil del deudor, además de información estadística acerca de otros deudores que los acreedores utilizan para determinar las probabilidades de determinados comportamientos crediticios. En términos generales, una calificación varía ente 300 y 850 puntos. La mayoría de las calificaciones oscilan entre 600 y menos de 800. En ausencia de un conocimiento directo del prestatario, las agencias utilizan estas calificaciones para evaluar el riesgo crediticio en base a la probabilidad estadística de que un prestatario en particular tenga la misma solvencia que los demás prestatarios pertenecientes al mismo nivel de calificación.

De esta forma la calificación del crédito reemplaza el proceso de evaluación del crédito que era realizado por el personal y comités de los bancos. En el nuevo sistema financiero la evaluación del riesgo crediticio es realizada por las agencias usando métodos estadísticos para calcular la probabilidad de impago de los prestatarios, ignorando por completo los márgenes de seguridad. La presente crisis revela la inadecuada valoración del riesgo es resultado de insuficientes márgenes de seguridad, surgidos a partir del modelo "originar y distribuir".

Como se ha comentado anteriormente, el hecho de que las agencias calificadoras no asumieran el riesgo de evaluar correctamente la capacidad de pago de los

prestatarios, fomentó un comportamiento irresponsable por parte de las mismas, de hecho se ha sugerido que existe una correlación positiva entre las ganancias de las agencias calificadoras y la sobrestimación de la capacidad crediticia de los prestatarios. (Kregel, 2008:06)

Esta manera de evaluar el riesgo, sin el conocimiento directo del prestatario, a través de la búsqueda de un algoritmo que represente la probabilidad estadística de que un prestatario tenga la misma capacidad de pago que otros por el simple hecho de compartir similares características, difiere del método tradicional de Minsky el cual se basa en el conocimiento acumulado del prestatario, este conocimiento generalmente se obtiene bajo condiciones económicas y financieras estables, donde el prestatario es capaz de cumplir sus obligaciones de pago.

Fue un error el asumir que los clientes de hipotecas subprime tenían suficientes ingresos para cumplir con sus compromisos pues estos serían reducidos en el periodo inicial del préstamo con un determinado margen de seguridad, este margen sólo podría ser el mismo si la tasa de interés del mercado hipotecario permaneciera igual o por debajo del muy bajo nivel al que las hipotecas fueron inicialmente contratadas, o si el ingreso del deudor aumentará al menos por el monto del incremento de los compromisos de pago debido a las mayores tasas de interés o por último, que el precio de la propiedad subyacente de la hipoteca permaneciera estable o suficientemente creciente para que, en caso de que el deudor no pudiera cumplir con sus pagos, la propiedad pudiera ser vendida para liquidar el monto vigente de la hipoteca, como sabemos ninguna de estas tres situaciones se cumplieron. La primera debido a la decisión de la Fed de incrementar los tipos de interés para regresar a niveles más “normales”. La segunda a la incapacidad de aumentar el ingreso real promedio en la reciente expansión económica y la tercera por la caída del mercado inmobiliario.

Lo que parecía un esquema de finanzas con cobertura en los primeros años de las hipotecas, cambió a un esquema de financiamiento Ponzi debido a que los compromisos de pago podrían ser cumplidos únicamente incrementando la deuda o refinanciándola para cubrir el faltante entre los costos de más altas tasas de interés y el ingreso del deudor.

Las hipotecas subprime pudieron haber tenido inicialmente un valor presente neto positivo (NVP) (bajo expectativas de bajas tasas de interés, crecimiento del ingreso y precios de las casas), pero ahora el NPV está sujeto a la realización del valor de la propiedad subyacente, es decir que solamente podría sostenerse si el alza de los precios de la vivienda continuará su ritmo ascendente y así compensar el aumento de la tasa de interés. Esto también dependía de un proceso Ponzi, en que la demanda de casas tenía que ser financiada por la prestación continua y creciente a prestatarios subprime para aumentar el valor de las casas suficientemente rápido. Así, el valor de los activos provistos como colateral para los títulos basados en hipotecas residenciales RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) que recibieron el grado de inversión y que fueron vendidos por

las SPEs a los inversores finales, dependía directamente de uno o de otro de estos dos procesos Ponzi. (Kregel, 2008:12)

Los pasivos emitidos por las SPEs para fondear la compra de colateral hipotecario subprime desde los bancos originarios tenían que tener grado de inversión para permitir a los inversionistas institucionales su adquisición, este requisito se cumplió gracias a la estructuración de vehículos de titulación usando diferentes clases de riesgo de pasivos. La clase superior (“*super senior*”) ofrecía una garantía de tasa de ganancia y un vencimiento fijo. Para una hipoteca simple, tal garantía es imposible, porque una hipoteca en los Estados Unidos puede ser repagada a la voluntad del deudor de acuerdo a sus intereses. Las hipotecas que cumplen los estándares de Fannie Mae y Freddie Mac no tienen cobros de pre-pago, pero las hipotecas subprime si tienen ese castigo, y en el caso de hipotecas de tasa ajustable, el periodo de castigo siempre se extendía hasta la fecha de ajuste de las tasa de interés, reduciendo las posibilidades de pagar una hipoteca antes del incremento de los tipos de interés.

De esta manera, la titulación inicialmente requería estimaciones estadísticas de las tasas de repago, así fue posible conseguir una combinación de características de deudores para producir títulos con perfiles de riesgo y vencimientos particulares. En el caso de las hipotecas subprime, también estaba la posibilidad de no cobro del crédito, lo que provocaría la declinación de las ganancias de la SPE. Esto fue solucionado por medio de la sobrecolateralización de los títulos de clase superior. Mientras que estos títulos representaban menos del 100% del valor de las hipotecas subyacentes, los tenedores de estos títulos tenían derechos de clase superior sobre los pagos del principal y de los intereses de todas las hipotecas en las obligaciones colateralizadas. En el caso de incumplimiento de algunas de las hipotecas subyacentes, las ganancias garantizadas podrían ser pagadas. (Kregel, 2008:11)

La tasa de sobrecolateralización (determinada por la probabilidad estadística de no pago de las hipotecas subyacentes) representa lo que Minsky llamó el margen de seguridad, en tanto que el ingreso contractual del grupo de hipotecas incluidas en la titulación era un múltiplo de los pagos de interés y principal comprometidos a los compradores de títulos de clase superior. En términos de Minsky, los títulos de clase superior estarían representados por un perfil de cobertura, en los que el ingreso esperado del grupo de hipotecas estaba muy por encima de lo que había sido comprometido a los compradores de títulos de clase superior. Como tales, estos títulos fueron calificados con grado de inversión por la agencias calificadoras, a pesar del hecho de que estaban soportados por hipotecas subprime. Fue el colchón de seguridad lo que hizo esto posible. En términos del flujo de efectivo y los compromisos de pago de las obligaciones colateralizadas con hipotecas, habría un exceso de ingreso en relación a los compromisos durante la vida del vehículo SPE representado por la tasa de sobrecolateralización.

Los fondos remanentes requeridos para comprar las hipotecas subprime subyacentes fueron obtenidos a través de la emisión de títulos residuales e

intermedios. La clase de títulos intermedios recibiría el ingreso remanente después de pagar los compromisos de los títulos de clase superior y así tenían un mucho menor margen de seguridad. Esta clase mostraría un ingreso de efectivo variable que podría ocasionalmente quedar corto en el pago de los compromisos pero tendría, en promedio, un valor presente neto positivo.

Finalmente, un título residual era vendido a los inversionistas quienes recibirían un ingreso solamente si no hubiese refinanciamiento, o prepagos, o falta de pago sobre las hipotecas subyacentes. En términos de pagos a los tenedores de estos títulos, no habría ingreso en efectivo hasta que las dos clases superiores de títulos hayan sido pagadas. Si los impagos y los prepagos estaban dentro de las probabilidades estadísticas estimadas para determinar la sobrecolateralización, esos títulos residuales recibirían una mucho mayor tasa de ganancia que la pagada a los títulos de clase superior, pero tendrían cero margen de seguridad. De hecho, los residuales representaban el margen de seguridad y sus rendimientos podían ser cero. Estos títulos sin grado de inversión fueron vendidos a los fondos de cobertura deseosos de tomar altos riesgos a cambio de jugosas ganancias, o fueron agrupados para usarse como colateral para otra titulación. (Kregel, 2008: 13)

En tanto que el grado de inversión era crucial para el éxito de estos instrumentos, las instituciones financieras consultaban con las agencias calificadoras sobre la apropiada composición del conjunto del colateral del instrumento así como de la estructura de los pasivos. De esta manera las agencias calificadoras fueron las que determinaron el apropiado margen de seguridad basado en la probabilidad estadística de la tasa de prepagos y de la tasa de impago de las hipotecas subprime subyacentes.

Como el crecimiento del precio de las viviendas continuaba después del colapso de la burbuja de las punto com en 2001, y como las tasa hipotecarias continuaban descendiendo a pesar del incremento de la tasa de fondos federales el comportamiento positivo de los préstamos subprime colateralizados condujo a la erosión esperada del colchón de seguridad en la forma de la sobrecolateralización declinante de los títulos de clase superior. Pero ello no tenía nada que ver con un aumento en la evaluación de la credibilidad de los tenedores subyacentes de las hipotecas. Sólo tenía que ver con el hecho que la continuada expansión del mercado de casas superó el incremento de las tasa de impago, mientras que las hipotecas de tasa ajustable no había llegado todavía a sus fechas de cambio. (Kregel, 2008:15)

Los intereses de los bancos en estas estructuras era no solamente la liberación del capital cuando las hipotecas eran transferidas a esa estructuras y sacadas de sus hojas de balance, sino también las atractivas comisiones cobradas por ello, por eso estaban ansiosos de aumentar las tasa de crecimiento del proceso de "originar y distribuir" y, con este fin, fueron también compradores de hipotecas originadas por corredurías hipotecarias independientes y otros intermediarios

financieros no bancarios. Muchos de estos intermediarios también realizaron su propia titulación.

Podemos confirmar que la presente crisis es consecuencia de la erosión de los márgenes de seguridad y del fracaso de los modelos estadísticos que las agencias calificadoras utilizaron para la evaluación del riesgo, situaciones que sólo fueron posibles gracias a la existencia de lagunas en la regulación y supervisión en el actual sistema financiero norteamericano, así como en la habilidad de la Reserva Federal para garantizar estabilidad al mismo, de ahí la urgencia que existe de una reestructuración regulatoria en materia financiera.

## **6. Reforma Financiera en los Estados Unidos:**

La regulación bancaria en los Estados Unidos comienza en 1863 cuando el Congreso establece la Ley Nacional Bancaria. Posteriormente en 1933, a raíz de la Gran Depresión, el Congreso aprueba la Ley de Valores, que exige que los inversionistas reciban información financiera sobre los valores que se ponen en venta y la Ley Glass Steagall, que propone la separación de la banca comercial y la de inversión y requiere el uso de valores del gobierno como aval para las notas de la Reserva Federal. La Ley planteó la creación de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos Bancarios (FDIC), que exige que los bancos sean examinados por la Fed. En 1934 nace la Comisión de Bolsa y Valores.

En respuesta a las limitaciones en política de la Fed durante la Gran Depresión, se emite en 1935 la Ley de Banca que trasladó el poder de dictar política monetaria a Washington, creando el Comité de Mercado Abierto para asumir ese rol y separando a la Fed del gobierno, retirando al secretario del Tesoro de su junta de gobierno.

En 1999 la Ley Gramm-Leach-Bliley anuló la ley Glass-Steagall permitiendo a los bancos ofrecer servicios financieros, como banca de inversión y venta de seguros. En 2002 se aprueba la ley Sarbanes-Oxley que dictó reformas en responsabilidad financiera y una mayor apertura de información financiera.

Las diferentes crisis financieras que ha enfrentado el gobierno norteamericano han provocado respuestas por parte del gobierno, por ejemplo tras el colapso de las bolsas en 1987, el gobierno estableció un equipo de trabajo del presidente para mercados financieros que actuó como coordinador de las agencias en regulación del mercado financiero. Otro caso fue la respuesta a la debacle de las entidades de ahorros y préstamos, el Congreso aprobó la Ley Federal de Mejoramiento de Seguros de Depósito (FIDECIA), que redujo la discreción de los reguladores para mantener a flote a bancos en problemas.

En noviembre de 2007, varias agencias estadounidenses de regulación y supervisión financiera llegaron a un acuerdo de cómo instrumentar el marco de capital basado en riesgo de Basilea II. Bajo este marco, se otorga a las agencias calificadoras un mayor papel en la evaluación del riesgo crediticio de los activos

bancarios. En vez de mejorar la administración de riesgo, la crisis actual sugiere que Basilea II podría llevar un sesgo inherente a favor de la subestimación de riesgo, y por lo tanto una baja capitalización de los bancos, que produce un entorno financiero más frágil. Este aspecto está subrayado por el hecho de que Basilea II no reconoce la diferencia entre instrumentos distintos que llevan calificaciones parecidas, creando la posibilidad que aparezca el mismo tipo de arbitraje que estaba presente bajo el primer acuerdo.

La crisis también subraya cuestiones sobre la estructura regulatoria norteamericana. Mientras la Fed está encargada de regular a los bancos y a las compañías financieras tenedoras, la mayoría de las dificultades han involucrado a las entidades especiales creadas por las compañías financieras que emitían títulos y por lo tanto están sujetas a las regulaciones de los mercados de capital. Estas entidades se asemejan a las filiales bancarias que durante los años 20' del siglo pasado empleaban prácticas fraudulentas y engañosas, que promovieron las regulaciones del New Deal para eliminar el comportamiento ilegal.

La crisis hipotecaria, evidencia su gravedad, al promover una respuesta por parte del gobierno a través de una reforma al sistema financiero norteamericano propuesta por Henry Paulson, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, que evite las lagunas en el actual sistema de regulación y supervisión.

Dicha reforma provocaría una profunda reestructuración del sistema financiero norteamericano y la forma en que el gobierno supervisa a éste, que de contar con el apoyo del Congreso para su aprobación significaría una de las mayores reingenierías del sistema de regulación construido por partes desde la Guerra Civil estadounidense (1861-1865).

El plan propuesto por el Departamento del Tesoro promueve dos grandes cambios: el primero involucra a la Reserva Federal que vería un aumento significativo en sus facultades para supervisar los mercados financieros, convirtiéndose en el encargado de velar por la estabilidad de todo el sistema financiero. Esto significaría supervisar los complicados productos de derivados de los bancos y del resto del sistema financiero lo cual representa un gigantesco desafío técnico.

Sin embargo la propuesta de Paulson concede a la Fed más responsabilidad a la vez que le resta autoridad, pues le quita a la Fed herramientas que para la entidad resultan esenciales para responder a una crisis, como la supervisión directa de los bancos y conglomerados financieros, como Citigroup Inc. Además le da a la Fed herramientas inadecuadas para regular a los bancos de inversión como Merrill Lynch.

La segunda es la fusión de algunas agencias de supervisión financiera, como la de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) con la Comisión de Transacciones de Futuros de Commodities (CFTC). Incluye, también la desaparición de la Oficina de Supervisión de Ahorros (OTS), que regula las entidades federales de ahorro, en

un plazo de dos años y su integración a la Oficina del Contralor de la moneda, que regula a los bancos nacionales. La lógica de esta fusión es que hoy en día hay muy poca diferencia entre las entidades de ahorro y préstamo y los bancos.

Más allá de los cambios a corto y mediano plazo, el plan ha sido diseñado para alcanzar una estructura óptima de supervisión financiera. Paulson manifestó que este “modelo aspiracional” sólo se alcanza “al cabo de muchos años”.<sup>13</sup>

La necesidad de una reforma del sistema financiero no es idea original de Paulson. El Banco Internacional de Pagos<sup>14</sup> en 2005 propuso un nuevo marco para la estabilidad macrofinanciera que apoya la implementación de medidas como los requerimientos de liquidez, razones préstamo-valor, requerimientos de colaterales y normas más prudenciales para el crecimiento del crédito.

Algunos especialistas han propuesto extender la influencia y supervisión de todo el sistema financiero por parte del banco central, a través de requerimientos de reserva para todas las instituciones, no solamente para los bancos (D’Arista, 2008:13).

En este sentido, las visiones postkeynesianas y monetaristas se vuelven a confrontar pues en la búsqueda por eliminar la fragilidad financiera los monetaristas argumentan que habría que eliminar la aceleración y desaceleración de las reservas bancarias y la creación de liquidez, lo que quiere decir poner en práctica un mecanismo de estabilización de la expansión de las reservas bancarias, por ello intentaron someter a la Reserva Federal a normas encaminadas a limitar la expansión monetaria (Kregel, 2004: 33).

Para los postkeynesianos, como Jan Kregel, la liquidez no puede ser controlada, debido a la naturaleza endógena de la oferta monetaria así como la importancia de las innovaciones financieras. Esto es compatible con la hipótesis de Minsky según la cual la fragilidad es inherente al sistema, producida endógenamente aun dentro de un funcionamiento exitoso del sistema.

Bajo estas condiciones, una reforma exitosa que permita reducir la fragilidad financiera debe estar basada en la cancelación de los mecanismos de transmisión que permiten el excesivo crecimiento de recursos líquidos que a su vez se traducen en un deterioro de la calidad de los activos que sirven como garantías, es decir conminar a los bancos que se abstengan de prestar a cambio de garantías sustentadas en bienes raíces, títulos financieros y otros activos no comerciales, además de prevenirlos del fraude en la emisión y comercialización de activos de inversión. (Kregel, 2004: 33)

## **7. CONCLUSIONES.**

---

<sup>13</sup> *The Wall Street Journal*. EE.UU. busca una amplia reforma financiera. Por Damián Paletta y Kara Scannell. 31 de Marzo de 2008.

<sup>14</sup> BIS Bank of International Settlements

El nuevo sistema bancario mundial es resultado de la vertiginosa innovación financiera, promovida en la década de los ochenta apoyada en los avances tecnológicos en materia de comunicaciones y sistemas computacionales. Este nuevo esquema bancario transformo el papel de los bancos comerciales de simples otorgadores de créditos a emisores de títulos respaldados en deudas. La crisis ha revelado la inadecuada evaluación de crédito y la mala asignación de precios de riesgo, debido a que los que asumen el riesgo ya o son responsables de la evaluación de la confianza crediticia de los prestatarios.

El nuevo esquema bancario, a su vez promovió un cambio en la estructura de deudas en la economía norteamericana, estimulando la compra de vivienda con un alto grado de apalancamiento por las facilidades otorgadas por los nuevos productos hipotecarios, los cuales permitían el acceso a créditos por encima de las posibilidades de pago de los prestatarios, quienes esperanzados en la revaloración del activo subyacente, en este caso la vivienda adquirida, calcularon que de presentarse una eventualidad podían acceder a un préstamo mayor debido a que su vivienda ya costaba más.

Los bancos compartieron la misma expectativa, relajando los márgenes de seguridad necesarios en cualquier operación financiera. La erosión de estos márgenes de seguridad se acentuó por el hecho de que en el nuevo sistema bancario la valoración del riesgo paso a ser un proceso impersonal, transferido por parte de los bancos a agencias calificadoras, las cuales basaron la calificación del riesgo en estadísticas y en la fabricación de modelos que buscaban homologar el riesgo de un grupo de deudores que compartieran ciertas características, como nivel de ingreso, dependientes económicos, edad, etc. Estos modelos que intentaban calcular la probabilidad de impago de los prestatarios, ignoraban el historial individual de cada prestatario, información que en el antiguo modelo bancario era elemental al momento de otorgar un crédito.

Los derivados crediticios han creado la falsa impresión acerca de la dispersión del riesgo, haciendo creer que el riesgo finalmente se puede diluir y aminorar a través de la transformación y repartición del préstamo en distintos instrumentos financieros, sin embargo es una falacia pues el riesgo persiste, no importando la cantidad de maquillaje con el que se intente disfrazar. Por otro lado, confirmamos que el modelo de banca de inversión independiente tienen fallas fundamentales por lo que será necesario que estos se fusionen con un banco comercial para conseguir una base de depósitos y un mayor acceso a los préstamos de la Reserva Federal.

La crisis hipotecaria norteamericana nos invita a reflexionar acerca de la posibilidad de que un sector pequeño del sistema financiero puede provocar alteraciones tan graves en los mercados financieros internacionales, lamentablemente al momento de escribir el presente trabajo aún no es posible conocer la severidad de las consecuencias económicas, sin embargo ha quedado claro la necesidad de implementar esquemas con políticas y legislaciones más estrictas que promuevan un cambio financiero institucional.

Podemos afirmar, que es urgente una reforma financiera a niveles globales, que supervise y regule el complejo mercado de derivados crediticios, así como las agencias encargadas de calificar y cotizar este tipo de productos, pues la posibilidad de comercializar los préstamos ha fomentado comportamientos perversos, que sólo buscan ganancias rápidas. Esto con la finalidad de construir una estructura financiera que si bien no prevendría la fragilidad, al menos sea capaz de controlar los mecanismos mediante los cuales la fragilidad se transforma en inestabilidad, y esta a su vez en crisis.

La propuesta de reforma financiera presentada por Paulson es una buena iniciativa, sin embargo aún no contiene acciones específicas a realizarse en el corto plazo, era de esperarse sobretodo por el momento político en el que se encuentra el país. Habrá que esperar que bajo la nueva administración una nueva propuesta más precisa y razonable para mejorar la arquitectura defectuosa del sistema financiero norteamericano que evite comportamientos especulativos y fraudulentos y asegure un funcionamiento más armonioso de la economía en general. Por otro lado, sería bienvenida la transparencia de los bancos centrales sobre sus objetivos y principios a la hora de enfrentar crisis financieras pues evitaría cualquier aumento de sus atribuciones, y podría ser útil planificar con antelación las estrategias para poner fin a las operaciones extraordinarias.

Es lógico pensar que las próximas crisis financieras se presentarán con características inesperadas y exigirán a los bancos centrales respuestas que no pueden prepararse de antemano, sin embargo es posible diseñar marcos operativos que incluyan un conjunto completo de procedimiento de contingencia, que permita una eficiente gestión de las crisis financieras.

## CONCLUSIONES FINALES

El análisis realizado a la crisis hipotecaria norteamericana, nos demuestra la naturaleza inestable del proceso económico. De ahí la necesidad de la creación de una teoría que aporte los elementos necesarios para su comprensión y posibles soluciones. De esta manera, tenemos por un lado la teoría económica dominante que se caracteriza por su compromiso con el equilibrio económico y por otro lado la teoría post-keynesiana que se ocupa de destacar justamente lo contrario.

Los autores y exponente de la corriente postkeynesiana, han puesto especial énfasis en el estudio y explicación de las crisis financieras, con la intención de construir una teoría que complemente la revolución keynesiana. Como sabemos la principal característica de la teoría keynesiana es el protagonismo que se le concede a la demanda agregada, por ello para los postkeynesianos el origen de los problemas económicos en el corto plazo se debe a la insuficiencia de la demanda inducida por las expectativas de los agentes, estas expectativas son influenciadas por la existencia de incertidumbre.

Otro rasgo característico de la visión postkeynesiana es la reflexión para comprender la importancia que tienen las instituciones en las economías de mercado y como contribuyen a estabilizar en el corto plazo las expectativas, a través del suministro de información a los agentes actuantes.

La Reserva Federal, es la institución económica más importante de los Estados Unidos y la responsable de la transmisión de información en función de la cual, los agentes forman sus expectativas. Alan Greenspan es culpado por haber provocado durante su gestión (1987-2006) la burbuja especulativa más grande de la historia norteamericana. Analistas como Fleckenstein y Sheehan (2008) argumentan que el incremento de la provisión de crédito alimentó el acervo monetario de los agentes quienes destinaron parte del mismo a operaciones especulativas, en sectores que aparentemente ofrecían altas tasas de rentabilidad como lo fue el sector tecnológico. La política de dinero fácil de Greenspan provocó un incremento de 86% en el índice Nasdaq en 1999, con las sabidas pérdidas en marzo de 2000.

La explosión de la burbuja tecnológica vino a desacreditar a la Nueva Economía, y otro sector fue visto como el posible conductor a la recuperación económica: la vivienda. Factores como los tipos de interés excesivamente bajos, instrumentos financieros como las hipotecas de interés ajustable (ARM's) y la mentalidad de utilizar los bienes inmuebles como cajeros automáticos, provocaron una manía de inversión especulativa más peligrosa aún.

Considero que el temor de Greenspan a las crisis financieras lo llevo a realizar acciones tendientes a evitar las mismas, sin embargo estas fueron contraproducentes porque como ya vimos sólo detonaron la formación de una burbuja inmobiliaria cuyas repercusiones han sido desastrosas para la economía norteamericana. Si Greenspan hubiera permitido la caída de los mercados bursátiles, hubiera obtenido dos resultados benéficos para la economía, por un lado hubiera sido un buen escarmiento para quienes de manera irracional buscaron ganancias especulativas y por otro lado hubiera sido una buena lección creando un precedente sobre el cual los agentes valorarían el riesgo de la especulación.

Los colapsos financieros ocurren casi inevitablemente después de que los mercados son liberalizados o cuando se presenta una nueva innovación que permite que al capital moverse con mayor libertad. Durante las épocas de poca regulación, en las décadas de los 80' y 90', hubo 137 crisis bancarias en el mundo, frente a sólo 9 en los años de mayor regulación que fueron las décadas de los 50', 60' y 70', un ejemplo de esto es la desregulación de las tasas de interés en los depósitos de ahorro a principios de los 90' que llevó a una ola de toma de riesgos por parte de los inversionistas que culminó en la crisis de ahorros y préstamos.

Se piensa que la innovación financiera contribuye al desarrollo de un sistema financiero mas flexible y eficiente, sin embargo el poder que posee en la actualidad el capital financiero no es resultado del libre juego de la fuerzas que operan en los mercados financieros, si no se debe a las políticas gubernamentales orientadas a la satisfacción de las exigencias de esos mercados.

Los gobiernos, en este caso la Reserva Federal, han garantizado la supervivencia de los mercados financieros, ya que en las ocasiones en las que éstos se han visto amenazados por factores como el hundimiento del valor de los activos financieros, la Fed ha reaccionado para corregir estas externalidades negativas. Todo esto ha provocado un aumento en la posibilidad de caer en patrones recurrentes pero impredecibles de exceso de confianza seguidos por un pánico de los inversionistas

Esta tesis plantea la interrogante de la conveniencia de la globalización financiera que supuestamente puso al sistema financiero al servicio de la producción y al servicio de la economía real, sin embargo lo que estamos observando es un fenómeno contrario desde que comenzó ese proceso en los Estados Unidos en la década de los ochenta, pues la economía real es la que se ha puesto al servicios de la economía financiera.

Los nuevos instrumentos financieros estructurados se consideraron en un principio una buena manera de repartir los riesgos asumidos, permitiendo la propagación del modelo financiero basado en originar y distribuir riesgos, sin embargo la forma en la que se introdujeron empeoró significativamente la calidad de la calificación del crédito en muchos mercados y produjo una total falta de transparencia,

generando una enorme incertidumbre sobre el volumen real de las pérdidas y su distribución.

Esta afirmación nos lleva a concluir que fueron tres elementos interconectados los que provocaron la crisis hipotecaria. El primero fue las altas tasas de morosidad de los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda, muy superiores a las expectativas incorporadas en los precios de esos préstamos. El segundo fue la errónea apreciación de numerosos agentes del mercado sobre la complejidad y opacidad inherentes a los instrumentos complejos de financiación estructurada, lo que hizo difícil valorar su exposición al riesgo. Por último, la incertidumbre de los agentes del mercado sobre la magnitud de las pérdidas subyacentes y su distribución a lo largo y ancho del sistema contribuyó a un drenaje generalizado de liquidez en el mercado, lo que a su vez exacerbó las incertidumbres sobre los precios y complicó cada vez más las condiciones de financiación.

Las continuas inyecciones de recursos por parte de los bancos centrales han provisto de liquidez al sistema financiero, sin embargo no han podido detener esta crisis, esto se debe al incremento generalizado de las primas de riesgo sobre activos que no sean del Tesoro: la prima de tasas de interés anual por tener un CD emitido por un banco privado está en niveles del 5%. Es este aumento en las primas de riesgo lo que amenaza con hundir a la economía global en una recesión profunda.

La Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y otras entidades públicas de regulación financiera se están viendo forzadas a expandir aún más sus roles. El Tesoro y la Reserva Federal agregaron acciones preferenciales a los balances de los gigantes hipotecarios norteamericanos Fannie Mae y Freddie Mac y la gigantesca aseguradora AIG con la esperanza de apuntalar sus colchones de capital y reducir los costos de la toma de créditos para que puedan comprar más hipotecas. Además, el Tesoro de los Estados Unidos pidió permiso para comprar US\$700,000 millones en hipotecas para sacarlas de los libros del sector privado. Expandir la demanda y reducir la oferta de estos activos riesgosos es una manera de manipular su precio, lo que finalmente están buscando tanto la Fed como el Tesoro es hacer que el precio del riesgo en los mercados financieros, junto con el precio de la liquidez, sean administrados.

La crisis actual es consecuencia de un sistema financiero que sobrestimó la confianza crediticia y subvaloró el riesgo, fue un sistema estructurado para hacer demasiado barato el crédito, llevando a la toma de riesgos excesivos para proveer ganancias más altas. Es un hecho que no se puede hacer nada para evitar la fragilidad financiera, lo que si es posible es minimizar sus efectos a través de políticas sistémicas propuestas por Minsky como el mandato del Gran Gobierno (por ejemplo, los gastos públicos o planes de empleo para dar soporte a ingresos y empleo) y un Banco Grande dispuesto a asumir el papel de prestamista de última instancia, el cual actúe en el momento en que los precios de los activos, incluso los que son seguros, caen y los niveles de las tasas de interés suben, para

fijar el precio de la liquidez a un nivel razonable, en lugar de dejarlo oscilar libremente en respuesta a la oferta y la demanda del sector privado.

El fundamento teórico liberal que afirma que sólo un mercado financiero liberalizado y desarrollado puede conducir a la reactivación de la inversión y el crecimiento, pues la desregulación de los mercados de capital estimula el ahorro y multiplica las oportunidades de inversión es equivocado, como hemos comprobado con este trabajo es falso que las innovaciones financieras ofrezcan a los ahorradores una gama más amplia de activos y al mismo tiempo mejores mecanismos de protección contra el riesgo

Lo único que hay son fondos dispuestos a asumir riesgos mas elevado que otros en el marco de un sistema extraordinariamente opaco, desprovisto de cualquier mecanismo de regulación y alimentado por la sobre liquidez del capital ficticio y que, en determinado momento, ya no encuentran a nadie sobre quien recargarse.

Los partidarios de la liberalización consideran que los mercados financieros someten a una competencia muy intensa a los proyectos de inversión de las empresas, lo que permite seleccionar las inversiones más productivas, es decir aquéllas que dan lugar a las tasas de rendimiento más elevadas, sin embargo una visión más heterodoxa de los mercados financieros pone en duda ese planteamiento teórico, pues las valoraciones de los agentes económicos responden en mayor medida a la especulación que a la lógica empresarial (Keynes, 1936: 78)

La evolución desordenada de la actividad financiera en los Estados Unidos constituye una prueba de que los mercados no son capaces de autorregularse, como lo afirma la doctrina liberal. Pues aunque los mecanismos de mercado juegan un papel importante en el funcionamiento de cualquier economía, no es conveniente dejarlos funcionar por sí solos, sino que deben ajustarse a la regulación de la autoridad pública.

Es necesario que las políticas aplicadas por los gobiernos y los bancos centrales ya no dependan esencialmente de las condiciones de rentabilidad y de ortodoxia financiera que impone la lógica del mercado a través de los actores que dominan la escena financiera internacional: empresas y bancos multinacionales e inversores internacionales. Por ello es urgente una reforma del sistema financiero, no solamente en los Estados Unidos, si no en el resto del mundo que devuelva a los gobiernos y a los bancos centrales el margen de maniobra que han perdido a través de un mayor control sobre los agentes económicos privados y los movimientos de capital, exigiendo a las instituciones financieras mayor transparencia con la intención de mejorar la calidad de la información, que permita a los agentes prever la vulnerabilidad de los activos y títulos que están adquiriendo.

Estoy convencido que una mayor y mejor regulación del sistema financiero permitirá una disminución en la probabilidad de formación de nuevas crisis

financieras y en el peor de los casos una mejor gestión de esas crisis, una vez que estallen, minimizando sus efectos y evitando que generen inestabilidad en el conjunto del sistema económico; buscando principalmente la reducción del riesgo sistémico.

Como hemos visto uno de los medios que puede utilizarse para contener ese riesgo sistémico es el suministro urgente de liquidez a las instituciones bancarias y financieras que atraviesan por dificultades. Esa inyección de liquidez la puede hacer el banco central cumpliendo su función de prestamista de última instancia, tal como lo ha hecho en la presente crisis. Otra posibilidad es recapitalizar los bancos a través de la financiación del Estado, utilizando el dinero de los contribuyentes, como ocurrió en México con el rescate bancario. Y por último tenemos la inyección de recursos líquidos privados, como ocurrió con la operación destinada al reflotamiento del fondo de cobertura (*hedge fund*) Long-Term Capital Term.

La opción de dejar que el mercado encuentre su propio equilibrio para poder funcionar de nuevo con normalidad, no es válida por lo que en mi opinión el método que debe prevalecer es que las pérdidas recaigan en quienes incurrieron en ellas: primero, los prestatarios, y después, los imprudentes prestamistas; pues esto provocará que los agentes financieros responsables de las crisis por sus comportamientos especulativos asuman los costos directamente, de esta manera se reduciría considerablemente el riesgo moral dentro del sistema financiero.

Es evidente la necesidad de una reforma del sistema financiero norteamericano, que prevenga los excesos de la fase expansiva del ciclo crediticio y posteriormente reduzca los costos de la fase contractiva de las crisis. Dicha reforma, considero debe estar encaminada a reducir la incertidumbre que provoca la insolvencia de las instituciones de crédito, a través del fomento a la autosuficiencia de los bancos comerciales. Dicha autosuficiencia les permitiría buscar nuevas fuentes de inyección de capital privado, ya sea mediante la emisión de derechos de suscripción, recursos de inversionistas externos o incluso a través del recorte de dividendos y bonificaciones a fin de aumentar y aumentar sus colchones de capital.

Asimismo, convendría que los bancos adoptaran reglas comunes para las valoraciones de los productos estructurados a fin de transparentar el riesgo financiero de cada uno de ellos. Porque a pesar de la autoridad de la banca central administra el precio de la liquidez, el precio del riesgo queda a merced del mercado, y es justamente el precio del riesgo lo que originó la zozobra actual.

Solo resta agregar que un análisis de los efectos depresivos de esta crisis sobre la demanda y el empleo, su repercusión en la caída de la producción y el comportamiento de los precios sólo podrán ser vistos y medidos en el futuro, lo cual nos ofrece un interesante objeto de estudio para trabajo venidero.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA M., ORLEAN A. [1998]. "*La monnaie souveraine*". Editions Odile Jacob. Paris, Francia.
- AGLIETTA M. y REBERIOUX A. [2004]. "*Dérives du capitalisme financier*." Collection présentée par Robert M. Solow. Bibliothèque Albin Michel Economie. France.
- CHAPOY. A [2001]. "*El sistema monetario internacional*". Miguel Ángel Porrúa. México.
- CHESNAIS, F [1996 a], "La mundialización Financiera, Ed. Syros, Paris
- CHESNAIS F. y PLIHON D. [2000]. "*Las Trampas de las Finanzas Mundiales*". Ediciones Akal. Serie economía actual núm. 6. Madrid, España.
- CORREA, E. [2000]. "El ciclo de auge y crisis financieras: hacia una nueva regulación monetaria y financiera" en Marcos Kaplan e Irma Manrique (coords.), *Regulación de Flujos Financieros internacionales*, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, 1ª. Ed., pp.257-295.
- CHAPOY, Alma [2004]. El sistema financiero Internacional. En Eugenia Correa y Alicia Girón (coords). *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo III. 1ª Edición. Pág. 49-109
- DOBB, Maurice [1938]. "*Introducción a la Economía*". Fondo de Cultura Económica. Colombia.
- FISHER, Irving [1930]. "*The Theory of Interest Rates*", Nueva York, Mc Millan.
- FABOZZI F.J. y MODIGLIANI F. [1996] "*Capital Markets. Institutions and Instruments*". Prentice Hall. EU.
- \_\_\_\_\_ [1998]. "*Foundations of Financial Markets and Institutions*". Prentice Hall. E.U.
- FABOZZI F.J. y RAMSEY Chuck. [1999]. "*Collateralized Mortgage Obligations: Structures and Analysis*". John Wiley and Sons. EU.
- FORSTATER, M. [2007]. "*Little Book of Big Ideas: Economics*." Chicago Review Press, United States.
- FRIEDMAN, M. [1991]. "*La economía monetarista*". Editorial Gedisa. Barcelona, España.
- FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ A. J. [1963]. "*A Monetary History of the United States, 1867-1960*". Princeton University Press.
- FLECKENSTEIN, W. [2008]. *Greenpan's Bubbles, The Age of Ignorance at the Federal Reserve*. Mc Graw Hill, New York.

- GALBRAITH, J. K. [1976]. *“El crac del 29.”* Editorial Ariel. Barcelona.
- \_\_\_\_\_. [1990]. *“Introducción a la Economía: Una Guía para Todos”*. Editorial Grijalbo. México.
- \_\_\_\_\_. [2004]. *“Historia de la economía”*. Editorial Ariel. Barcelona, España.
- \_\_\_\_\_. [2004]. *“La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo”*. Editorial Crítica. Barcelona, España.
- GUILLEN, R. A. [2007] *“Mito y realidad de la globalización neoliberal”*. Editorial Miguel Ángel Porrúa. México.
- GIRÓN, Alicia [2006]. *“Japón: Asimetrías y regulación del sistema financiero”*. Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM. Ed. Miguel Ángel Porrúa, 1ª. Edición. México.
- \_\_\_\_\_ [2006]. *“Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina”*. CLACSO. Buenos Aires, Argentina.
- GIRON A. y CORREA E. [2004]. *“Economía Financiera Contemporánea”*. Editorial Miguel Ángel Porrúa. Tomo I, II y III. México.
- GREENSPAN, A. [2007]. *“The Age of Turbulence. Adventures in a new world”*. The Penguin Press. New York.
- HARVEY D. [1977]. *“Urbanismo y Desigualdad Social”*. Editorial Siglo XXI. España.
- HULL, John C. [2002] *“Fundamentals of Futures and Options Markets”*, Cuarta Edición. Prentice Hall. New Jersey, EU. 2002.
- KALECKI, M. [1954]. *“Teoría de la dinámica económica. Ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista”*. Fondo de Cultura Económica. México.
- KEYNES J. M. (1936). *“Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero”*. Fondo de Cultura Económica. México
- KEYNES (1939). *“Tratado del Dinero”*. Biblioteca de los Grandes economistas del siglo XX. Ediciones Aosta Madrid, España (1996).
- KINDLEBERGER, C.P. [1978]. *“Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises”*. Basic Books. New York.
- \_\_\_\_\_. [1985]. *“La Crisis Económica 1929-1939”* Editorial Crítica. Barcelona.
- \_\_\_\_\_. [1985]. *“Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History”*. George Allen & Unwin. Reino Unido.
- KREGEL, Jan [2004]. Fragilidad Financiera e Inestabilidad económica. En Eugenia Correa y Alicia Girón (coords). *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo III. 1ª Edición. Pág. 17-39.
- KRUGMAN P. R. y OBSTFELD, M. [1995] *“Economía Internacional. Teoría y Política”*, Mcgraw Hill. New York.
- MANRIQUE CAMPOS, Irma [2004]. Política monetaria en la liberalización financiera. Estados Unidos, Alemania y Japón. En Eugenia Correa y Alicia

Girón (coords). *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo III. 1ª Edición. Pág. 71-110

- MANTEY, Guadalupe [1997]. "Lecciones de Economía Financiera". UNAM. México.
- MARX, Karl [1980]. *El capital*, tomos I y III, Siglo XXI Editores.
- McKINNON R. I. [1974] "*Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*". CEMLA. México.
- MINSKY, HYMAN P. [1982] "*Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance*". Editado por M. E. Sharpe. New York.
- \_\_\_\_\_. [1975]. "*John Maynard Keynes*". Columbia University Press. New York.
- \_\_\_\_\_. [1987]. "*Las razones de Keynes*". Fondo de Cultura Económica. México:
- \_\_\_\_\_. [1986]. "*Stabilizing an Unstable Economy*". Yale University Press. New Haven, Connecticut.
- \_\_\_\_\_. [1992] The Financial Instability Hypothesis. Working Paper No. 74. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- \_\_\_\_\_. [1995] "Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas II", *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, vol. 30, núm 119, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, Octubre-diciembre de 1999, pp. (175-210).
- PURECO, Alfredo [2004]. Crisis en el sistema financiero japonés. En Eugenia Correa y Alicia Girón (coords). *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo III. 1ª Edición. Pág. 41-70
- SCHWARTZ Anna J. [1996]. "*Money in Historical perspective*". The University of Chicago Press.
- SCHUMPETER, Joseph A. [1911], *Teoría del desenvolvimiento económico*, Fondo de Cultura Económica, México 1944.
- \_\_\_\_\_. [1939]. "*Business cycles*", New York, McGrawHill.
- TOPOROWSKI, Jan [2000]. "The End of Finance. The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivates and pension Fund Capitalism, Londres y Nueva York, ed. Routledge, 1a. Edición.
- \_\_\_\_\_ [2004]. "Inflación en los mercados financieros", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.) *Economía Financiera contemporánea*, tomo II, México, Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa. Pág. 141-170
- \_\_\_\_\_ [2005]. "*Theories of Financial Disturbance*" Edward Edgar. EU.

## Informes y papers:

- 78º Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales. Basilea, 30 de Junio de 2008
- BOONE L. and GIROUARD N. (2002) "The Stock Market, The Housing Market and Consumer Behavior". OECD *Economic Studies* No. 35, 2002/2.
- CHESNAIS, F. (2008). Alcance y Rumbo de la Crisis Financiera. <http://www.vientosur.info/documentos/Chesnais.pdf>
- CROTTY, James. "Contradicciones estructurales del régimen neoliberal global".
- CROTTY, James. (2002). "The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era". University of Massachusetts, Amherst.
- D'ARISTA, Jane (2007). "Broken Systems: Agendas for Financial and Monetary Reform. Levy Economics Institute, Bard College, New York, USA.
- DIAZ-ALEJANDRO, Carlos. (1985). "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial crash" *Journal of Development Economics* Núm 195, Columbia University, New York. USA.
- ESTRADA, Ángel, HERNANDEZ DE COS, Pablo y JAREÑO, Javier (2004). "Una estimación del crecimiento potencial de la economía española". Banco de España, Madrid.
- GALBRAITH, James K. (2008). "The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus". Policy Note 2008/1. The Levy Economics Institute of Bard College.
- GREENSPAN, Alan (2000). "Technology and the Economy", Washington, D.C., The Federal Reserva Board, 13 de enero de 2000.
- GUTTMANN, R. (2007). The Collapse of securitization: from subprimes to global credit crunch. [http://www.univ-paris13.fr/CEPN/lettre\\_cepn\\_02.pdf](http://www.univ-paris13.fr/CEPN/lettre_cepn_02.pdf)
- GUTTMANN, R. (2007). The Global Credit Crunch. Paper presented at Dijon Conference. <http://www.u-bourgogne.fr/CEMF/doccollo/Robert20GUTTMANN.rtf>
- KREGEL, Jan (2007). The Natural Instability of Financial Markets. Working Paper No. 523, December, 2007. The Levy Economics Institute of Bard College.
- KREGEL, Jan (2008). Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage market. Public Policy Brief No. 93. The Levy Economics Institute of Bard College.
- MAH-HUI LIM, Michael. (2008). "Old wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis. Causes and Consequences". Working Paper No. 532. April, 2008. The Levy Economics Institute of Bard College.
- McCARTHY, J. AND R.W. PEACH (2002), "Monetary Policy Transmission to Residential Investment" Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review*, Vol. 8 No. 1. Mayo 2002. New York.

- PAPANIMITRIU, D., and WRAY R. (2007). "The April AMT Shock: Tax Reform Advice for the new majority." Policy Note, 2007/1. The Levy Economics Institute of Bard College.
- PAPANIMITRIU, D., HANNSEN G. y ZEZZA G. (2007) "Cracks in the Foundations of Growth. What will the housing debacle mean for the U.S. Economy". Public Policy Brief No. 90, 2007. The Levy Economics Institute of Bard College.
- PAPANIMITRIU, D., HANNSEN G. y ZEZZA G. (2008). "Fiscal Stimulus: Is More Needed?". Strategic Analysis. April, 2008. The Levy Economics Institute of Bard College.
- SUTTON, G.D (2002), "Explaining Changes in House prices", *BIS Quarterly Review*, September.
- TSATSARONIS, K, and H. ZHU (2004), "What Drives House Price Dynamics: Cross-country Evidence" *BIS Quarterly Review*. March.
- WHALEN, Charles. (2007). "THE U.S. CREDIT CRUNCH OF 2007. A Minsky Moment". Public Policy Brief No. 92, 2007. The Levy Economics Institute of Bard College.
- WHITE J. Lawrence, (2004). "Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance: Why true privatizations is good public policy". Policy Analysis No. 528, October 7, 2004.
- WRAY L. Randall. (2008). "Financial Markets Meltdown. What Can We Learn from Minsky?". Public Policy Brief No. 94, 2008. The Levy Economics Institute of Board College. April del 2008.
- WYNNE G., PAPANIMITRIU, D., y ZEZZA G. (2007). "THE U.S.: ECONOMY: What's next?." Strategic Analysis. April, 2007. The Levy Economics Institute of Bard College.

## Artículos:

- Economist (The)*. *Don't say "new economy"*. 6 de enero de 2001. Vol. 358, núm. 8203. pág. 72.
- \_\_\_\_\_ . "Beyond the Bubble. *Is energy Technology the next big thing?*" 21 de Abril de 2001. Vol 359, núm 8218, pág. 34.
- \_\_\_\_\_ . "That falling feeling". 17 de Marzo de 2001. Vol 358, núm. 8212, pag. 11.
- \_\_\_\_\_ . "After the flood". 17 de Marzo de 2001. Vol 358, núm. 8212. pág. 76
- \_\_\_\_\_ . "The Houses that saved the world". 30 de Marzo 2002. Vol. 362, núm 8266, pág. 11.
- \_\_\_\_\_ . "Going through the roof. special report house prices". 30 de Marzo 2002. Vol. 362, núm 8266. pág. 65.
- \_\_\_\_\_ . "Beyond the Bubble. A survey of telecoms". 11 de Octubre de 2003. Vol 369, núm.8345, pág. 1
- \_\_\_\_\_ . "The end of Cheap Money". 24 de abril de 2004. Vol. 371, núm. 8372. pág. 11.
- \_\_\_\_\_ . "When rates rise". 24 de abril de 2004. Vol 371, núm. 8372, pág.79.
- \_\_\_\_\_ . "After the fall. The Ascent of E-Man." 14 de Junio 2005. Vol. 375, núm 8428, pág. 87.
- \_\_\_\_\_ . "In Come the waves. Special report the global housing boom. 14 de Junio 2005. Vol. 375, núm 8428, pág. 87.
- \_\_\_\_\_ . "The weakest link. House prices and spending." 7 de Julio 2005. Vol. 376. núm. 8434. pág. 67.
- \_\_\_\_\_ . "Going Flat; Property prices. 23 de Mayo 2006. Vol. 379. núm. 8479, pág. 71.
- \_\_\_\_\_ . "Checking the thermostat. The Global Housing Market". 10 de Septiembre 2006. Vol. 380, núm 8494, pág. 82.
- \_\_\_\_\_ . "Subprime subsidence; Mortgage lending." 15 de Diciembre 2006. Vol. 381, núm 8508, pág. 63.
- \_\_\_\_\_ . "Bubble and squeak; House prices". 15 de Diciembre 2006. Vol. 381. núm 8507, pág. 73.
- \_\_\_\_\_ . "Difference of opinion; The Federal Reserve". 15 de Diciembre 2006. Vol. 381, núm 8508, pág. 72.
- \_\_\_\_\_ . "Home result; House prices." 7 de Marzo 2007, Vol. 382, núm 8519, pág. 67.
- \_\_\_\_\_ . "Stag or ´flation?; America´s Economy." 15 de Mayo 2007, Vol. 383, núm 8527, pág. 56.
- \_\_\_\_\_ . "Briefing The credit squeeze". 4 de Agosto de 2007. Vol. 384, núm 8540. pág. 58.

\_\_\_\_\_. “CSI: Credit Crunch: Central Banks have played a starring role”. 20 de Octubre de 2007. Vol. 385, número. 8551, pág. 4.

Fox Justin. “*Net stock rules*”, en *Fortune* del 7 de Junio de 1999, vol. 139, núm 11, pág. 26.

Nocera Joseph. “*Do you believe? How Yahoo became a blue chip*”, en *Fortune* del 7 de Junio de 1999, vol. 139, núm 11, pág. 34.

*Finance and Development Magazine*. “The Slowdown in Global Housing Markets”. Diciembre 2003, vol. 43, núm 4. pág 28.

\_\_\_\_\_. “Are U.S. Households Living beyond their means? Consumer spending, household wealth, and real estate prices in the United States. Marzo 2004. vol. 51, núm 9. pág. 56.

\_\_\_\_\_. “Financial Crises of the future. Diciembre 2007, vol. 74, núm 12, pág. 29.

Elizondo Everardo. “*La política monetaria, según el Fed*” en Periódico *Reforma* del 31 de Marzo de 2008, pág. 8.

Heath, Jonathan. “*El objetivo del Banco de México*” en Periódico *Reforma* del 15 de Marzo de 2006. pág. 6.

Roubini Nouriel. “*La recesión en EU*” en Periódico *Reforma* del 5 de Mayo de 2006. pág. 7.