



---

---

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**ESPECULACIÓN Y SOBRE-APALANCAMIENTO;  
DETONANTES DE LA CRISIS FINANCIERA  
ESTADOUNIDENSE**

**TESIS**

**PARA OBTENER EL GRADO DE:**

**LICENCIADO EN ECONOMÍA**

**PRESENTA:**

**ENRIQUE SÁNCHEZ SALVADOR**

**ASESORA: DRA. MARCIA LUZ SOLORZA LUNA**



**CIUDAD UNIVERSITARIA**

**FEBRERO 2012**



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.

**TESIS**

**ESPECULACIÓN Y SOBRE-APALANCAMIENTO; DETONANTES DE LA  
CRISIS FINANCIERA ESTADOUNIDENSE**

## **AGRADECIMIENTOS**

La presente Tesis representa el esfuerzo en el cual, directa o indirectamente, participaron varias personas leyendo, opinando, corrigiendo y haciendo propuestas para el mejoramiento de la investigación.

.

Quiero agradecer a la Dra. Marcia Luz Solorza Luna por haber confiado en mi persona, por todo el apoyo y la paciencia en la dirección de este trabajo, al Lic. José Isaías Morales Najjar, a la Lic. Beatriz Angélica Fujigaki Cruz, al Mtro. Aderak Quintana Estrada, Mtro. Juan José García Hernández por haber aceptado ser parte del sínodo, por todas las observaciones y comentarios sobre la tesis que han ayudado a enriquecer la investigación.

Gracias también a mis queridos compañeros, que me apoyaron y me permitieron entrar en su vida durante estos cinco años de convivir dentro y fuera del salón de clases, Guadalupe, Mario, Marie Leticia, Arturo, Faby, Diana.

Al apoyo por parte de José Manuel Jiménez Memetla de la institución HSBC donde hoy laboro en la flexibilidad en el horario laboral para concluir los tramites de este trabajo.

A mis padres que me acompañaron en esta aventura que significó mi formación académica, que estuvieron en los momentos buenos como en los malos dándome ánimo para terminar este proceso.

.

Gracias a todos.

## INDICE

Introducción.....	6
<b>CAPÍTULO I Análisis teórico de la crisis.....</b>	<b>9</b>
1. Introducción.....	9
1.1 Concepto de Crisis.....	9
1.2 Causas que generan una crisis financiera.....	12
1.3 Proceso evolutivo.....	13
1.4 Consecuencias generadas por la crisis financiera.....	16
1.5 Historia de las crisis financieras.....	18
1.5.1 Crisis de 1929.....	18
1.5.2 El crac bursátil ( 1987).....	20
1.5.3 Crisis de Japón(1990).....	21
1.5.4 Crisis de México (1994-1995).....	21
1.5.5 Crisis del Sudeste Asiático (1997).....	22
1.5.6 Crisis de Brasil (1999).....	23
1.5.7 Crisis argentina (2000-2001).....	24
1.5.8 Nasdaq (2001).....	24
1.6 Crisis subprime Estados Unidos de América.....	25
1.7 Conclusiones.....	27
<b>CAPÍTULO II Crisis Financiera Estados Unidos de América, 2008-2011.....</b>	<b>28</b>
2. Introducción.....	28
2.1 Orígenes de la crisis hipotecaria.....	28
2.2 Cronología del estallido de la burbuja en 2008.....	36

2.3 Boom del mercado hipotecario.....	41
2.4 Especulación y Sobre apalancamiento financiero.....	45
2.5 Desarrollo de la crisis.....	49
2.6 Quiebra de Instituciones Financieras y grandes firmas.....	49
2.7 Disminución del efectivo y aparición del fraude.....	50
2.8 Conclusiones.....	55
<b>CAPITULO III Medidas aplicadas para frenar la crisis financiera.....</b>	<b>57</b>
3. Introducción.....	57
3.1 Medidas para contener la crisis financiera.....	57
3.2 Papel de la FED y de organismos internacionales como prestamistas de último recurso.....	67
3.3 Regulación del Mercado Financiero.....	69
3.4 Impacto social.....	72
3.5 Papel de las calificadoras ante la nueva perspectiva del mercado bursátil.....	75
3.6 Nuevo orden mundial.....	77
3.7 Conclusiones.....	79
Conclusiones Finales.....	82
Bibliografía.....	84

## Introducción

Las crisis financieras hacen referencia a la culminación de la expansión del periodo de bonanza de un país que conduce a una bajada de manera estrepitosa en los precios de los diversos instrumentos negociados dentro de los mercados financieros. Importantes recopilaciones de diversos autores como Charles Kindleberger (1978), Hilferding (1971 [1896]), Joseph Schumpeter (2002), Hyman Minsky (2001) entre otros, muestran que a lo largo de la historia se han gestado diversas crisis financieras, las cuales se han caracterizado por el paso de un auge especulativo, sobre algún bien o producto, generado por el deseo de aumentar la rentabilidad. Esto conduce según Kindleberger (1978: 45-78) a generar una manía, es decir el deseo de obtener un beneficio cada vez mayor, dado que las economías han tenido crecimientos constantes en periodos anteriores, por lo que el riesgo psicológico disminuye ocasionando que inversionistas realicen operaciones cada vez más riesgosas aumentando el apalancamiento y sobre-apalancamiento en sus carteras para disponer de circulante, aumentando así la sobre negociación. En el caso de las instituciones bancarias y financieras, estas manejan préstamos cada vez más riesgosos, contagiadas por el proceso de crecimiento de la economía.

El mundo se contagia de la euforia hasta que el ciclo llega a su fin y el sistema colapsa. Pocos son los inversionistas que hasta ahora se han retirado a tiempo (comprando barato y vendiendo a su punto más alto), mientras que el resto busca con ansias convertir todos sus activos en efectivo y como todos quieren hacerlo al mismo tiempo, entonces empiezan las caídas estrepitosas en el valor de mercado, trayendo consigo grandes pérdidas para aquellos que permanecen en el mercado. Para muchos inversionistas este es el momento de comprar, aprovechando las grandes gangas a precios demasiado bajos.

Con el fin de analizar teórica y empíricamente la crisis estadounidense, 2007-2012, en esta tesis nos hemos planteado la siguiente hipótesis: La crisis financiera global conducirá a importantes cambios en el orden económico mundial, exigirá una nueva regulación de las entidades financieras, y que los organismos financieros supranacionales: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial (BM) sean las instituciones encargadas de operar como prestamistas de última instancia y participar en la construcción de la nueva arquitectura financiera mundial.

Asimismo, tendremos como objetivos mostrar que la desregulación de carácter mundial y la manera en como las empresas e instituciones financieras fueron creando el terreno para que se dieran las condiciones necesarias que alimentaran la especulación de inversionistas en búsqueda de elevar sus ganancias; aumento del nivel de confianza, sobre-apalancamiento y auge en las hipotecas *subprime*, condujeron a la detonación de la crisis estadounidense, 2007-2012, que se ha convertido en un crisis de alcance global.

Para demostrar la hipótesis y alcanzar los objetivos de esta tesis, en el capítulo I abarcamos el marco teórico sobre el concepto crisis, causas, procesos evolutivo y consecuencias de las crisis financiera para ello contamos con diversas experiencias de crisis financieras, por ejemplo tenemos la crisis de México “efecto tequila” 1994, la crisis japonesa 1990, la crisis argentina 2001, Nasdaq (2001), la crisis brasileña 1999, crisis de 1929, y por supuesto la crisis global 2008-2011 que es el tema objeto de estudio en esta tesis. Esto lo haremos con el fin de tener un breve análisis de las crisis suscitadas desde el siglo XX hasta la actualidad y tratar de explicar las causas que las generaron, las medidas que se tomaron y sus efectos en el ámbito económico nacional e internacional, y así poder contrastarlas con la crisis financiera actual, cuyo epicentro ha sido ubicado en Estados Unidos, y observar las similitudes y diferencias que entre sí han tenido. Una vez que centramos nuestro estudio en entender cómo ocurrieron las crisis pasadas, para poder comprender si tienen alguna semejanza con la crisis estadounidense que ha desencadenado una crisis global; en el capítulo II abordamos de manera directa nuestro tema de estudio la crisis estadounidense, para ello buscamos conocer sus orígenes, causas y efectos que ha desencadenado, teniendo una cronología del 2008 para situarnos en contexto y entender el proceso evolutivo de la crisis *subprime* que se ha transformado en una crisis global, además analizamos las quiebras de los grandes bancos e instituciones financieras, así como la disminución del efectivo y la aparición del fraude que son elementos esenciales que acompañan a las crisis financieras. En todos estos casos los sistemas han colapsado por el sobre apalancamiento y la sobre negociación, razón que explica porque en el periodo inmediato anterior a la crisis el beneficio ha sido mayor en el sistema financiero que en el sistema productivo. Es el exceso de especulación lo que le ha restado importancia al aparato productivo, ha sido la base esencial para el desarrollo del mercado financiero.

Situándonos en el proceso mismo de la crisis, los gobiernos buscan actuar de diversas maneras para contrarrestarla, en algunas ocasiones de manera acertada y en otras con



políticas erróneas, por ello en el capítulo III nos enfocamos en las medidas para contrarrestar la crisis, el papel que ha jugado la Reserva Federal (FED) ante dicho problema así como los organismos internacionales como prestamistas de última instancia, ya que a lo largo de la historia cuando la crisis se agudiza con la quiebra de algún banco importante y disminuye la oferta de liquidez surge un prestamista de último recurso donde a nivel nacional funge el banco central de cada país, mientras que a nivel internacional todavía se discute quien debe ser el prestamista de última instancia. En periodos de recesión anterior este rol lo han desempeñado países como Inglaterra, Estados Unidos; organismos supranacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) y en algunas ocasiones bancos privados como Citibank en la crisis mexicana de 1982. Otra disyuntiva que se ha tenido a lo largo de las crisis financieras es si ¿se debe regular el sistema financiero o si éste es capaz de autorregularse, es decir al libre juego de la oferta y la demanda como sostienen los teóricos del *mainstream*? A su vez, esta problemática conlleva a la interrogante de ¿cuándo? es el momento preciso y ¿cómo? se deben implementar políticas de regulación, para ello abordamos el tema de la regulación financiera tomando en cuenta la desregulación financiera que se ha venido dando en años anteriores sobre los mercados financieros después de una regulación construida después de la crisis de los años treinta, que han buscado diversificar sus actividades con la finalidad de aumentar sus utilidades pero ha provocado el aumento del riesgo. Para finalizar nos enfocamos en presentar cual ha sido el impacto social de la crisis sobre la sociedad, y el papel que las agencias calificadoras han desempeñado y cómo será la perspectiva futura sobre los mercados financieros, lo cual nos dará la pauta para poder referirnos a que posiblemente se está creando un nuevo orden mundial, ya que los mercados y las economías de los diversos países se están reajustando ante los diversos cambios que se presentan, todo esto debido a que nos encontramos en una economía dinámica donde, todo, día con día, se modifica, surgen nuevos conocimientos y nuevas tecnologías, aparecen paradigmas, y conocimientos viejos desaparecen o perecen para dar lugar a nuevas ideas.

Nuestro fin es aprender de los errores de la historia para comprender el presente y no volver a cometer los mismos errores en el futuro.

## Capítulo I. Análisis Teórico de la Crisis

### 1. Introducción

Para entender las crisis financieras en este capítulo abordaremos el concepto de crisis, sus orígenes, causas, proceso evolutivo y consecuencias. Por lo que mostraremos un pequeño análisis del ciclo económico, desde la visión de Schumpeter que hace alusión al *proceso de destrucción creadora*, mostrando los casos de innovación que señala para entender como la innovación financiera genera los auges económicos en los mercados financieros. También estudiaremos la crisis desde el punto de vista macroeconómico para nutrir a nuestra investigación, señalando las causas, seguida de la visión de Minsky, por lo que nos encontraremos ante un panorama donde nos surgirán dudas en saber ¿cuándo nos encontramos ante una crisis? Para lograr nuestro objetivo presentaremos las principales señales que muestran el inicio de una crisis, investigación que complementaremos mostrando lo acontecido en crisis pasadas, con la finalidad de encontrar semejanzas y diferencias que puedan explicar la crisis *subprime* en los Estados Unidos de América, ya que buscamos aprender de los errores. Por tanto, iniciamos nuestro estudio sobre la crisis financiera estadounidense abordando el tema desde un punto de vista crítico.

#### 1.1 Concepto de crisis

A lo largo de la historia, las diversas economías muestran prosperidad en periodos de auge, e incertidumbre, recesiones y debacles en tiempos de crisis. **Una crisis estructural se define como la ruptura de la estabilidad estructural del proceso de acumulación** De Bernis, (1998: 37), por lo que no basta, con sólo comprender los orígenes de la crisis, es imprescindible entender su desarrollo.

Gramsci decía: La crisis se da cuando una situación vieja desaparece sin que la nueva aparezca aún.<sup>1</sup> En tanto, si la crisis se define como una ruptura de modo de regulación, entonces para contrarrestarla habrá que poner en práctica un nuevo modo de regulación, pues se está señalando que la crisis viene a destruir el orden antiguo, el cual ha llegado a su etapa final.

La especulación la podemos definir como aquellas operaciones de tipo comercia y

---

<sup>1</sup> Gramsci, Antonio (1981), Escritos políticos (1917-1933) sobre la teoría general de Marx, p.45

financieras cuyo objetivo es la obtención de un beneficio monetario sustentada en las expectativas de variaciones de precios ya sea a la alza o la baja. Mientras que el sobreapalancamiento financiero se baja en posición de las empresas y entidades financieras para tener deudas mayores a la capacidad de pago.

El proceso de la crisis transcurre por dos etapas: la primera, caracterizada por las dominación de tendencias inflacionarias, y la segunda donde prevalecen tendencias deflacionarias, en la primera se generan cuantiosas ganancias debido la intensiva internacionalización de firmas y consorcios que han inundado nuevos mercados, esto va a generar una internacionalización como proceso de centralización y desvalorización del capital a lo largo del movimiento. Esta desvalorización y centralización puede desencadenar en una crisis bursátil, quiebras de instituciones bancarias importantes y acentuar el proceso de compras forzadas, como son las fusiones. La segunda etapa acerca de la tendencia deflacionaria está en función del fenómeno de baja en la actividad económica, la inversión y el empleo combinados con problemas de sobre endeudamiento. Eugenia Correa (2001: 15-35).

Las primeras fases de la crisis son periodos de apertura muy rápida al comercio internacional y diversos movimientos de capitales en todo el sistema financiero, dándose una desarticulación intersectorial entre las diversas economías, afectando así el proceso de acumulación debido a que los capitales se van a insertar en el exterior, en aquellas naciones donde se encuentre las condiciones más rentables para su reproducción (Pérez, 2004:65-68). Por estas razones, durante las crisis es necesario tomar en cuenta la visión de *Schumpeter* en la obra *Capitalismo, Socialismo y Democracia* (1942) donde sostiene que la innovación tiene lugar en una economía de mercado en la que la creación de los nuevos productos condenan a la destrucción de las empresas rezagadas y modelos de negocios; y es que *Schumpeter* concibe que la innovación de los empresarios emprendedores son la fuerza que hay detrás del crecimiento económico de una nación sostenido a largo plazo es decir se da un **proceso de destrucción creadora** o hecho esencial de capitalismo.

En la obra ya mencionada *Schumpeter* señala cinco casos de innovación: 1) La introducción de un nuevo bien; 2) la introducción de un nuevo método de producción o comercialización de bienes existentes; 3) la apertura de nuevos mercados; 4) la conquista de una nueva fuente de materias primas y 5) la creación de un nuevo monopolio o la destrucción de uno existente, esto unido a la creación del crédito o

expansión crediticia. Dicho proceso de innovación en los mercados tanto de bienes como de servicios coincide con el proceso de innovación financiera, lo que a decir verdad es sumamente arriesgado ya que se puede generar un ciclo económico de especulación en un primer momento y como desenlace el hundimiento y la quiebra, pero sin duda esto se convierte un proceso necesario para la innovación ya que sin innovación financiera, no hay emprendimientos de innovadores, y por ende no hay creación de riqueza que pueda generar empleo en una nación. De esta forma, *Schumpeter* atribuye a los bancos y la creación secundaria de dinero un papel fundamental en el capitalismo.

Por lo que podemos señalar que primeras manifestaciones de la crisis se sitúan dentro de las perturbaciones monetarias y que sean particularmente visibles al nivel de las relaciones monetarias internacionales. Generado a partir de las desregulaciones que facilitado el movimiento de capitales a nivel internacional, después de una amplia regulación después de las crisis de los años treinta.

Ahora bien, desde el punto de vista macroeconómico el origen de la crisis financiera proviene a partir de los desequilibrios globales en la balanza de pagos en cuenta corriente entre países que muestran un superávit y aquellos que muestran un déficit, es decir entre países con excesos de ahorro en relación a su gasto de consumo e inversión y aquellos donde el nivel de ahorro es muy bajo y tienen un nivel de consumo muy alto. Esto muestra que si aquellos países con exceso de ahorro, que han acumulado reservas en el exterior llegan a perder interés en invertir fuera, generalmente intentarán repatriar sus activos, lo que dejará con un problema serio de financiamiento a los países que estén más endeudados. Generalmente, los países endeudados producen diferentes activos para financiarse, ya sea mediante títulos gubernamentales o algunos otros activos diferentes que colocan en el mercado para venderlos a los países con exceso de ahorro, pero pueden elevar los precios de dichos activos financieros por encima de su calidad crediticia, situación que a la postre puede convertirse en un mal que contamina a los inversores del mundo entero, provocando un contagio de global tal y como se ha presentado en la crisis del 2008.

## **1.2 Causas que generan una crisis financiera**

Las crisis presentan diversas causas, sus orígenes provienen de dos conjuntos de contradicciones, por un lado; las prácticas por las cuales los capitalistas buscan maximizar sus ganancias teniendo una vida limitada por diversas causas como son las luchas sociales o las contradicciones que se desencadenan en diversos puntos del sistema, mientras que la otra causa reside en la estructura de clases de los capitalistas y, a las contradicciones que se generan entre ellos. (Castells, 1978: 10-31).

Marx (1981:35-50) sostenía que cada cierto tiempo el capitalismo registra una crisis que dará lugar a cambios en el proceso productivo para poder corregir los desordenes que se han formado, y para ello los países tendrán que adaptarse al nuevo proceso evolutivo puesto que las consecuencias más próximas serán cambios en la acumulación del capital, en la extracción de plusvalía y en la adquisición de nuevos instrumentos por parte del capitalista.

Las teorías sobre la duración y evolución de las crisis son numerosas donde los ciclos económicos pueden verse como intervalos de desarrollo y crecimiento que producen crisis cíclicas.

Un ejemplo es la crisis de 1929 que aparece como una crisis de sobreproducción de capital al disminuir de forma repentina la producción del capital, y al disminuir las posibilidades de inversión y de incrementar las corrientes de comercio internacional. Esta crisis se caracterizó por una bancarrota financiera, la sobreproducción de mercancías, un paro masivo que afectó a todas las capas de la población, e incapacitó al sistema para poder ofrecer cobertura a las necesidades de los hombres, generando desordenes en el sistema político de diversos países.

*Minsky* (1986:78-90) señala que los banqueros e intermediarios financieros buscan siempre la innovación financiera debido a que están en busca de beneficios cada vez mayores, y los concibe como los “comerciantes de deuda”. Además, considera que la inestabilidad financiera se genera por el régimen de financiamiento de la economía que puede ser estable o inestable, en el caso de una economía próspera un sistema financiero estable puede convertirse a uno inestable, esto debido a que en una época de prosperidad las innovaciones financieras encaminan al sistema al deterioro debido a que la banca e intermediarios financieros buscan nuevos nichos de mercado donde poder expandir su cartera de crédito.

### 1.3 Proceso evolutivo

A lo largo de la historia se ha generado un sinnúmero de crisis financieras, por mencionar algunas: la de los Tulipanes (1636-1640), las de las compañías de oriente en el siglo XVIII, la caída de los títulos ferrocarrileros (XIX), la caída de los títulos en menos de dos horas del 75% en 1929 (Kindlerberger, 1978:37), el lunes negro de 1987 cuando los mercados de la mayor bolsa *Wall Street* se tambalearon donde el *Dow Jones* se colapsó, registró una caída del 22.6% -más de 500 puntos- y cerró la sesión a sólo 1.738 puntos. La crisis de México de 1994 efecto tequila, la crisis argentina en 1998. La caída del índice NASDAQ<sup>2</sup> en el 2000 la crisis en el 2008 en Estados Unidos ocasionadas por las hipotecas *subprime*, después de años de crecimiento constante, y más recientemente la de Irlanda y Grecia y las complicaciones financieras en Italia, España y Portugal.

Entre las principales señales de que posiblemente nos encontramos ante el inicio de una crisis financiera destacan el colapso de una bolsa de valores, la caída de un banco o quiebra de una institución financiera importante; un fraude generalmente grande que ocasiona diversos daños a las economías generando una desestabilidad financiera y creando un efecto dominó que se produce cuando un intermediario financiero crea un desequilibrio en el mercado de capital, desencadenando un riesgo sistémico<sup>3</sup> generado por tres causas principales: a) los cambios abruptos en el precio de los activos, b) las diversas interconexiones entre los intermediarios financieros y c) los ataques especulativos.

---

<sup>2</sup> Nasdaq es un índice accionario que recoge a los títulos valores, del sector tecnológico, inscritos en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). Sus índices más representativos son el Nasdaq 100 y el *Nasdaq Composite*, además el índice de *Nasdaq* se considera el tercer mercado mundial de valores, solo detrás de Tokio y Nueva York.

<sup>3</sup> El riesgo sistémico es el riesgo común para todo el mercado entero el cual puede ser interpretado como "inestabilidad del sistema financiero, potencialmente catastrófico, causado por eventos idiosincráticos o condiciones en los intermediarios financieros. John Eatwell y Lance Taylor (2000: 44) proponen el establecimiento de una Autoridad Financiera Mundial (AFM) con el objetivo de un mejor funcionamiento de los mercados financieros internacionales, caracterizados por su alta volatilidad e inestabilidad. Con base en este diagnóstico plantean que el rol fundamental de la AFM sería la regulación del riesgo sistémico, junto con la coordinación de la acción nacional contra el abuso de mercado y el delito financiero internacional. Según Eatwell y Taylor, para que la AFM sea una reguladora eficaz tendría que realizar las mismas tareas que hoy desempeñan los reguladores nacionales más eficientes, es decir, información, autorización, vigilancia, orientación y cumplimiento obligatorio. La mayoría de estas funciones quedarían a cargo de las autoridades nacionales como agentes de la Autoridad Financiera Mundial

Los cambios abruptos en los mercados de capitales genera incertidumbre que lleva a los inversionistas, muchas veces, a buscar liquidez inmediata, pero al precipitarse provocan que nadie esté dispuesto a pagar el valor de los activos, lo que ocasiona un desplome de los títulos financieros ya que todos buscan liquidez. En ocasiones el pánico hace presencia entre los inversores, lo que los orilla a tomar decisiones equivocadas al buscar deshacerse a cualquier precio de sus posiciones en portafolios. Esta es la típica reacción de los inversionistas que buscan salir a tiempo del mercado, antes de que sea demasiado tarde.

Retomando lo señalado, mostraremos como se da específicamente este proceso. Normalmente la economía muestra periodos de prosperidad donde el tipo de interés es bajo ello motiva la cotización elevada del capital ficticio, en aquella parte donde el capital produce un rendimiento fijo (títulos de deuda y corporaciones públicas), la cotización aumenta por la reducción de los tipos de interés, en el caso de las acciones la disminución de dividendos y mayor inseguridad, son contrarrestada por el alza de las cotizaciones generadas por los bajos tipos de interés, es decir la prosperidad anula estos efectos ya que su rendimiento y seguridad empiezan a subir. Es el momento aquí cuando la especulación hace su aparición ya que empieza a crecer debido a las cotizaciones crecientes, con esto aumenta la demanda de acciones y la cotización vuelve a subir. La expansión de la producción significa una mayor actividad de fundación por lo que se da origen a nuevas sociedades por acciones y las que ya están presentes tienden a incrementar su capital.

El auge genera grandes ganancias de emisión, la bolsa se hace rápidamente con la creación de las nuevas acciones que son vendidas fácilmente al público inversionista. La ganancia es animada tanto para los bancos como para actividad fundadora, lo que trae como consecuencia que haya gran liquidez monetaria que sin duda va a favorecer a la especulación, que depende para sus operaciones de las disposiciones que provienen del crédito. La actividad bursátil se vuelve animada, con un gran número de transacciones que buscan aprovechar las pequeñas oscilaciones de los precios, pero que al final se suman todas en un incremento del nivel de la cotización. Este incremento en las cotizaciones significa un aumento en la utilización del crédito, que requerirá cantidades más grandes a medida que aumente la especulación, ya que es un periodo donde la especulación a la alza está superando a la especulación a la baja; las compras sobrepasan a las ventas y finalmente se aumenta el saldo que hay que nivelar. Los

aumentos sobre el tipo de interés van a traer como consecuencia un aumento del crédito, además es necesario para los especuladores que quieren que el precio de las cotizaciones sigan a la alza, por lo que solo se puede hacer mediante la retención de las mercancías, o mediante la inserción de nuevos créditos a la circulación que siga haciendo crecer la burbuja financiera. Hasta el momento el proceso de especulación no ha originado más que ganancias especulativas lo que genera un proceso de aumento en la participación del público dentro de las operaciones bursátiles, es decir en este momento se está dando origen a la expansión de la especulación profesional a expensas del público, que son los inversionistas advenedizos considerados por *Kindlerberger*, que ya en un momento donde las tasas de interés son altas, entonces las variaciones en los precios tienen que ser aun mayores para que las ganancias especulativas sean mayores a los costes de financiamientos, en este momento la burbuja se está inflando cada vez más, hasta llegar el momento donde las ventas ya no son tan favorables y el crédito empieza a ser difícil debido a que a los bancos les empieza a parecer peligrosa la protección a la especulación. Entonces las cotizaciones tienden a bajar de precio ya que llegó el momento donde se terminó el anhelo para seguir elevando los precios mediante la especulación.

Se puede considerar en estas instancias que la especulación ya está saturada en este punto por lo que los bancos ya no verán animados a emitir ninguna acción debido al peligro de no poder poner en la circulación nuevos títulos, por lo que solo se verán animados solo conceder créditos bancarios por lo que los capitalistas productivos tendrán que pagar un elevado tipo de interés, pero sin duda los gastos cada vez más crecientes no serán soportados por parte de los inversionistas sobre todo de aquellos que entran por hobby y sin ninguna experiencia en bolsa, lo que se vuelve una situación crítica dentro del mercado orillando a una baja de la cotización que a su vez significan limitaciones al crédito, orillando a ventas forzadas. La baja se convierte en una caída, y sobreviene el pánico y el desconcierto por parte de los inversionistas, la crisis bursátil ha hecho su aparición. Los títulos se han devaluado en masa y caen precipitadamente por debajo de los rendimientos esperados con un nivel normal de los tipos de interés. Estos títulos los compran los grandes capitalistas o aquellos inversionistas que concentran gran cantidad de liquidez, al igual que bancos e instituciones financieras, muchas veces siguiendo la idea de que pasando el pánico volverá a subir la cotización y el ciclo se volverá a repetir (Hilferding, 1971: 298-306). Recientemente en la crisis del



2008 *Warren Buffett* decía que él contaba con 10,000 millones de liquidez “Mi arma está cargada y mi dedo está listo para jalar el gatillo” mientras los bancos se encontraban en grandes problemas de liquidez, por lo que aquí podemos ver que era uno de los grandes capitalistas que contaban con liquidez buscando el momento preciso comprar barato cuando los precios de los activos estén a precio de ganga, y siguiendo la lógica del comerciante venderlos caros en el momento en que su precio se haya elevado.

La crisis reciente en el 2008 ha pasado por tres fases: la primera podemos llamarla fase del rompimiento mostrándose los primeros indicios al público, al presentarse el primer periodo de rompimiento de interés interbancaria que obligó a los bancos centrales a actuar, *Northern Rock* fue el primer banco en problemas. Posteriormente viene el periodo de desapalancamiento, donde se empiezan a acumular las pérdidas del sistema financiero, generándose una gran participación de los fondos soberanos, esto debido a la ausencia de inversiones y la aparición de más quiebras de bancos como el caso de *Bear Stearns*. La tercera fase de escalada se caracteriza por las fallas sistémicas de las principales instituciones financieras, dándose un segundo rompimiento de liquidez interbancaria, desarrollándose el rompimiento de crédito para compañías no financieras y hogares, sintiéndose los efectos significativos de la no generación de riqueza y orillando a los bancos centrales y gobiernos alrededor del mundo a tomar medidas para corregir los desajustes ocasionados por la crisis.

#### **1.4 Consecuencias generadas por la crisis financiera**

A lo largo de la historia, las diversas crisis financieras han mostrado consecuencias catastróficas que en primer lugar van a afectar el nivel de vida de toda la población. Estas crisis financieras se asocian a los puntos máximos de los ciclos económicos, momentos en que la crisis financieras hacen referencia a una culminación del periodo de expansión que conduce a una bajada estrepitosa en los precios de los diversos instrumentos. Como la confianza ha aumentado el crédito tiende a expandirse rápidamente, debido a que hay nuevas oportunidades para colocar títulos en los mercados financieros.

En las manías se aprovechan y se agotan las oportunidades de beneficio, la gente toma su efectivo o utiliza crédito para comprar propiedades o activos difícilmente convertibles a efectivo. En el pánico se produce en el movimiento de conversión de activos a efectivo acompañado de un *crack* en los precios de los bienes, casas, terrenos acciones, etc.

Ahora bien, las manías son ocasionadas por una pérdida de contacto con la realidad, por haber caído en la irracionalidad o incluso encontrarse próximo a la histeria o a la locura de masas. Las manías han estado presentes en la historia económica en los periodos de construcción de canales y ferrocarriles; y en la creación de sociedades anónimas, entre otras circunstancias. Aunque, adquieren velocidad a través de la expansión monetaria y del crédito; por lo que la riqueza incrementada y concentrada en pocas manos, exceso de dinero, tiende a ser colocada especialmente en promover servicios, productos, e infraestructura, pero suele llevar a una sobreinversión cuyas expectativas no se pueden cumplir. Este es el momento en que tiende haber una suerte de economía de casino con inflación de los activos que cotizan en bolsa y una multiplicación milagrosa de la riqueza. Ha llegado el momento donde los diversos inversores depositan su confianza a los genios financieros, donde además la regulación se ve como un obstáculo al crecimiento. En otras palabras, los financieros creen que se puede hacer dinero con dinero, lo que además atrae más y más personas a disfrutar del pastel y así el final del frenesí muestra el inicio de una burbuja financiera. (Carlota Pérez 2004: 84)

Un crack es un colapso de los precios de los activos, o lo que es lo mismo, el que los activos no valgan nada; y un pánico es un medio injustificado y demente que sufren los inversores que hace que se deshagan de sus activos vendiéndolos por dinero si les es posible, cuando suponen que van a perder el capital invertido en ese activo. Con esto podemos decir que las crisis financieras puede llevar implícitas el crack y el pánico, por ejemplo, las acciones de una compañía o industria se quedan sin valor, entonces muchos de los que suscribieron esas acciones lo hicieron solicitando créditos a bancos, si se solicitó a un banco o más ante la insolvencia de sus deudores se va a la bancarrota, se produce el crack en el banco y todas las instituciones que habían invertido en ese banco pierden su dinero y, por tanto se ven incapacitados para hacer frente a sus pasivos, es decir se vuelven insolventes, generando la pérdida de los créditos en los bancos que prestaron a las instituciones, a su vez al ver la frágil situación en la que se encuentran estas instituciones que los depositantes empiecen a retirar sus fondos de los mismos, el miedo de los ahorradores aumenta y se convierte en pánico, se forma una estampida descomunal en una desenfrenada carrera para conseguir dinero líquido, pero llegará un momento en que el país se verá sin moneda para hacer frente a la demanda de la misma y ante esta situación el país se encontrará en una seria crisis, sufrirá un crack,

en el que mucha gente perderá sus posesiones, su dinero muchas empresas, bancos, e instituciones financieras correrán la misma suerte. Pero, después de todo este proceso llegará un momento en el que la situación se estabilice y todo vuelva a la normalidad (Kindleberger, 1991: 44-78).

Hyman Minsky, teórico monetarista, señala que el sistema financiero es inestable, propenso al desastre, donde “los sucesos que conducen a la crisis se inician con un desplazamiento o algún tipo de *shock* exógeno o externo que sacude al sistema macroeconómico alterando el panorama económico, cambiando la oportunidad de beneficio en algún sector importante, abriéndose algunas líneas para la obtención de beneficio y cerrándose otras, donde las firmas que poseen ahorros o créditos pretenden aprovechar lo primero y retirarse de lo último. Donde si las oportunidades nuevas dominan a las que pierden la inversión y la producción se recuperan, entonces se inicia un auge. Dado el auge los bancos extienden los créditos, el nivel de dinero, generando una manía especulativa.

## **1.5 Historia de las crisis financieras**

### **1.5.1 Crisis de 1929**

Han pasado más de ocho décadas desde la debacle bursátil de 1929, cuando el *Dow Jones Industrial Average* (DJIA)<sup>4</sup> cayó cerca del 34.8%. Durante los años veinte del siglo XX los mercados mostraron un alza en las cotizaciones bursátiles, y la economía estadounidense mostraba un notable crecimiento, y la cotización de las acciones subió en un promedio anual del 18% entre 1921 y 1929, justificado por un fuerte crecimiento debido al aprovechamiento de las nuevas tecnologías, en particular la utilización de la energía eléctrica que vino a favorecer el aumento en la productividad, en tanto que la integración empresarial permitía el surgimiento de economías de escala. Esto, complementado con el crecimiento del crédito permitió financiar la expansión productiva. Todo se gestaba como la entrada a una nueva era generando un clima de estabilidad en las economías, crecimiento y optimismo, lo que sin duda hacía difícil creer en el acercamiento a un panorama devastador o a un desastre financiero. Las opiniones, de estudiosos de la época, principalmente de Harvard y Yale se mostraban

---

<sup>4</sup> *Dow Jones Industrial Average* (DJIA), este índice recoge la media simple de la cotización de las 20 principales empresas industriales, *bule chips*, aunque también se incluyen algunas empresas de servicios.

optimistas y no parecían dar alguna señal de un *crack* bursátil.

“Entre los inversores se tenía conocimiento de que muchos de los inventos y descubrimientos realizados por las agencias de investigación se traducirían rápidamente en aplicaciones prácticas. Existía la certeza de que en una época de invenciones -- prácticas, a las que podrían aplicarse los avances en los métodos de organización, -- las oportunidades de inversión se multiplicaban, y miles de nuevos inversores incrementaron las transacciones en las Bolsas”<sup>5</sup>.

Galbraith hace alusión a que el *crack* bursátil tiene su origen en una orgía especulativa que arrasa a la multitud. “El crac de 1929”<sup>6</sup>, considerado como un fenómeno en el sistema capitalista originado por una avaricia contagiosa de la asociación engañosa del dinero con la inteligencia y de la fragilidad de la memoria en asuntos financieros, ya que a pesar de advertirse sobre la fragilidad en el sistema económico, esto no afectó a la marea especulativa, la bolsa estaba claramente sobrevalorada comparada con la situación de las empresas. A su vez, desde otro punto de vista se ha argumentado el *crack* bursátil, se explica por la actuación de la Reserva Federal que al intentar frenar el alza bursátil provocó el desmoronamiento de las cotizaciones (Smith, B.M, 2001: p.114). Esta afirmación fue apoyada por Friedman, quien sostiene que la intervención de la Reserva Federal fue un detonante del crac, y esto explica el porqué de la crisis bancaria y el periodo de duración de la Gran Depresión. Sin duda uno de los deseos más importantes era frenar el auge o *boom* de los mercados financieros entre 1928 y 1929 mediante el endurecimiento de su política contractiva, debido a que se creía que la especulación de la bolsa estaba afectando a la economía. Entonces el objetivo se fijó en el endurecimiento del crédito para la compra de acciones y la no provisión de liquidez a los *brokers*.

Por lo anterior, a partir de 1929 se presentaron fuerzas deflacionistas intensas, cayendo las acciones, el Producto Interno Bruto (PIB), el empleo, los precios de los inmuebles, bonos, bienes de consumo etc., originando crisis bancaria. Se atribuyó la responsabilidad a los excesos especulativos de *Wall Street*. Durante la crisis se modificó el marco de las finanzas y se implementaron nuevas medidas cambiando las formas de comportamiento y los criterios imperantes.

“Antes de Wall Street, los financieros eran considerados los motores del crecimiento americano, instituciones que promovían grandes obras en beneficio del público

---

<sup>5</sup> *Ibíd.*, p. 353.

<sup>6</sup> libro más conocido sobre el crac de 1929 es el de Galbraith. Utilizo también su obra, Breve Historia de la Euforia Financiera.

y que necesitaban libertad de acción para ayudarnos a que todos fuéramos ricos”. Después de 1933, las cosas fueron diferentes: *Wall Street* y los financieros eran culpables hasta que no probaran su inocencia. Cada transacción y movimiento que emprendieran estaba potencialmente sujeto al escrutinio más estricto” (Ramírez y De Long, 1995: 162).

Surgieron nuevas reformas dentro del marco financiero y se cuartearon todos los pilares, como son el patrón oro que dejó de ser viable, el sistema bancario, destructor del dinero y confianza que había perdido legitimidad en el mercado financiero y dentro de sus instituciones propiamente, poniendo a su vez en cuestión entre lo que se llama cambio político y la legislación financiera.

En este periodo se debilitó en forma impresionante la confianza debido a que en el sistema financiero los inversionistas mostraban ansias por deshacerse de los títulos financieros y con ello se daba la entrada al término de las orgias especulativas, ya que por mucho tiempo se aceptaba que el crédito era fácil y por consiguiente el público inversionista se aprestaba a solicitar préstamos para comprar acciones.

### **1.5.2 El crac bursátil de 1987**

En agosto de 1982 y diciembre de 1986 se presentó un alza significativa en las Bolsas de todo el mundo, principalmente se elevó el índice *Dow Jones*, siendo los motores de este crecimiento: el aumento del beneficio de las empresas y la caída de la inflación y de los tipos de interés. Contribuyeron al auge de este periodo los incentivos fiscales que aumentaron la inversión en títulos de renta variable (acciones), la desregulación de los mercados financieros, compras que fueron financiadas a través del endeudamiento, y recompra de acciones por parte de las empresas.

El índice *Dow Jones* se situó en niveles históricos 2.722, con cotizaciones sobrevaloradas, pero en octubre de ese año alcanzó su primera caída, recordado como el lunes negro, bajó un 22.6%, un record en una sola jornada y un 11.7% al día siguiente. Este desplome principalmente se aludió al incremento del déficit comercial que impulsó al alza los tipos de interés; junto a ello, la propuesta de revisión fiscal de las operaciones de compra de sociedades. Además, se presentaron ventas masivas de instituciones con programas de seguro de cartera (portafolio, *insurance*).

### **1.5.3 Crisis de Japón (1990)**

En el año 1990 Japón tuvo un derrumbe en su bolsa de valores. Previamente se dio un ascenso sostenido en el precio de las acciones, el cual ocasionó que el índice Nikkei 225 multiplicara por cuatro su cotización entre los años 1985-1990 pasando de 10,000 puntos a 40,000 situación que generó un *boom* bursátil, principalmente por los bienes raíces<sup>7</sup>, así como un fuerte efecto riqueza y una expansión acelerada del crédito, conocida como la burbuja financiera de Japón. Es decir, en estos años en Japón se podían obtener préstamos para comprar acciones y bienes raíces que al experimentar una variación a la alza, ésta servía de garantía para conseguir préstamos nuevos. La falta de regulación y los malos manejos ocasionaron en 1990 el derrumbe de la bolsa, y para el año de 1993 el índice había bajado a 15,000 unidades esfumándose más del 60 % de la riqueza bursátil llevando a la quiebra a gran parte de la banca japonesa por una ruptura en el sistema de pagos, siendo irrecuperable una gran cantidad de los préstamos hechos por los bancos hacia los inversionistas e instituciones financieras.

### **1.5.4 Crisis de México (1994-1995)**

En la década de los noventa México se caracterizó por seguir una “economía de éxito” basada en el mercado, se habían reducido y liberalizado las barreras arancelarias y algunas restricciones por parte del gobierno, además de privatizar varios sectores de la economía, venta de bancos, que hasta ese momento estaban a cargo del gobierno. El crecimiento estaba sostenido en buena parte por préstamos provenientes del exterior, pero en el año de 1994 esos préstamos se habían convertido en la preocupación de los mercados financieros, ya que los acreedores tenían dudas en cuanto a que México tenía la capacidad de hacer frente a sus pasivos, esto originaría el inicio de una crisis. Básicamente, cuando el precio de los bonos cae en picada, en ese momento los prestamistas se rehúsan a financiar nuevos préstamos, mientras que a los inversionistas locales los atrapa el pánico y empiezan a vaciar sus cuentas para llevarlas al exterior en busca de refugio ante la crisis inminente que se deja sentir. El peso mexicano se depreció precipitadamente frente a otras monedas, el pánico y había preocupación de que la crisis se extendiera como plaga a otros países latinoamericanos. Pero en el

---

<sup>7</sup> Los bienes raíces son unos de los focos favoritos para la especulación. En Tokio durante la década de 1980, los valores inmobiliarios alcanzaron unos niveles tan absurdos que los terrenos del Palacio imperial tenían el mismo valor nominal que toda la tierra del estado de California o de todo Canadá.

periodo de gobierno de Ernesto Zedillo llegó el rescate financiero con un préstamo por parte de Estados Unidos, mismo que sirvió como aval para que el Fondo Monetario Internacional y otros países complementaran el préstamo total que ascendió a más de 50,000 MDD y que contribuiría a reactivar la economía.

### **1.5.5 Crisis del Sudeste Asiático (1997)**

En el año de 1997 el Sudeste Asiático se vio envuelto en una crisis financiera que se caracterizó por representar la nueva estructura productiva y financiera de comienzos del nuevo milenio, y que traería como resultado el inicio de una etapa regida por dos potencias: Estados Unidos de América y China.

Una de las peculiaridades de la crisis asiática fue que a diferencia de las crisis de deuda de los años ochenta, donde la mayor parte de las dificultades fueron macroeconómicas, los problemas de Asia se caracterizaron por estar precedida de una larga gestión exitosa. Esta crisis repercutió tanto en el sistema financiero como en el sector bancario de los países de la región, donde los problemas de liquidez ocasionaron que los bancos centrales e instituciones como el FMI inyectaran la liquidez necesaria para el salvamento. Analizando un antes y un después de la crisis en Asia se puede constatar que las tasas de intercambio fijas y cuasi fijas permitieron el desarrollo de Asia a costa de un dólar débil entre 1990 y 1995, trayendo consigo un rápido crecimiento en el comercio dentro de la región, siendo Tailandia, Malasia e Indonesia los países más beneficiados; pero cuando el dólar se fortaleció frente al yen comenzaron a experimentar un agudo incremento de sus tasas efectivas reales de intercambio ocasionando un descenso en las exportaciones de estos países. También Corea sufrió un duro golpe en su nivel de comercio internacional, y fueron los semiconductores los productos mayormente afectados. En Tailandia el incremento de la demanda interna ocasionó un aumento de las importaciones, y por tanto un incremento de su déficit. En general, los países del sudeste asiático presentaron déficits en cuenta corriente, los que fueron financiados con grandes flujos provenientes de exterior, canalizados principalmente a través del sistema bancario, que eran atraídos por los altos rendimientos, por una percepción de bajas tasas de riesgo y, en algunos casos debido a la rápida liberalización financiera. Tailandia y Corea fueron los países más expuestos a la crisis del sudeste asiático.

### **1.5.6 Crisis de Brasil (1999)**

Brasil al igual que otras naciones, en los años noventa presentó problemas económicos y pérdida de confianza de los inversionistas que desencadenaron una crisis financiera en 1999. Esta crisis estuvo acompañada por una devaluación, descalabros en la banca y reducción del gasto social por parte del Estado. Así, Brasil que en 1997 era considerado un promisorio mercado emergente se convirtió en un problema mundial debido al agotamiento de sus reservas monetarias internacionales por la salida del país de 30.000 MDD, situación que lo llevó a necesitar del apoyo internacional encabezado por el FMI y a tener que adoptar medidas como la reducción de gastos y aumentos impositivos del orden de los 22.500 MDD. Para el año de 1999 los mercados mostraron un el lento progreso en la reducción del déficit del sector público, lo que trajo como consecuencia que la cantidad aportada por el FMI que ascendía a más 40,000 MDD fuera insuficiente y, si a esto le sumamos que el capital continuó fugándose, no resultó extraña la crisis monetaria que explotó. La caída de la moneda brasileña, el real, de 1.21 por dólar estadounidense a 2.05 ocasionó la instrumentación de un nuevo programa económico por parte del FMI.

Fue entonces cuando gobierno buscó tomar nuevas medidas para poder cumplir con los objetivos de restricción fiscal, entre ellas la reducción de la cantidad destinada a los alimentos pasando de 98 millones de reales (48 MDD de 1998), a 47 millones (23 MDD), afectando a ocho millones de personas pertenecientes a los estratos más pobres de los 160 millones de habitantes de Brasil. La estabilización brasileña se logró con respaldo de instituciones financieras, lo que colaboró en la reducción de los precios de las importaciones y ejerció una presión comercial a la baja en los bienes de producción nacional. Esto derivó en el requerimiento de ingresos provenientes del exterior, como fue el capital extranjero para incrementar las reservas monetarias internacionales y poder defender el tipo de cambio, en los años 1997 y 1998 la entrada de inversión de cartera ascendió a 71,000 MDD y la salida de ese mismo tipo de inversión, a 68,000 MDD<sup>8</sup> (Girón, 2002: 65-70). Pero obligó a elevar las tasas de interés reales al 20% y 30

---

<sup>8</sup> El Fondo Monetario Internacional (FMI) otorgó 18,100 MDD, el Banco Mundial (BM) 4,500 MDD; el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) 4,500 MDD, Asistencia bilateral cerca de 14,500 MDD y Reino Unido 1,200 MDD (Girón, 2002: 87).



%. Sin embargo, tuvieron que pasar algunos años para que los indicadores económicos mejoraran y el gobierno recuperara la confianza de los brasileños, lo que ocurrió hasta el periodo de Lula.

### **1.5.7 Crisis Argentina (2000-2001)**

Entre el año 2000 y 2001 el gobierno argentino empezó a sentir los efectos negativos en el crecimiento del PIB, lo que desencadenó una crisis financiera proveniente de las malas decisiones de años pasados. Se puede atribuir principalmente a las decisiones del presidente Carlos Saúl Menem (1995-1999) que originaron el aumento de la inflación e hiperinflación en los años noventa la gestación de la crisis del 2001 (*World Developing Indicator 2007*), aunque la enorme deuda internacional que llegó a representar la mitad del PIB argentino (Segaler, 2003:98 ) y las repercusiones de la crisis brasileña en 1999 debido a que Brasil representaba uno de sus principales socios comerciales, con cerca del 30% de las exportaciones también contribuyeron.

La crisis argentina de 2000 y 2001 orilló a la población, ante el temor de una quiebra del país, a tratar de sacar su dinero de los bancos argentinos, ocasionando corridas bancarias, ya que el aumento del déficit corriente y la situación insostenible de la deuda externa provocaron desconfianza entre los depositantes y los inversores. El aumento del riesgo de suspensión de pagos y de devaluación de la moneda aceleró, desde mediados de 2001, los ataques especulativos y provocó una fuerte fuga de capitales hacia el exterior para convertirlos en dólares y ponerlos en bancos extranjeros. A su vez, la gran fuga de capitales condujo a tomar medidas por parte del gobierno como fue la llamada ley del corralito que sólo permitía retirar de banco o cajero 250 pesos por semana para evitar la quiebra de los bancos por falta de liquidez (King, 2005:66), por lo que la recuperación se empezó a gestar hasta el 2004 ya en el gobierno de Néstor Kirchner cuando se abandonó la paridad de peso dólar, pasando de una tasa de cambio fija a una tasa flotante.

### **1.5.8 Nasdaq (2001)**

En los años 1990 los mercados financieros en Estados Unidos de América presentaron

una tendencia fuertemente alcistas, donde las rentabilidades fueron superiores en comparación a décadas pasadas, incluso las ganancias provenientes de los mercados estadounidenses fueron superiores a las de otras bolsas, esto debido a la burbuja financiera en tecnología que se estaba viviendo. En el caso del índice *NASDAQ Composite*, que mayoritariamente agrupa valores tecnológicos, se elevó desde los 500 puntos de abril de 1991 a los 1000 en julio en 1995, para sobrepasar la barrera de los 2000 puntos en julio de 1998, y alcanzar el valor máximo de 5,132 puntos en marzo de 2002. A esto debemos sumar la caída de las expectativas de inflación entre 1990 y 1998, lo que ayudó a dar un impulso a la reducción de las tasas de interés nominales y colaboró a engordar la burbuja.

El auge que hubo en las bolsas también representó un aumento en la confianza de los consumidores e imprimió un fuerte ímpetu en las inversiones sobre los sectores, principalmente de las telecomunicaciones y nuevas tecnologías que se encontraban en plena expansión en ese momento. Con el paso del tiempo se confirmó la sospecha que estos números eran ficticios y la bolsa continuaba batiendo *records*, pero esta vez a la baja, ya que durante los años siguientes las empresas perdieron 8.5 billones de dólares, cifra que rebasaba la deuda anual de cualquier país salvo EUA. Por ejemplo, los activos de *American On Line Time Warner (AOL)* se depreciaron 100 millardos de dólares.

Una vez que tronó la burbuja de los valores tecnológicos no se demoraría mucho el declive de las fortunas de la economía real, dejando a EUA en su primera recesión en decenios. Entre 2000 y 2001 EUA presentó el más largo declive de producción industrial desde la primera crisis del petróleo cuando la tasa de paro brincó del 3.8 % al 6.0% aumentando la pobreza en 1.3 millones de habitantes, además 1.4 millones de personas se quedaron sin seguro médico (Stiglitz, 2003: 39-41).

## **1.6 Crisis Subprime, Estados Unidos de América**

La crisis financiera desarrollada en Estados Unidos de América en el 2008 ha sido una de las crisis financieras más devastadoras de la historia, tiene sus orígenes principalmente en el desarrollo inmobiliario generado por el *boom* que se fue gestando en la década de los años 1990. Se titularizaron los préstamos para el financiamiento de los activos inmobiliarios con el apoyo del gobierno estadounidense a través de *Freddi*

*Mac y Fannie Mae*<sup>9</sup>. Las hipotecas mostraron grandes crecimientos, lo que ocasionó problemas de liquidez en el mercado. La falta de regulación y el papel de las calificadoras jugaron un papel importante como fue el caso de *Standard & Poor* y *Moody*, ya que no estimaron el valor real de los bienes raíces, lo que generó préstamos cada vez más riesgosos. Los fondos empezaron a subir agudizando la especulación de los activos titularizados, pero llegó a un punto donde empezó la caída y fue entonces cuando los inversores de estos fondos empezaron a vender al requerir liquidez inmediata. En dicha situación los bancos no estaban en condiciones de prestar, por lo que fue necesaria la intervención particular de prestamistas de último recurso: la Reserva Federal operó inyectando fondos masivos a gran escala para evitar que el sistema financiero colapsara y evitar el pánico en los inversionistas. Para Estados Unidos esta crisis ha ocasionado disminución en el PIB, en la generación de ingresos, pérdida de empleos, disminución en el consumo, aumento de su déficit comercial; problemas que han repercutido en la disminución de la actividad comercial internacional mermando el crecimiento de otros países; lo que deja en claro que esta recesión debe conducir a combinar de la manera más eficiente políticas monetarias que conlleven al saneamiento de la economía, y debe haber una cooperación integral entre los bancos centrales y una regulación que limite hasta cierto punto el exceso de codicia por el rendimiento, pero a su vez que no frene el desarrollo de los mercados financieros.

Europa no se ha escapado de las crisis financieras hoy en día países como Irlanda, Italia, Portugal pero en especial Grecia luchan por hacer frente a su deuda de pagos, siendo Irlanda el primer país de la eurozona en caer en recesión. Esto sin duda marcado por la crisis norteamericana en el 2008 ya que después de la caída del banco *Lehman Brother*, los inversionistas compraron y vendieron bonos del tesoro más seguro, lo que contagio el sistema financiero mundial al diversificar el riesgo a nivel mundial, gracias a los instrumentos tan sofisticados de *wall street*, podemos decir que especialmente la eurozona se encuentra ante problemas de grandes déficit, problemas de inflación aunado al compartimiento de una moneda común como lo es el euro que hace difícil una posible devaluación, pero esos excesos en el déficit se han visto reflejados en las quiebras inminentes como es el caso de Grecia, que tiene grandes problemas para hacer

---

<sup>9</sup> Freddie Mac y Fannie Mae eran empresas de capital abierto que garantizadas por el gobierno de los Estados Unidos (*Government-sponsored enterprise* o GSE) estaban autorizadas para conceder y garantizar préstamos. Fueron creadas en 1970 para expandir el mercado secundario de hipotecas en el país. En 2008 fueron intervenidas por la *Federal Housing Finance Agency*.

frente a sus deudas, donde se ha solicitado el rescate por parte de otros países, viéndose afectada severamente su población que ha perdido poder adquisitivo y calidad de vida.

## **1.7 Conclusiones**

Las crisis financieras se han presentado a lo largo de toda la historia y pueden ser consideradas inherentes al sistema capitalista, cada una de ellas presenta características semejantes y diferentes a la época en que se han manifestado. Sin embargo, hay dos factores que siempre las acompaña, por un lado se encuentra un proceso de destrucción que genera graves daños al sistema financiero y por consecuencia a los países, ocasionando la pérdida de confianza, *cracs* en las bolsas, caída de los diversos activos que se han ido apalancando generados por la confianza hasta los suelos, aumento del desempleo, pobreza y una estrepitante pérdida del nivel de vida de la población. Lo que hace surgir la actuación del gobierno principalmente de los bancos centrales que buscan regular esos desajustes que se han ido generando a lo largo del *boom* en años anteriores. Por otro lado, surge la innovación que siempre va a acompañar a una crisis, ya que se busca innovar para salir del desastre, esto ocasionalmente es generado por las dos contrapartes que llevan a una crisis, el desastre y la oportunidad. Debido a que los activos están en los suelos, aquellos que poseen liquidez suelen comprar activos a precios de ganga y en un futuro ponerlos en el mercado cuando el caos ha pasado.

Estas crisis financieras son inherentes al sistema capitalista, siempre vienen acompañadas por un auge de algún bien o producto derivado del crecimiento económico, que conlleva una gran actividad económica en el sistema financiero apoyado por la expansión crediticia que han hecho las instituciones financieras gracias a que la confianza aumentado, dicha expansión es necesaria para seguir alimentando la especulación que ya se ha generado en los mercados financieros, lo que ocasionara el incremento del crédito que había sido más barato al inicio, y lo que obligara a que cada vez más las oscilaciones de los precios sean mayores, si los especuladores quieren seguir teniendo ganancias, pero cuando se haya llegado al precio más alto donde nadie esté dispuesto a seguir comprando, donde los precios son irreales, entonces esto desembocara en una bajada estrepitosa de los precios y surgirá la debacle financiera de los mercados contagiando al sistema financiero, quebrando bancos e instituciones financieras y dando paso a la crisis financiera.

## Capítulo 2. Crisis Financiera Estados Unidos de América, (2008-2012)

### 2. Introducción.

En el capítulo anterior se abordó teóricamente la conceptualización de crisis financiera, por lo que en este capítulo nos centraremos en el objeto de estudio que motivó la realización esta tesis: la crisis financiera estadounidense. Iniciaremos con un estudio detallado de las hipotecas *subprime* analizando como se fueron formando las características de los préstamos. Mostramos una breve cronología sobre el 2008 que nos permite conocer como se encontraba el entorno económico, dado que sin duda las crisis viene precedidas de auges, en este caso el auge de las hipotecas *subprime*, la especulación y el sobre-apalancamiento, los fraudes, las quiebras de instituciones importantes y los problemas de liquidez.

Estados Unidos de Américas en los años previos (2003-2007) había mostrado un periodo de estabilidad financiera, donde las tasas de interés eran bajas, un crecimiento económico sostenido, un auge en el sector inmobiliario, disminución en la tasa de desempleo que encontró su punto mínimo por debajo del 5 % en 2007, los principales índices mostraban una tendencia alcista, su deuda externa se había mantenido estable, todos estos factores generaron un *boom* en la economía, lo ocasionó en los mercados financieros un aumento en el nivel de confianza basado en las expectativas de que la economía seguiría un proceso de crecimiento económico.

### 2.1 Orígenes de la crisis hipotecaria

En este capítulo analizaremos los factores que dieron origen a la crisis hipotecaria en Estados Unidos de América (EUA), la cual desembocó en una crisis financiera global. La principal interrogante se centra en conocer ¿dónde se originó el problema? Hasta ahora conocemos que toda crisis tiene un epicentro, pero ¿cuál es el epicentro de esta crisis actual?

La crisis de las hipotecas *subprimes*<sup>10</sup> tuvo su epicentro en EUA dejando sentir sus

---

<sup>10</sup> Es importante señalar la diferencia entre una hipoteca *subprime* y una *prime*, estas últimas se diferencian de las primeras con base a su calidad crediticia y son diferenciadas dependiendo del historial crediticio, la calificación asignada, la relación entre el servicio de la renta y la deuda. Es por eso que las hipotecas *subprime* tienen menor calificación debido a que la probabilidad de repagar los créditos en su totalidad, contraídos, son menores a las *prime*. En los años 1990, los prestatarios que normalmente intentaban adquirir algún crédito con las características *subprime* por lo regular eran extremadamente limitados, ya que los riesgos de impago eran muy altos.

efectos a lo largo y ancho del planeta. Debido a la estrecha relación que guardan las instituciones financieras en el mundo con la bolsa de valores de EUA, varios factores fueron los detonantes del derrumbamiento de un aparato financiero de alcance global. Ejemplo de ello, la política de expansión del crédito que la Reserva Federal (FED) adoptó a comienzos de 2001 y a que ésta se vio enfatizada por los atentados sucedidos el 11 de septiembre en las “Torres Gemelas”, ocasionando con ello una caída en las bolsas, posteriormente vinieron las tensiones inflacionarias y la depreciación del dólar frente al euro. Esto llevó a que la Reserva Federal reestructurara la política aplicada hasta el momento.

La expansión de la liquidez propiciada por la disminución de la tasa de interés y el aumento del gasto deficitario del sector público generó expectativas de crecimiento en la economía estadounidense, al grado de que tanto la banca como las compañías inmobiliarias, empresas y grupos financieros reaccionaron expandiendo el crédito y asumiendo también posiciones de riesgo, hechos que se dimensionaron gracias a que habían disminuido los márgenes de seguridad en el otorgamiento de los créditos, fue entonces cuando empezó a tomar fuerza las expectativas de crecimiento esperadas, lo que aseguraría el reembolso futuro de los créditos contraídos previamente.

Se estima que un dólar invertido en el año 2003 podría haberse convertido en 60 dólares en el 2007 (Niño Becerra, Santiago 2009: 96). 2003 fue el año en que comenzó la aceleración en el consumo, el *boom* inmobiliario alcanzó velocidades especulativas, los productos financieros exóticos empezaron a proliferar, se produjo el derrumbe definitivo de los tipos de interés, fue el año en que inició la euforia<sup>11</sup> y en el que se generaron las bases de la crisis.

Estas acciones desembocaron en un aumento de la cartera crediticia flexibilizando las medidas en el otorgamiento de los créditos y en la reducción de las primas de riesgo<sup>12</sup> y a la par se dio la creación e introducción de nuevos instrumentos financieros. La certidumbre que se tenía en el funcionamiento de la economía trajo como consecuencia

---

<sup>11</sup> Euforia significa, el proceso del ciclo donde la gente se ha contagiado por el ascenso de los precios de algún producto, materia o servicio, generalmente se han obtenido cuantiosas ganancias por la variación en los precios lo que origina que también se adentren a invertir en esos productos.

<sup>12</sup> Las primas de riesgo el rendimiento extra que reciben los inversionistas en gran parte a que las inversiones están expuestas a un riesgo asociado, ya que estas se basan en estimaciones de los ingresos futuros, lo que implica necesariamente suposiciones acerca de costos y pagos futuros, por lo general los inversionistas no están dispuestos a tener activos con riesgo ya que prefieren un rendimiento fijo que una rendimiento volátil, entonces los inversionistas para hacer inversiones con riesgo sistémico o no asegurable, deben recibir un rendimiento extra o una prima de riesgo.

la emisión y venta de más títulos financieros y obligaciones a diversos inversionistas en el mercado que buscaban cubrirse del riesgo y asegurar mayores beneficios mediante prácticas especulativas.

Entre las prácticas especulativas desarrolladas, estuvieron los créditos hipotecarios *subprime*, los cuales eran otorgados a personas con bajo perfil crediticio, con poca experiencia crediticia y muchas veces no se revisaba su historial de ingresos. De ahí se puede señalar que gran parte de la crisis crediticia surge a partir del manejo del crédito por parte de los banqueros que buscaban expandir los créditos favoreciendo una estructura crediticia a favor de las hipotecas de alto riesgo *-subprime-*, sin tomar en cuenta en la mayoría de los casos, los efectos y consecuencias que se iban a generar, dado que en ese momento aumentaba la certidumbre sustentada en el funcionamiento estable de la economía estadounidense.

En esencia, los bancos e instituciones intermediarias tomaban prestado a corto plazo para prestar a largo plazo, esto sucede cuando los bancos están fuertemente apalancados, por tanto necesitan tener una cantidad suficiente de activos líquidos para hacer frente a los retiros de depósitos por parte de los clientes y deben mantener unas entradas constantes de pasivos líquidos para financiar sus propios préstamos; además deben poseer un capital propio considerable para hacer frente a las pérdidas sobre los préstamos y evitar impagos.

Dado que las hipotecas se establecen a largo plazo, el *boom* hipotecario ocasionó que los balances de los bancos e instituciones financieras mostraran una falta de liquidez, la respuesta a esta situación fue la titulización, en otras palabras la adopción propia de la banca de inversión, es decir las hipotecas se emitían pero no se conservaban en el balance, si no que se empaquetaban y se transferían a sociedades instrumentales *Special Purpose Vehicles*<sup>13</sup> también conocidos como una obligación de reserva con un monto mínimo llamados “coeficiente de capital”, entonces esas instituciones emitían títulos de deuda con respaldo hipotecario que se cotizaban en los mercados financieros a través de los inversionistas. Además, podemos afirmar que la solvencia de esos títulos estaba garantizada por instituciones evaluadoras y aseguradoras, y una vez que los bancos vendían los títulos recibían el anticipo original de la hipoteca y se comprometían en el otorgamiento de nuevos créditos.

---

<sup>13</sup> *Special Purpose Vehicles* son sociedades instrumentales creadas por los bancos que emiten títulos de deuda con respaldo hipotecario.

En complemento a lo antes dicho, los pagos de las hipotecas se concentraban en forma de intereses para los tenedores de dichos títulos, mientras que para todos los demás participantes incluyendo los emisores su premio eran las comisiones. Esto nos lleva a suponer que la adopción del rol de los bancos por la banca de inversión exigió como resultado la transformación de préstamos en intermediación de la circulación de valores con el propósito de absorber la ganancia en las comisiones. La titulización se dio al mismo tiempo en otros activos como fue el caso de los préstamos para la compra de automóviles, tarjetas de crédito, viviendas que es el tema de estudio, etc. Los bancos de inversión crearon las obligaciones de deuda colateral *Collateralised Debt Obligation* (CDOs), mediante una amplia gama de activos tales como hipotecas, créditos al consumo, bonos ordinarios e incluso títulos de deuda con respaldo hipotecario.

La titulización trajo como consecuencia directa a la economía la posibilidad de que se presentara un alto grado de insolvencia, en el que se podía caer debido a una variación en las tasas de interés, problema que no fue estimado correctamente. Este problema radica en que tanto los encargados o responsables de formular la política económica, *policymakers*, como los financieros compartían dentro de los mercados bursátiles la expectativa de que la economía de Estados Unidos de América se iba a situar en una etapa de crecimiento, por lo que tanto tomadores de decisiones como empresas desestimaron el impacto que se podía generar o el riesgo en el que se podía incurrir ante un cambio adverso dentro de la economía, por lo que ambos quedaron en la misma cuerda sin saber que en cualquier momento podía romperse y encaminarse a una catástrofe financiera.

El problema de las hipotecas en Estados Unidos de América radica en que las instituciones debieron exigir a sus deudores las garantías que permitieran asegurar el reembolso de los créditos en caso de algún incumplimiento, pero en estos créditos de alto riesgo no se exigieron y ese flanco descubierto llevó a pagar un alto costo que significó la insolvencia de las instituciones financieras debido a que los verdaderos titulares de las hipotecas en los Estados Unidos eran trabajadores, asalariados, que con frecuencia contaban con bajos recursos. Sí a esto le sumamos que los salarios reales no habían aumentado de manera significativa en el transcurso de la burbuja, ni si quiera para los asalariados de mayores ingresos, entonces el problema se vuelve más grande ya que los titulares de las hipotecas habían perdido poder adquisitivo.

El sistema financiero había construido una enorme estructura de endeudamiento



poniendo en riesgo su propia liquidez y solvencia, por lo que una vez que los impagos de las hipotecas en el 2006 se declararon en problemas serios los activos titulizados se volvieron muy riesgosos debido a una difícil venta y por ende los precios tendieron a bajar. Al estar enfrentando la bancarrota se tuvo que recurrir a los bancos que habían creado los títulos hipotecarios, y entonces los bancos empezaron a cargar con las pérdidas forzándose a retroalimentar su capital y restringir el crédito, y con ello restringir aún más la liquidez.

Con base en la teoría marxista podemos encontrar que la semilla del problema nace en el sistema capitalista, ya que los capitalistas buscaban invertir cada vez más para alcanzar un aumento de la ganancia, la cual se estaba obteniendo directamente de los salarios futuros de los trabajadores, al comprometer sus ingresos futuros, y a la postre esa búsqueda principalmente, en el largo plazo no hace más que mostrar y agudizar la vulnerabilidad y fragilidad del sistema mismo. Esta fragilidad es la causa de la recurrencia de las crisis<sup>14</sup>, es decir, los banqueros e instituciones financieras buscaron obtener nuevas ganancias aumentando su apetito y otorgando créditos a nuevas personas que no habían tenido experiencia en el mundo financiero, que tenían poca solvencia para hacer frente a sus deudas.

En ocasiones los ejecutivos de los bancos no desempeñan correctamente su papel al otorgar los créditos, entre estas imprudencias estaban el dejar a un lado la solicitud de información acerca de sus prestatarios para evaluar los riesgos y mantener niveles adecuados de capital. En Estados Unidos de América, normalmente los bancos adquieren información por métodos cualitativos (suaves) y cuantitativos (duros), los primeros se basan en el contacto regular con los clientes, relaciones personales o visitas a las instalaciones donde opera el prestatario, y los segundos implican el análisis de datos cuantitativos sobre las compañías, los mercados y la economía en general, por lo que dichos préstamos se realizan con base en un puntaje umbral, pero lo interesante radica en que las hipotecas de alto riesgo eran precisamente créditos para las personas que se encontraban por debajo de este puntaje, lo que llevó a que en el largo plazo este problema tuviera repercusiones de tipo financieras.

En esta tesis afirmamos que el problema financiero que desencadenó la crisis en el año 2008 tiene que ver con un alto nivel de confianza y la baja expectativa de

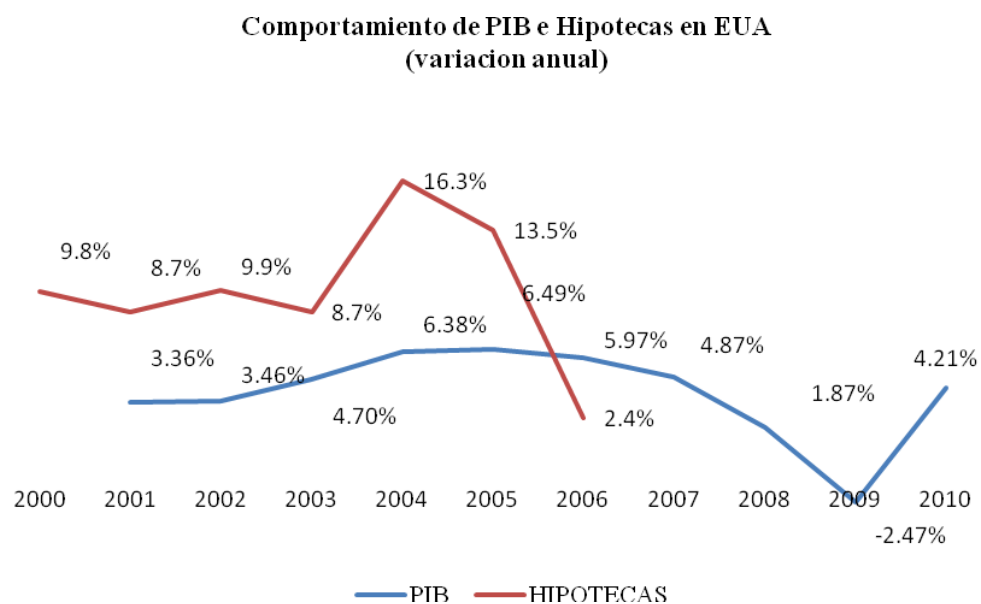
---

<sup>14</sup> Marx, Karl (1975) *El Capital*, México, Siglo XXI, vol. 6, pp. (115-145)

riesgo generados a partir de un *boom* en la economía, en años anteriores, lo que llevó a realizar operaciones cada vez mas riesgosas dentro del mercado financiero con la certidumbre que se iba alcanzar el crecimiento estimado por las autoridades, o la suposición por parte de los inversores de que la economía se encontraría estable, apoyados por las buenas notas por parte de las calificadoras que evalúan los diversos títulos financieros. A partir de estas suposiciones se generaron los nuevos portafolios de inversión buscando altos rendimientos y por lo general fuertemente apalancados. A esto debemos sumar que en la última década las tasas de interés a la vivienda permanecieron bajas, lo que incrementó los créditos en el sector inmobiliario trayendo como consecuencia un *boom* en el mercado de hipotecas al igual que en la rama de la construcción. Con estas ventajas, gran parte de la población pudo acceder a la adquisición de una vivienda, incluso aquellas personas que no tenían la capacidad de pago, que por lo regular poseían trabajos eventuales y no tenían los medios necesarios para garantizar la deuda contraída en caso de una pérdida de empleo.

De acuerdo a los datos publicados por *Bloomberg* el 15 de octubre de 2008, entre los años 2000 y 2007 la economía estadounidense alcanzó un crecimiento a la par del crédito hacia las viviendas como puede observarse en la siguiente gráfica.

Grafica 1



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

La tendencia de crecimiento del PIB en los Estados Unidos de América permitió que las estructuras crediticias y financieras fueran modificadas para justificar los altos niveles de endeudamiento de las familias. Como consecuencia de este sobre-apalancamiento se generó una estructura crediticia frágil, lo que nos lleva a dar por hecho que no fue un solo factor, si no varios factores los que originaron la crisis financiera. En una primera instancia encontramos la creciente burbuja especulativa, relacionada ampliamente con los activos de las hipotecas que cotizan en el mercado de capitales. Esta burbuja fue alimentada por los capitales provenientes de las empresas de tecnología que tras el colapso de 2001 buscaron un nuevo destino como medio de refugio. A esta causal debemos adicionar los efectos del atentado sobre las torres gemelas en esa misma fecha, pues se deterioró aún más el panorama de inestabilidad internacional impulsando a los bancos centrales de todo el mundo a bajar las tasas de interés con la única finalidad de poder reactivar el consumo en la sociedad y la producción a través del crédito.

Fue así como nació el gran auge de la industria inmobiliaria, la combinación de los factores antes mencionados en los mercados financieros transformaron el gran auge en gran burbuja. Debido a que podían obtener créditos con bajas tasas interés las familias estadounidenses empezaron a realizar operaciones de compra-venta de vivienda con fines especulativos, es decir, no compraban las casas para vivir si no pensando en venderlas a futuro. Conductas similares se habían seguido siglos atrás en el caso de la crisis de los tulipanes y en la crisis en la época del ferrocarril cuando se decía: “se escucha que por aquí va pasar el tren entonces hay que comprar tierras para vender” ya que van a subir de precio; en ambas ocasiones el precio de los terrenos se elevó y desencadenaron crisis financieras, cuando los precios eran irreales y no había ya nadie que quisiera seguir pagando por ellos. Además, esta especulación sobre el sector inmobiliario fue acompañada de un elevado y creciente apalancamiento debido a que las operaciones se realizaban con cargo a hipotecas que se cancelaban automáticamente con la venta para volver a comprar otra vivienda realizando una nueva hipoteca, entonces el problema se crea en el momento en el que no se financian ambas operaciones mediante la llamada hipoteca puente<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> La hipoteca puente, consiste en una hipoteca concedida como financiación temporal y con la garantía de un ingreso futuro del prestatario o deudor. Este tipo de producto financiero es utilizado por personas

Normalmente el mercado aportaba los beneficios al mundo inversionista, y es quien contribuye a la elevación de precios de los bienes inmuebles y de la deuda.

En el año 2008 hubo reajustes dentro del escenario macroeconómico estadounidense, ya que para el año siguiente la FED se vio obligada a aumentar los tipos de interés pasando del 1% al 5.25% ([www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)), con la finalidad de controlar la inflación. Estas medidas se vieron reflejadas en el precio de las viviendas que habían tenido un crecimiento constante desde el 2001, originando un descenso sostenido tanto del precio de las casas por la falta de certeza en el pago de los créditos, así como una caída en el nivel de ventas ya que ante un aumento de las tasas produjo una disminución en la capacidad de endeudamiento para las personas que habían adquirido un crédito para vivienda y para las nuevas personas que querían solicitar un préstamo para acceder a una vivienda ante el difícil panorama económico.

Fue en el 2008 cuando la crisis es plenamente palpable, la quiebra de *Lehman Brother* y *Fannie Mae & Freddie Mac* ocasionada por el impago de los deudores dejó al descubierto que las deudas habían crecido de forma espectacular, y numerosas entidades financieras empezaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a sus clientes inversores o recibir financiación de los prestamistas.

En los años previos al estallido de la crisis las ejecuciones hipotecarias se dispararon, en el año 2006 ascendieron a 1, 200,000, lo que trajo como consecuencia la quiebra de una gran cantidad de instituciones hipotecarias. Ese mismo año los problemas inmobiliarios se trasladaron a *Wall Street*, hecho que se reflejó en el índice bursátil de la construcción estadounidense (*U.S. Home Construction Index*) que tuvo una caída catastrófica 40%<sup>16</sup>.

Igualmente, en el año 2007 el problema *subprime* empezó a contaminar a gran parte de los mercados financieros internacionales, ya que los activos de las hipotecas habían sido adquiridos por inversionistas de distintas partes del mundo y por la estrecha relación que guarda *Wall Street* con el resto de las Bolsas, el impacto fue directo y amenazaba

---

que necesitan adquirir un nuevo inmueble y no disponen del tiempo necesario para vender su actual vivienda en condiciones óptimas. En este caso, se hipoteca la casa en propiedad, evitando un préstamo personal, y con la espera de un año por parte de la entidad financiera para que el cliente venda su casa y reestructurar la situación con el préstamo hipotecario que necesite finalmente. Este crédito se cancelará tras la obtención de la hipoteca definitiva, ya que al recibir la vivienda nueva el cliente suscribirá una hipoteca tradicional por un montante superior.

<sup>16</sup> *Buhayar Noah* “subprime mortgages” en [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

con una catástrofe financiera global. La noticia en este momento aún no era pública, pero ya se veía venir la tormenta, aunque muchos analistas que gozaban de buena reputación en el mundo de los negocios aseguraban que la situación sería transitoria, pero no fue así y pronto empezaron a salir a la luz los grandes problemas de las instituciones financieras. La desinformación de algunos inversionistas, la baja valoración de los riesgos y la liquidez agudizaron el proceso hacia la debacle financiera.

Las entidades bancarias recababan liquidez mediante la técnica de retirar de sus activos el dinero prestado por la vía de colocar cédulas hipotecarias u obligaciones de deuda colateral (*CDOs*), *CLOs* y de obligaciones hipotecarias garantizadas *CMOs*<sup>17</sup>, u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios.

A partir de septiembre de 2007 todo comenzó a cambiar, fue imponiéndose la idea de que las cosas no iban también como se pensaba, sobre todo como los funcionarios o políticos aseguraban. Esta apreciación del panorama económico mermó la confianza de los inversionistas, por lo que ya en el 2008 comenzaron las intervenciones masivas y directas en numerosas entidades de Estados Unidos y Europa. Estas fueron realizadas directamente a través del Estado o de entidades privadas que contaban con su soporte.

## **2. 2 Cronología del Estallido de la Burbuja en 2008**

16 marzo. El Banco Comercial *J.P. Morgan* adquiere al banco de inversión *Bear Stearns* con el fin de evitar su quiebra teniendo el respaldo de las Reserva federal.

11 de julio: El Congreso Estadounidense aprueba el rescate del mercado hipotecario respaldando a las entidades hipotecarias *Fannie Mae and Freddie Mac* que tienen en sus arcas cerca de la mitad de la deuda hipotecaria a nivel nacional rondando los 25 billones de dólares. El rol de estas instituciones hipotecarias era comprar hipotecas a entidades, que prestan el dinero, para luego venderlas a inversionistas. La intervención fue directa asegurando muchas operaciones.

6 de septiembre. El Tesoro Estadounidense a través de un decreto nacionaliza las entidades *Fannie Mae and Freddie Mac*

---

<sup>17</sup> Obligaciones con garantía del préstamo son las mismas que las obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO), excepto para los activos que garantizaban la obligación. CLO permiten a los bancos para reducir los requerimientos de capital regulatorio por la venta de grandes porciones de sus carteras de préstamos comerciales a los mercados internacionales, la reducción de los riesgos asociados con los préstamos.

14 de septiembre. Sucumbe uno de los bancos más grandes de inversión estadounidense, *Lehman Brothers*. Empiezan las absorciones, *Merrill Lynch* es absorbido por *Bank of América*, con ello inicia una caída generalizada de las cotizaciones bursátiles.

15 de septiembre. El Fondo Monetario Internacional augura un panorama devastador y dice que lo peor está por llegar.

16 de septiembre. La Reserva Federal estadounidense entra al juego mediante inyecciones masivas de liquidez, también diversos Bancos Centrales de países o regiones toman medidas: el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, con el propósito de devolver la confianza que se había convertido en tensión en los mercados.

17 de septiembre. Se da la nacionalización de la mayor aseguradora del mundo American International Group (AIG) por los Estados Unidos.

18 de septiembre. El gobierno de EUA aprueba el plan de recate estatal 0.7 billones de dólares, con el propósito de que tanto bancos estadounidenses como extranjeros con negocios en tierra norteamericana puedan cambiar sus activos contaminados por dinero público. *Goldman Sachs* y *Morgan Stanley* son obligados a convertirse en bancos comerciales quedando a supervisión de la Reserva Federal.

26 de septiembre: *J.P. Morgan* adquiere a *Washington Mutual* la principal caja de ahorro de Estados Unidos.

27 de septiembre. Irlanda se convierte en la primera economía europea en entrar en recesión.

28 de septiembre. Se dan intervenciones de varios gobiernos europeos en diversas entidades bancarias a través de otras entidades bancarias, como ejemplo tenemos al gobierno británico que nacionaliza el banco *Bradford & Bingley* (B&B). En un acuerdo respaldado por el gobierno de EUA., *Wachovia* - la cuarta institución financiera en importancia del país- pasa a manos de *Citigroup*, su principal rival. La Cámara de Representantes de EUA rechaza el plan de rescate. Esto provoca una nueva caída en las acciones de *Wall Street*: el índice *Dow Jones* baja un 7%, la caída más pronunciada en un solo día provocando caos en los mercados financieros y caídas de las cotizaciones bursátiles.

29 de septiembre. La Comisión Económica Europea anuncia un plan de apoyo a la economía real cuyos objetivos declarados son proteger el empleo, el poder adquisitivo y la prosperidad de los ciudadanos. Se preveía fuera presentado el 29 de noviembre. El plan se basaría en medidas de corte keynesiano para impulsar la demanda: anticipar pagos de proyectos cubiertos por los fondos de cohesión, ampliar los criterios de utilización de los recursos del Fondo de Ajuste a la Globalización, reformar el capital del Banco Europeo de Inversiones a fin de atender a las pymes, reprogramar los recursos del Fondo Social Europeo con el propósito de reintegrar a los desempleados en la actividad laboral, destinar ayudas a los desempleados para crear empresa, estimular la eficiencia energética, promoviendo los automóviles verdes, por ejemplo mediante la concesión de préstamos a bajo interés a la industria del automóvil para su construcción, fomento de las exportación. El requisito de equilibrio presupuestario consistiría en que el déficit presupuestario no debía sobrepasar el 3 % del PIB y ser interpretado con flexibilidad.

30 de septiembre. Los Estados irlandeses y griego deciden garantizar el 100% de sus depósitos bancarios, provocando con ello el tránsito entre entidades financieras británicas a irlandesas.

4 de octubre. En Estados Unidos la Cámara de Representantes aprueba el Acta de Estabilización Económica de Urgencia 2008, por lo que el Estado destina 0.7 billones de dólares para sostener al Sistema Financiero, siendo el monto más grande desde la crisis de 1929.

5 de octubre. El Estado Alemán declara que garantizará el 100% de los depósitos bancarios.

16 de octubre. Inicia una propuesta para la reunión del G-8 más Brasil, India, China y Sudáfrica a fin de abordar la reforma del sistema financiero internacional, con ello se busca un proyecto de corto, mediano y largo plazo con la finalidad de estabilizar el sector financiero mediante las intervenciones en banca. También se busca crear una nueva arquitectura financiera y convertir al FMI en un súper inspector que vigile si se cumplen los objetivos fijados con base a estándares que se aplicarían en todos los países.

18 de octubre. Se busca llevar a cabo una cumbre de líderes internacionales para abordar las posibles soluciones a la problemática financiera.

21 de octubre. Nicolás Sarkozy presidente de Francia propone la creación de un Gobierno Económico claramente identificado en la zona euro y en colaboración con el Banco Central Europeo, así como la creación de sus propios fondos soberanos, que sean coordinados entre sí a fin de invertir en las empresas comunitarias y evitar que caigan en manos de capital extranjero en un momento en que su cotización bursátil se encuentra en mínimos históricos.

La Reserva Federal decide avalar por un importe de 412,000 MDD la compra de activos (pagares, papel comercial) de 50 fondos de inversión del mercado de dinero, fondos que se dedicaban a comprar este papel a empresas que los utilizaban para sus gastos corrientes. La medida está en vigor hasta abril de 2009. Francia destina 5,000 millones de euros para financiar a los ayuntamientos que no consigan financiación por deuda.

Argentina nacionaliza los fondos de pensiones privados.

27 de octubre. En Estados Unidos se firma el acuerdo por el que el Estado nacionaliza parcialmente las nueve mayores entidades financieras del país y diez entidades regionales.

El Kuwait Gulf Bank, segundo mayor banco de Kuwait, es intervenido por el Estado debido a las pérdidas ocasionadas por sus inversiones en derivados bancarios y la depreciación del euro frente al dólar. En Dubái se da un fuerte enfriamiento de la demanda inmobiliaria (situación de importancia por el gran despliegue de construcción de rascacielos en ese país).

28 de octubre. El Primer Ministro de Reino Unido propone que China y los países petroleros del golfo entren en el FMI a fin de generar una nueva estructura financiera internacional con el propósito de disponer de los recursos precisos para intervenir cuando sea necesario.

29 de octubre. La Comisión Europea anuncia un plan de apoyo a la economía real, cuyos objetivos son proteger el empleo, el poder adquisitivo y la prosperidad de los ciudadanos. Este plan se basa en medidas de corte keynesiano para incentivar el consumo y con ello la demanda agregada.

30 de octubre. El director del FMI, Dominique Strauss-Kahn, anuncia una reunión del G20 en Washington para proponer una estrategia de regulación global en torno a cinco ejes:

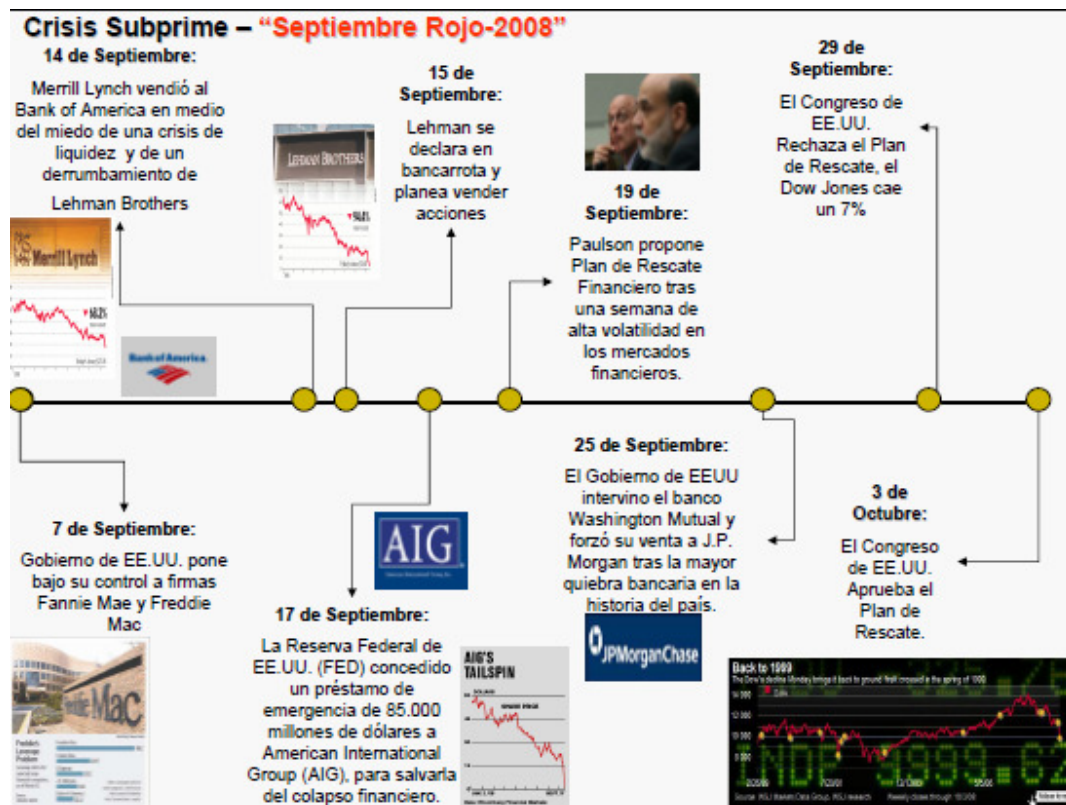


1. Nuevo préstamo para solventar problemas de liquidez a corto plazo.
  2. Aumentar los recursos del FMI.
  3. Analizar las políticas económicas ejecutadas que han conducido a las burbujas financieras.
  4. Supervisar las nuevas regulaciones financieras diseñadas por el FMI y el Foro de Estabilidad Financiera (los grandes bancos centrales).
  5. Ayudar a replantear un sistema mundial más coherente.
- 31 octubre. Reino Unido necesita liquidez y vende el 31 % de su capital a dos fondos soberanos de Qatar y Abu Dabi.

2 de noviembre. El Banco Luso<sup>18</sup> nacionaliza al banco Portugués de Negocios debido a sus pérdidas ocultas.

En el siguiente cuadro se presenta resumidamente la cronología del estallido de la burbuja en 2008. Véase el cuadro 1.

Cuadro 1



Fuente: [www.cnnexpansion.com/economia/2008/09/22/crisis-sub-prime](http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/09/22/crisis-sub-prime)

<sup>18</sup> Luso hace referencia a una población en Portugal

De acuerdo al análisis anterior se puede asegurar que el riesgo de las hipotecas *subprime* fue trasladado de los bancos, que empaquetaron los créditos para venderlos, a las sociedades financieras o instituciones intermediarias que colocaron títulos en los mercados financieros con respaldo en hipotecas y que eran adquiridos por diversos inversionistas, de diferentes parte del mundo. Esto es, el riesgo fue trasladado desde los bancos hasta los inversionistas.

Las calificadoras que tienen el papel de valorar el riesgo, tal es el caso de *Standard & Poors* (S&P) y *Moody's*, no llevaron a cabo correctamente su papel, ya que otorgaron calificaciones AAA, que simbolizan una calificación de bajo riesgo, a activos de alto riesgo como fueron los activos de la hipotecas *subprime*, cuando en realidad debieron ser evaluadas con una calificación de menor grado. Las calificadoras endurecieron su criterio de evaluación, ya desatada la crisis, no antes, debido a que la crítica por su gran responsabilidad empezaba a ser muy dura.

### **2.3 Boom del mercado hipotecario**

En puntos anteriores señalamos que la política de la FED de mantener bajas las tasas de interés es una de las causas de la crisis de las hipotecas *subprime*. Como mencionamos, los bajos tipos de interés permitieron a diversos prestatarios de bajo perfil (en cuestión de solvencia) poder acceder al crédito para adquirir una vivienda. Esta demanda de bienes raíces se empezó a consolidar desde finales de los años noventa, ya que el auge empezó en 1996 y duro alrededor de 10 años. Ese auge de activos se convirtió en una manía; los propietarios de una casa querían una más grande, los que todavía no eran propietarios querían ingresar en el mercado de la vivienda e incluso a precios demasiado altos, ya que se generó un sentimiento de desesperación, ahora o nunca, especialmente porque en los mercados se experimentaba una revalorización de los bienes raíces, por lo que las entidades financieras buscaron la creación de préstamos a la medida de los riesgos especiales de aquellos cuyo perfil de ingresos no eran los mejores, dado que los precios de las casas iban vertiginosamente a la alza se podía dar a los compradores préstamos por montos superiores a 80 % del precio de su nueva casa; o se le podía otorgar dos préstamos: uno de 80% haciendo el préstamo de tal manera que fuese potencialmente vendible a la Asociación Federal Hipotecaria Nacional de Estados Unidos y otro de 20 % restante del precio. Con ello se desencadenó la fase de la burbuja del mercado de las casas dada la expansión continua de los precios reales de las casas a

pesar de que los ingresos reales de las familias se habían estancado.

Cuando se generó el estallido de la burbuja tecnológica en Estados Unidos en el 2001 el auge de la vivienda resultó ser la fuente principal de recuperación y crecimiento especialmente en el año del 2002 ya que se estima que aproximadamente el 40% del crecimiento económico dependía del sector de la vivienda (Kaneko y De Wit, 2008: 9).

Podemos afirmar que el auge de la vivienda hubiera sido imposible sin la expansión de las finanzas que se destinaron a cubrir las necesidades de este sector, como ya hemos mencionado en el capítulo I los préstamos se dividieron básicamente en dos tipos: los llamados preferenciales y los sub-preferenciales, en estos últimos pondremos mayor atención porque como, ya también, se ha dicho son préstamos otorgados a personas que tienen un bajo perfil en términos de ingresos y presentan problemas de solvencia económica, entonces afirmamos que estos préstamos se otorgaron a personas con un historial de pagos atrasados en créditos anteriores o con un puntaje crediticio FICO estimado en menos de 660 puntos<sup>19</sup>. Costas Lapavitsas, (2011:246)

En el 2001 se presentó un crecimiento considerable, especialmente en los préstamos sub-preferenciales, el resultado ante esto fue un aumento constante en los precios de las viviendas hasta que en 2006 su nivel se duplicó en comparación con el año del 2006. Por otro lado, ese mismo año los préstamos no liquidados para la vivienda alcanzaron 13 billones de dólares, cifra casi equivalente al PIB. Ahí se iniciaban las primeras interrogantes sobre si la economía estaba funcionando bien.

Tan solo en el año 2006 los préstamos sub-preferenciales representaron 20 % del flujo de nuevos préstamos que ascendieron a 1.7 billones de dólares estadounidenses. Continuando con esta investigación, surgirá la pregunta ¿Cuál es el monto usual de un préstamo sub-preferencial?, los préstamos sub-preferenciales en promedio oscilaban los 200,000 dólares (Japan Cabinet Office, Policy Planning Room, 2007:78 ), sin embargo se otorgaron préstamos sub-preferenciales a 25 millones de personas, cuyo promedio por crédito fue de 400,000 dólares lo que elevó el volumen total del crédito para la vivienda a finales del 2006 a 13 billones asumidos por 32.5 millones de hogares, elevó el precio real de la vivienda hasta el año 2005, y la relación precio de la vivienda-ingresos se colocó por encima de 5 a 1 en el periodo 2000-2005 como se muestra en el cuadro 2

---

<sup>19</sup> Sistema de puntaje de crédito iniciado por Fair Isaac Co., cuyo puntaje máximo es de 990 puntos, el cual utilizaba para evaluar al cliente antes de otorgarle un préstamo para adquirir una vivienda.

Cuadro 2

**Cambios en precios medios de la vivienda e ingresos medios en Estados Unidos  
de América, 2001-2007**  
**(variación porcentual)**

Periodo	Ingresos medios reales de los hogares	Precios reales de la vivienda (nueva y usada)	Proporción entre los precios de la vivienda y los ingresos
1991-1994	-0.19	0.93	1.15
1995-1999	3.08	2.27	-0.3
2000-2005	-0.21	4.97	5.2
2007	0.04	-3.05	-3.09

Fuente: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

La tabla muestra que los ingresos reales descendieron a un ritmo de 0.21% anual de 2000 a 2005, mientras que los precios de las casas aumentaron a 5% anual, los afroamericanos y latinos fueron los principales consumidores de vivienda, muchos de ellos se encontraban en los estratos más pobres con ingresos menores a 25,000 dólares anuales, incluso a partir del 2000 el crédito de alto riesgo también incluía los préstamos otorgados a los propietarios ordinarios. A estos últimos solicitantes se les podría permitir tomar préstamos con tasas de descuento especiales por periodos limitados. Para hacer que un comprador potencial pudiera acceder a una casa se le hacía un préstamo a una tasa gancho, inferior a la del mercado, para el primer año o para los dos primeros años de la hipoteca. La brecha entre las tasas del mercado y las tasas gancho se podía amortizar y toda la hipoteca se podía refinanciar a una tasa de mercado ajustada al riesgo después de que expirase la tasa gancho. La revalorización del precio de la vivienda anularía finalmente los riesgos de la compra de una casa financiada al 100%, y el previsible de aumento de los ingresos y el crecimiento previsible de los precios de las

casas podían a su vez compensar los pagos demasiado onerosos de casas. Asimismo, a esos instrumentos se podía añadir, como justificadas, las cláusulas de cobro de servicios y comisiones bancarias y de penalizaciones (Lapavitsas, 2011:129-131).

En un estudio sobre el comportamiento de los créditos hipotecarios concedidos en 2005 y 2006 se descubrió que entre 55% y 61% del total de quienes adquirieron hipotecas de alto riesgo tenían una calificación crediticia lo suficientemente alta como para obtener préstamos convencionales (Brooks y Simon, 2007: 67), y que los intermediarios hipotecarios que vendieron esos títulos de crédito obtuvieron como ganancia unos cobros de servicios y comisiones bancarias más altos que los que hubiesen obtenido mediante la venta de créditos hipotecarios convencionales. Durante el periodo 2001-2003 la emisión de hipotecas totalizó con 9.04 billones de dólares, de los cuales 8.4 % fueron préstamos de alto riesgo, y 55 % de las emisiones de crédito de alto riesgo o 418,000 MDD fueron titulizadas, mientras que en el periodo 2004-2006 las emisiones totales de hipotecas fueron las mismas en términos de normales, es decir 9.02 billones de dólares; sin embargo el 19.6 % fueron préstamos de alto riesgo, de los que 78.8% aproximadamente, 1.391 billones de dólares, fueron titulizados<sup>20</sup>. Además, también se dio la titulización de préstamos puente de los fondos de capital privado para compras apalancadas, préstamos para la adquisición de bienes raíces, financiamiento de la construcción, deudas por cobrar de tarjetas de crédito etc.

Los créditos se otorgaron tanto a tipos de interés variables como fijos, los primeros comenzaron a sentir los efectos de una creciente carga financiera en el momento en el que las tasas empezaron a tener variaciones a la alza, mientras que los segundos vieron seriamente limitadas sus negociaciones de refinanciamiento para adquirir nuevos préstamos, lo que causaba dificultad para sufragar los costos y principal de los créditos adquiridos con anterioridad, viéndose afectadas las compañías hipotecarias. Tan solo en los primeros siete meses del 2007 unas 80 compañías que proporcionaron hipotecas de alto riesgo quebraron, fue entonces cuando las grandes agencias calificadoras de la solvencia crediticia recibieron presiones para revisar sus métodos de evaluación del riesgo de incumplimiento en el mercado de crédito de alto riesgo en los Estados Unidos. (Pittman, 2007: 89). Posteriormente se vino la debacle ya que el 20 de junio el banco *Bear Stearns* se vio obligado a cerrar dos fondos de inversión de alto riesgo que

---

<sup>20</sup> Los datos fueron tomados del *Mortgage Market Statistical Annual*, aparece en el cuadro 1 de Wray (2007:30)

operaba para sus inversionistas; seis semanas después *American Home Mortgage* cerró sus puertas, mientras que el banco hipotecario *Countrywide Financial* entró en crisis.

Algunos de los bancos más grandes como fue *Goldman Sachs*, fomentaron el desastre al hacer paquetes y vender valores con garantía en hipotecas de alto riesgo, tan solo en el 2007 entre el 16% y 24 % de los valores de alto riesgo agrupados en paquetes tenían al menos 60 días de atraso en los pagos, lo que sumaba 73,700 MDD de préstamos en mora. Al año siguiente un gran número de viviendas fueron a juicio hipotecario, muchas de ellas habían sido comercializadas entre los hogares que años antes habían sido excluidos racialmente, lo que afectó directamente a los bancos nacionales y transnacionales que se vieron obligados a aceptar la devolución de instrumentos de alto riesgo negociables en sus balances financieros y a declarar pérdidas por centenas de miles de millones de dólares, razón por la cual se vieron obligados a buscar inyecciones de capital y a reducir drásticamente la oferta de crédito.

#### **2.4 Especulación y sobre apalancamiento financiero**

Primero definamos el concepto de especulación, lo podemos ver como el conjunto de operaciones de tipo comercial y financieras cuyo objetivo es la obtención de un beneficio monetario sustentado en las expectativas de cambios o fluctuaciones de los precios.<sup>21</sup> Un especulador por lo regular busca beneficiarse de un cambio en el precio futuro, más no busca disfrutar de un bien de compra, es decir, compra un bien pensando en que su precio tendrá modificaciones seguras y se podrá beneficiar de ese diferencial. Pero esto no sucede simplemente con especuladores habituales, sino también las empresas entran al juego, ya sea en la compra de materias primas o algún otro activo que consideren que tendrá fluctuaciones en los precios. Al inicio de la prosperidad el tipo de interés es bajo, lo que motiva la cotización del capital financiero, siendo seguro y aumenta a consecuencia de las bajas tasas de interés, al mismo tiempo crece la especulación que anhela descontar para si las cotizaciones crecientes, aumentando la demanda de acciones y la cotización vuelve a subir, además la especulación puede aprovechar también pequeñas oscilaciones en las cotizaciones, como las que reinan en el primer periodo de la prosperidad (Hilferding, 1971: 299).

Regresando al tema central de esta tesis, podemos afirmar que tanto los inversionistas

---

<sup>21</sup> Las fluctuaciones se refieren a la variación de los precios, es decir al aumento o disminución.

habituales como advenedizos<sup>22</sup> creían que el precio de las casas iban a mostrar una tendencia a la alza, sostenido en las expectativas de crecimiento de la economía de Estados Unidos, por lo que la lógica era que ante ese cambio en el precio de las casas se podía obtener una ganancia. Esto lo aprovecharon las instituciones financieras dando facilidades a los compradores de las casas, ya que al ver unas bajas tasas de interés en los préstamos y una disminución en las restricciones, siendo la mayoría usuarios de bajo perfil crediticio, decidieron entrar al mercado.

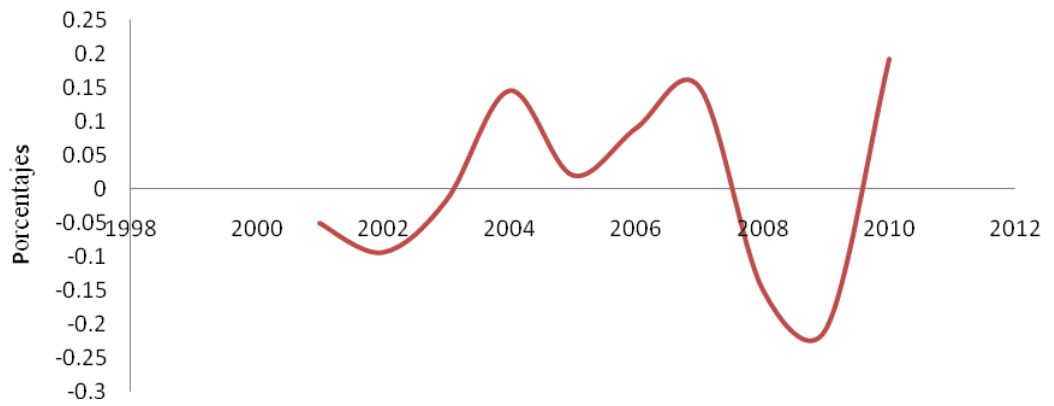
Ahora llega el momento de entender el término sobre-apalancamiento financiero, en especial el apalancamiento en la compra de acciones. Cuando los tipos de interés son bajos normalmente las empresas pueden asumir una posición de deuda mayor, ya que la carga será más reducida y podrá ser financiada con los beneficios obtenidos. Las empresas contratan créditos para financiar sus procesos productivos y para hacer frente a sus pasivos a corto, mediano y largo plazo. Una parte muy significativa de esta financiación entre 2003 y 2006 la utilizaron en la compra apalancada de acciones en los mercados bursátiles. Las acciones cuando recién son colocadas en el mercado bursátil son acciones primarias, pero estas por lo general tienen un mercado secundario, es decir se vuelven a revender de acuerdo a la oferta y la demanda, lo que trae como consecuencia que si se tiene una expectativa de crecimiento de la firma que está emitiendo esa acción se empieza a alimentar la idea de que el activo seguirá creciendo, situación que se muestra en la grafica 2.

---

<sup>22</sup> Los especuladores habituales son aquellos que tienen experiencia en los mercados, mientras que los advenedizos entran por *hobby*.

Gráfica2

***Dow Jones Industrial***



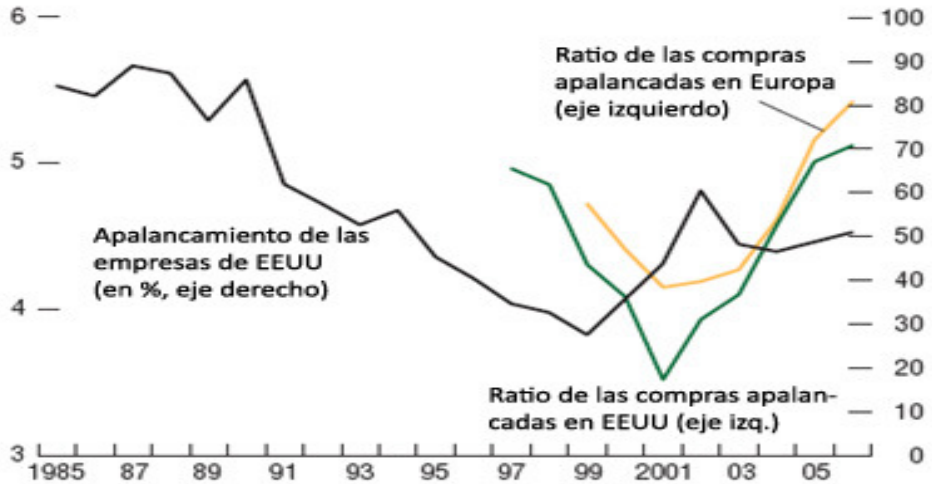
Fuente: Elaboración propia con estadísticas de *Wall Street*

Los empresarios han manejado sus estructuras productivas de acuerdo a las nuevas condiciones financieras existentes, es decir se endeudaron a bajas tasas de interés (con el respaldo de sus empresas) y destinaron esos recursos a la compra apalancada de acciones de nuevos proyectos productivos, esta es una modalidad de las nuevas formas de inversión. En estas partidas, las empresas esperan que su inversión sea rentable, y lo será siempre y cuando el capital destinado a adquirir la firmas sea mayor al costo de oportunidad de haber invertido en proyectos diferentes. Por lo general, se espera que los rendimientos generados sean mayores al costo de la deuda como se aprecia en las gráficas 3 y 4.



Gráfica 3

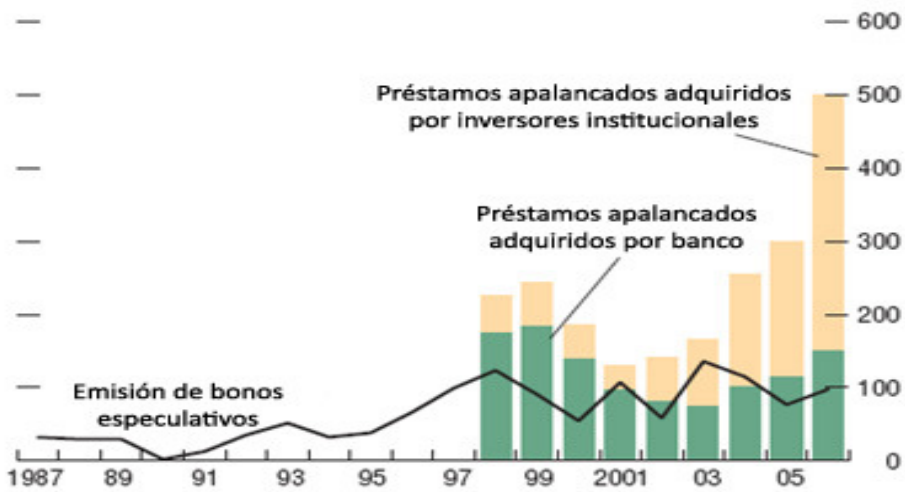
**Apalancamiento empresarial y compras apalancadas  
(Porcentaje)**



Fuente: Standard & Poor's (2008) *Board of Governors of the Federal Reserv System* IMF (2008), *Staff estimates*, publicado en *Boletín Observatorio de Coyuntura Económica* Julio-septiembre "Crisis Subprime", elaborada por Juan Ramón Rallo.

Grafica 4

**Emisión de bonos especulativos y de préstamos apalancados  
(Miles de millones)**



Fuente: Bloomberg L.P.; Standard & Poor's

## **2.5 Desarrollo de la crisis**

Como ya hemos analizado, la crisis *subprime* tiene sus orígenes varios años atrás, pero sus manifestaciones se empiezan a dar a conocer en julio del 2007, año cuando empieza a generarse un *default* generalizado de las hipotecas *subprime* por diferentes motivos que hemos ido abordando en apartados anteriores. Los movimientos en los tipos de interés que manejó la FED en junio de ese año provocaron que la situación se volviera difícil para muchas familias estadounidenses que habían adquirido casas. El costo de la deuda fue cada vez mayor y se elevó la dificultad de poder refinanciarla debido a la desaceleración en los precios de la vivienda. Las deudas resultaron impagables, se dispararon, en especial los créditos hipotecarios contraídos entre 2006 y 2007. La crisis no surgió directamente de problemas en la producción, aunque ya ha causado muchos trastornos, se precipitó por las deudas de los trabajadores norteamericanos de las capas más pobres, por tanto esta crisis es el resultado de la financiarización de los ingresos personales, como lo es la vivienda, educación, salud, pensiones, seguros y consumo.

La crisis se volvió mundial debido a la transformación de los bancos y al proceso de globalización que se ha venido dando con el transcurso de los años, además de que los bancos se han distanciado cada vez más del capital industrial y comercial para tener un gran peso en el capital financiero, al mismo tiempo se han adoptado nuevas prácticas de la banca de inversión que vuelto al ingreso personal como nuevas fuentes de ganancia. Esto dio como resultado el surgimiento de una burbuja a través de la combinación del ingreso personal con los bancos de inversión. Los bancos empaquetaban las deudas para poderlas sacar de su balance, después las vendían a una sociedad de inversión que su vez colocaba en los mercados financieros para que fueran adquiridas por inversionistas de todo el mundo buscando altos rendimientos, fue así como se propago la crisis debido a la gran relación que tienen las bolsas del todo el mundo en la cual se compran y venden activos sin importar las fronteras.

## **2.6 Quiebra de instituciones financieras y grandes firmas**

Charles Kindleberger señala, la caída de una gran institución financiera que se pensaba era casi imposible de colapsar, o la aparición de un fraude, es la señal de la aparición a la luz de una crisis financiera. El 15 de septiembre del 2008 salió a la luz la noticia que pondría temblar al mundo entero *Lehman Brothers* el cuarto banco más grande de

Estados Unidos se declaraba en bancarrota, ocasionada por la combinación de las malas políticas por parte de sus directores y la ocultación de información que permitió a *Lehman* seguir obteniendo financiamiento cuando sus estados financieros se encontraban en estado crítico. Su dispositivo de contabilidad Repo 105 también entró en crisis. *Lehman* usó este dispositivo para extraer cerca de 50,000 MDD de activos indeseables de sus balances al final de los trimestres primero y segundo del año 2008, en lugar de vender esos activos como pérdidas.

Esta institución fracasó en su intento por recaudar capital vendiendo activos para poder absorber pérdidas por amortizaciones vinculadas a inversiones en hipotecas, pero ni *Bank of América*, ni la *Correduría China CITIC Securities* y el Banco Estatal Surcoreano *Korea Development Bank* se decidieron a comprar acciones de la entidad, lo que llevó al gobierno estadounidense a rescatar al banco. En la actualidad algunos negocios de *Lehman Brothers* siguen operando como una institución independiente.

## **2.7 Disminución del efectivo y aparición del fraude**

La disminución de efectivo ha sido uno de los principales problemas que han presentado las crisis financieras a lo largo de la historia, es por ello que en este capítulo explicaremos la función del dinero y de la institución que la regula, es decir el papel que juegan los Bancos Centrales de cada país, en este caso pondremos toda nuestra atención en la FED, y explicaremos una de los principales señales del inicio de una crisis, como lo es la aparición del fraude o la caída de una institución financiera de gran magnitud que por su fortaleza y alcance se piensa que nunca sucederá.

La masa monetaria y las tasas de interés<sup>23</sup> juegan un papel importante en la economía, en especial por el atesoramiento que puede ser considerado como una primera aproximación por la preferencia por la liquidez, es por ello que analizaremos a fondo la liquidez, ya que fue uno de los principales problemas que presentaron las instituciones financieras cuando vino la debacle económica en Estados Unidos en el 2008, así que enfatizamos el papel predominante de las expectativas de los agentes, pues prever el futuro es incierto, entonces las crisis estarán en gran medida sujetas a los cambios en las expectativas que los entes económicos experimenten. Para Keynes las expectativas de los inversionistas se determinan no tanto por el rendimiento esperado de un bien o un

---

<sup>23</sup> Las tasas de interés son el resultado de privarse de la liquidez por un periodo determinado.

activo, sino por otro factor que él llama su *animal spirit*<sup>24</sup>, esto en gran medida significa que la información estadística sobre las expectativas de rendimiento puede no estar presentada en forma adecuada. Es decir cuando la incertidumbre se agudiza, trae como consecuencia, que los agentes opten por preferir la liquidez en vez del gasto que a su vez genera una tendencia a la baja tanto en el consumo, como en la inversión, y en consecuencia la demanda agregada puede caer. Esto nos muestra ahora que la preferencia por la liquidez, presentada durante la crisis del *subprime*, es consecuencia lógica de un sistema económico en constante movimiento que fue forjado en gran parte sobre expectativas, incertidumbre y desequilibrios. Esto nos ayuda en el entendimiento de la evolución de la misma y en la comprensión del fenómeno del colapso de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos.

Normalmente la explicación más típica y con frecuencia la predominante sobre la crisis no es una alza en la tasa de interés, sino un colapso repentino de la eficiencia marginal del capital<sup>25</sup> si a esto le sumamos el pesimismo y la incertidumbre del futuro que son acompañadas de un derrumbamiento en la eficiencia marginal del capital, el resultado será un aumento decisivo en la preferencia por la liquidez en consecuencia un alza en la tasa de interés. Razón por la cual se agravará notoriamente el descenso de la inversión.

Keynes sostiene que la preferencia por liquidez obedece al motivo especulación, dependiendo de la relación entre la tasa corriente de interés y el estado de las expectativas, y advierte que la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación (Keynes, 2003: 201). Además, argumenta que en el momento en que el desarrollo del capital en una nación se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal (Keynes, 2003: 167). En consecuencia, a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo del predominio de la especulación aumenta y en este sentido es raro que se invierta para percibir una renta. De este modo, no será fácil encontrar un agente que quiera comprar un valor redituable, si no tiene la certeza de una apreciación del capital. Esto es solo una forma de decir que cuando un

---

<sup>24</sup> Para Keynes es entendido como el instinto que muestra un agente.

<sup>25</sup> Según Keynes, Eficiencia Marginal del Capital se define como la relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invirtiera en un bien recién producido; no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original (Keynes, 2003: 147).

agente compra una inversión está pensando en el rendimiento probable como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración. Entonces se puede señalar que en circunstancias normales, el volumen de dinero necesario para satisfacer el motivo transacción y el motivo precaución que señala Keynes es principalmente el resultado de la actividad general del sistema económico y del nivel de los ingresos monetarios. Pero la administración monetaria hace sentir su efecto en el sistema económico por su influencia sobre el motivo especulación, esto debido a que la demanda de dinero que busca satisfacer los motivos anteriores no responde a cualquier influencia, mientras la experiencia señala que la demanda total de dinero que busca satisfacer el motivo especulación suele mostrar una respuesta continua ante los cambios graduales en la tasa de interés que muestra una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación con los que ocurren en la tasa de interés, debidos a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos (Keynes,2003: 199).

Entonces, habiendo analizado todos los puntos anteriores, podemos entender la creciente demanda de dinero por motivo especulación en un mundo globalizado. Con ello pasamos a la tendencia hacia la financiarización de las economías esto debido a que en ellas ha cobrado gran importancia el capital especulativo que tiene que ver con el concepto de liquidez analizado por Keynes. La liquidez en los mercados de inversión tiende a facilitar el curso de las nuevas inversiones por el hecho de que cada inversionista individual se hace la ilusión de que sus activo es líquido (aunque no puede ser cierto para todos los inversionistas colectivamente), es decir calma sus nervios y los anima mucho más a correr el riesgo. Por otra parte, si las compras individuales de inversiones perdieran su liquidez, esto podría obstruir seriamente las nuevas inversiones mientras el individuo disponga de formas alternativas de conservar sus ahorros.

En este sentido podemos decir que la crisis de la demanda efectiva encuentra un asidero en la crisis *subprime* ocurrida en los Estados Unidos, pues ésta ocurre en gran parte porque los individuos prefieren la liquidez. Ahora nos surgirá la duda, pero ¿cómo la crisis *subprime* puede tener efectos sobre la demanda y las actividades reales de la economía?, para contestar está interrogante utilizaremos el enfoque keynesiano y lo complementaremos con las aportaciones hechas por Minsky. El hecho de que el sistema económico privilegie altamente las actividades financieras, y las crisis puedan transmitirse y repercutir en las actividades de tipo real encuentra gran parte de su

explicación en lo que Keynes denominó la no neutralidad de la moneda, ya que sostiene que la moneda no es neutra porque constituye el pasivo de los bancos, porque estos poseen activos extendidos en moneda, y porque dichos activos serán validados por flujos de liquidez provenientes de las empresas, de las familias y del Estado.

En los países donde existe moneda bancaria y bancos que financian la posesión de activos y la actividad de inversión, el comportamiento de la moneda tiene impactos diferenciados sobre el sistema de precios de la producción corriente que comprende los salarios y sobre los activos tanto financieros como de capital. Los precios de los activos determinan a su vez el precio de demanda de los activos de capital. Por ejemplo: el precio de los bienes de capital y estos precios, conjuntamente con las condiciones de la oferta determinan la inversión (Minsky, 2004: 25). Esto trae como consecuencia que la crisis se extienda por toda la economía pues la moneda no es meramente un medio de cambio, sino un instrumento para financiar la inversión y para la compra de activos financieros, así desde esta perspectiva los *booms* y las depresiones son consecuencia de que en la economía el dinero no es neutral<sup>26</sup>.

Si utilizamos el concepto de la no neutralidad del dinero se puede entender el fenómeno de la deflación de precios, evidenciado hoy día en el mercado inmobiliario, que tiene que ver con un proceso de sobre-endeudamiento. La relación entre sobre-endeudamiento y desvalorización de los activos reales fue descubierta por Keynes y por Fisher al analizar la gran crisis de los años treinta. La deflación está vinculada con el hecho de que en las economías modernas los activos reales empleados por los empresarios como medios de producción en la esfera real de la economía son financiados con créditos bancarios. La pérdida del valor en los activos inmobiliarios ante una tasa de interés superior se suma a que muchos inversionistas querían recuperar su dinero vendiendo los inmuebles que respaldaban los títulos hipotecarios.

En una economía de comportamiento especulativo donde existen agentes que tienen posiciones de sobreendeudamiento más allá de su capacidad de pago, una expansión de la demanda y la oferta monetaria que permiten la expansión de los préstamos, presionando al alza el precio de los activos, será aprovechada por dichos agentes, quienes tomarán los referidos créditos. Esto traerá como una caída de los precios de los

---

<sup>26</sup> Keynes, John (2003), Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. México DF, Fondo de Cultura Económica, p. 411.

activos, el cese de los préstamos (*credit crunch*) dado que la tasa de interés real sube entonces la demanda se contrae y se entra en recesión.

Keynes concibe al auge como aquel periodo del ciclo económico que está destinado a terminar en depresión, esta última, según él, se produce por la combinación de dos cosas: una tasa de interés que, con previsiones correctas, sería demasiado alta para la ocupación plena, y una situación desacertada de expectativas que, mientras dura, impide que esta tasa sea un obstáculo real (Keynes, 2003: 306). Por lo tanto un descenso en la tasa de interés sería de gran ayuda para la recuperación además de ser una condición necesaria para estimular el crédito. Pero el colapso en la eficiencia marginal del capital puede ser tan complejo que no baste ninguna reducción factible de la tasa de interés. Si la disminución de la tasa de interés bastase para salir de la crisis, entonces bastaría la política monetaria, pero no es tan fácil resucitar la eficiencia marginal del capital ya que está determinada por la desobediente psicología del mundo de los negocios. Es decir existe otro factor importante como son las expectativas de los individuos.

Situándonos en el contexto de la crisis iniciada en Estados Unidos en el 2008 podemos ver que lo dicho en los párrafos anteriores hacen referencia en los intentos de la FED y el Banco Central Europeo en reducir las tasas de interés, pero aún así eso no garantiza que los agentes renuncien a la preferencia por la liquidez y realicen inversiones, pues en un contexto de incertidumbre, la moneda es el medio que les brinda protección. Es por eso que como alternativas ante la crisis, Keynes propone en términos generales el control de capitales, la regulación y la fiscalización, las cuales posibilitan el flujo de la liquidez hacia las inversiones que son deseables. Así mismo, se deben emplear no solo políticas monetarias, sino fiscales y de rentas y se debe llevar a cabo una reforma al sistema financiero mundial, a través de la creación de una moneda internacional no susceptible de atesoramiento

El fraude aparece normalmente cuando una entidad financiera demasiado fuerte, que se pensaba que no podía caer, colapsa, véase el caso de *Lehman Brothers*, uno de los que más conocidos es el esquema Ponzi<sup>27</sup> el cual consiste en que paralelamente se empieza a captar recursos de un inversionista al cual se le promete pagar una tasa, pero al mismo tiempo entra otro inversionista con el cual se paga la tasa a los primeros, es entonces cuando entra el tercer inversionista, con su dinero se le pago al segundo y al

---

<sup>27</sup> La estructura Ponzi debe este nombre al estafador italiano Carlo Ponzi, quien en 1920 embaucó a miles de personas a los que les prometía altos rendimientos que eran pagados con la entrada de nuevos inversionistas al mercado.

primero y al final lo que estás haciendo es no generar rentabilidad, sino que gastándote las inversiones para mantener a los inversionistas tranquilos ya solo se le está pagando una rentabilidad que se ha prometido, el problema radica cuando los inversionistas quieren retirar su dinero, ya que es imposible pagarlo porque ya se ha gastado, ejemplo de ello tenemos el caso de Bernard Madoff que defraudó a sus inversores con 50,000 MDD, el caso Stanford entre otros. Donde la entrada de inversionistas nuevos solo jugaba el rol de pagar las tasas prometidas a los primeros y así la pirámide se iba acrecentándose.

## **2.8 Conclusiones**

Después de haber analizado los orígenes de la crisis financiera norteamericana, las causas que la generaron, consecuencias y secuelas que han dejado en la población, podemos concluir que la crisis financiera representa una ruptura dentro del sistema capitalista, la cual viene proseguida de un *boom*, o del término de un ciclo o un paradigma económico. En el caso de la crisis estadounidense el auge inició en el año 1996 con las hipotecas, posteriormente vino una debacle en el 2001 con la caída de las acciones de tecnología que buscaron su refugio en las hipotecas que presentaron un auge hasta su caída en el 2008. Sin duda este gran crecimiento que mostró en lapsos la economía estadounidense no hubiera sido posible sin una expansión de las entidades financieras y con ellas los créditos que son los que alimentan a un sector en expansión como fue el caso de las hipotecas. El crecimiento o estabilidad que se vivió en el momento generó la suficiente confianza para tener la certidumbre de que el momento de *boom* continuaría por más tiempo, todo esto continuó hasta que los agentes económicos se dieron cuenta que el aumento de los precios que estuvo manteniendo la burbuja eran irreales, y ese fue el momento en el que la gran expansión desembocó en grandes precipitaciones o caídas en el valor de los activos. Los bancos encontraron en las hipotecas un gran negocio, debido a las jugosas comisiones por lo que la gran expansión en busca de aumentar sus ganancias encontró en un sector con bajos ingresos un nuevo nicho de mercado, el problema radica que ese nuevo nicho de mercado eran personas de bajo ingreso, personas que no poseían empleos estables, ni ingresos constantes, muchas veces tenían empleos eventuales, fue ahí donde se colocaron las nuevas casas, que desembocó en problema, que ante cambios adversos en la economía los individuos que habían adquirido esas casas empezaron a tener



problemas con sus pagos, quebrando bancos, instituciones que respaldaban las hipotecas de esas casa.

## **Capítulo III. Medidas aplicadas para frenar la crisis financiera**

### **3. Introducción**

A lo largo de esta tesis hemos mencionado los orígenes de las crisis, sus causas y consecuencias, pero no hemos mencionado medidas para contrarrestarlas, por lo que en este capítulo mencionaremos las medidas principales que han adoptado los gobiernos en especial el gobierno estadounidense para contrarrestar los efectos sobre la economía. Para ello buscaremos conocer el papel que ha jugado el gobierno, la Reserva Federal (FED) y las instituciones financieras supranacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).

Además, en los capítulos anteriores hemos hablado acerca de la desregulación financiera como un factor que ha contribuido en magnificar las dimensiones de la crisis, por tanto estamos obligados a conocer como se ha dado la desregulación financiera mundial en los últimos años para entender si sería pertinente promover la regulación de los mercados. En esta misma dirección exploramos la participación de las agencias calificadoras de crédito en cuanto tuvieron un rol muy importante al emitir una evaluación sobre las instituciones financieras participantes en el *boom* de las hipotecas *subprime*.

Sin lugar a dudas, ante una crisis financiera global la sociedad es la más afectada en cuanto los problemas se trasladan desde la esfera monetaria y financiera a la economía real, por esta razón en el presente capítulo dedicamos atención a este tema. Para concluir esta tesis mostraremos hacia donde se dirigen los mercados y la economía mundial, es decir cómo se está formando el posible nuevo orden económico mundial.

#### **3.1 Medidas para contener la crisis financiera**

Las crisis anteriores han traído como consecuencia que un viejo paradigma muera para dar inicio a uno nuevo. Actualmente Estados Unidos no está en busca precisamente de un nuevo enfoque teórico de la economía, pero si de una nueva arquitectura financiera internacional que le permita salir de la crisis financiera y que además le garantice continuar como uno de los eje principales de la economía mundial. Por estas razones hoy se discute si el capitalismo ha llegado a su fin y se debe buscar un nuevo modelo económico alternativo, o si bien la solución al problema de la crisis se debe sustentar en el modelo económico vigente.

En fechas recientes se ha tocado el tema “prevención de crisis” con base en el aumento de la transparencia, el fortalecimiento de una supervisión precautoria y la racionalización de los regímenes de tipo de cambio fundamentado en las crisis pasadas, como fue el caso de la crisis argentina en el 2001 que llevó al país al incumplimiento de sus deudas, el efecto tequila de México en 1995, la crisis asiática en 1998 o el incumplimiento ruso de 1998. Los impulsores de la “prevención de crisis” se han basado en que la transparencia a través del tiempo permitió a los inversionistas distinguir mejor entre los créditos en países emergentes, puesto que al contar con mayor información tomaron mejores decisiones. La supervisión precautoria más fuerte contribuyó a un incremento en el orden de tomar préstamos del exterior, pero a la vez el ser regulador más intenso ha sido en parte responsable de que instituciones de alto apalancamiento redujeran el uso de crédito, ocasionando el debilitamiento de los canales de los acreedores comunes para la propagación internacional de las dificultades financieras. Se dice que prohibir los créditos a prestatarios relacionados con los bancos puede traer como consecuencia la única manera efectiva de estructurar y hacer cumplir los contratos financieros, el limitar las concentraciones de cartera puede erosionar la efectividad de un modelo de desarrollo basado en lazos de dependencia mutua entre conglomerados industriales y bancos e instituciones financieras.

Con base en el sustento de Barry Eichengreen (2009: 2010-2028) las opciones para reformar los mecanismos de solución de crisis se reducen fundamentalmente en tres premisas:

- a) La premisa número uno “es no hacer nada”, si no simplemente mostrar firmeza en no lanzar dinero oficial a los problemas financieros de los mercados, es especial cuando el problema implica una reestructuración total. Esta afirmación se basa en la hipótesis de que los participantes del mercado que son respaldados por sus consejeros legales y financieros son absolutamente capaces de resolver la crisis sin ayuda de deuda, ya que los acreedores a lo largo de la historia han mostrado que son capaces de organizarse y buscar negociaciones con sus deudores, sus resultados han sido rápidos y efectivos cuando ambas partes han mostrado buena organización. Por parte de los inversionistas ellos están listos para absorber una importante reducción del valor nominal de sus créditos cuando saben que el país está en problemas graves pero que se está haciendo un esfuerzo por establecer políticas correctivas. Los países que adoptan estas

estrategias se dice que pueden superar sus problemas de deuda y cuando lo logran, es el momento de iniciar a volver a crecer y recuperar su acceso al mercado. Este mecanismo señala que es posible que los funcionarios subestimen la eficacia con que los mercados resuelven los problemas de deuda y que quizá estén influenciados por acreedores convencidos de que con rescates gozarán de términos más favorables que sin ellos.

- b) La segunda premisa rechaza los acuerdos existentes por inadecuados, y propone sustituirlos en su totalidad por nuevas instituciones y nuevos procedimientos para resolver las crisis de deuda. Aquí las opciones principales en este rubro son los acreedores internacionales de última instancia y el Tribunal Internacional de quiebras, proponen enfoques totalmente nuevos y radicales para hacer frente a la crisis de liquidez y solvencia. Esto debido en parte de que quienes consideran que la causa de las crisis de deuda soberana es el pánico de los inversionistas entonces un Banco Central confrontado por el pánico debe prestar libremente con una tasa de penalidad contra una buena garantía, donde se sostiene que el FMI debe jugar un papel nuevo, como prestamista internacional de última instancia, pero para que tenga los resultados esperados este debe prestar con más libertad pues de otro modo su intervención podría resultar inadecuada afectando la confianza, por lo tanto los recursos que tenga y administre deben ser los adecuados, para que esto llegue a ocurrir se debe incrementar los recursos del FMI, a través de una cuota anual fijada a todas las inversiones transfronterizas, en complemento a esto un inversionistas de mucho respeto como lo es George Soros propone delegar las responsabilidades de estos préstamos a los bancos centrales del G-20 que ya cuentan con los recursos necesarios, entonces tanto la Reserva Federal, el Banco Central, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón; deberían acatarse a estas normas aceptando en sus ventanillas de descuento las letras del tesoro de los países selectos y podrían realizar parte de sus operaciones del mercado abierto con los documentos gubernamentales emitidos por otras economías. Esto puede llegar a tener sentido cuando se tiene la certeza de que en realidad el problema radica en la falta de liquidez, solo entonces la libre provisión de financiamiento bastará para que la crisis desaparezca, en vez de solo aplazar la fecha y dejar que el problema se profundice como en caso de la primera

propuesta mencionada. El problema de esta premisa puede erradicar el mal entendimiento del concepto de buena garantía, las divisas o las reservas petroleras pueden ser buena garantía, pero lo que constituye una crisis es cuando se planea una reserva inadecuada. Ya que el FMI y los bancos centrales del G-20 pueden prestar contra bonos del Tesoro o letras de un país en crisis, como lo sugiere el especulador y financiero George Soros, pero la calidad de dichas garantías pasaran de buena a mala calidad cuando el país que presenta crisis se vea obligado a o decida emitir mas deuda. Dichas manías pueden tener una fácil solución para los bancos centrales tan solo cerrando una institución financiera que haga mal uso de los fondos obtenidos en ventanilla, pero en un contexto internacional los bancos centrales carecen de la facultad para imponer alguna sanción. De manera que se debe de facultar al FMI para ejercer las funciones esenciales de un tribunal de quiebras: pudiendo declarar una moratoria que protegiera al deudor contra cualquier acción legal y autorizara al gobierno a imponer controles de capital y de tipo de cambio a fin de evitar que el sistema financiero local se desestabilice por los retiros de pánico de los depositantes y que su mercado de valores se desestabilice por las ventas de pánico de los títulos por parte de los inversionistas, también llevados por el pánico; daría preferencia a los nuevos fondos; supervisaría las negociaciones de restructuración entre el deudor y sus acreedores. Resulta difícil imaginar que un tribunal internacional asociado con el FMI pudiera estar dotado de las demás facultades de un tribunal de quiebras, también es difícil imaginar que tendría la facultad de confiscar los activos remanentes de un país o sustituir su administración. Normalmente las amenazas que los jueces de quiebras emplean para evitar que se abuse de este mecanismo, son la rendición de cuentas medida que generaría dudas sobre legitimidad de sus decisiones.

- c) La tercera premisa radica en una línea intermedia de argumentación, no se pretende crear nuevas instituciones internacionales con la facultad de pasar por alto los tribunales y leyes contractuales nacionales. Pero todos reconocen la necesidad de modificar los mecanismos usados para la restructuración de deudas y problemas para hacer más predecible y eficiente la solución de este proceso. Esta tercera propuesta radica en dos dimensiones. La primera en el sentido si es lo más adecuadas para abordar el problema de liquidez o de solvencia, las

suspensiones y las opciones de reestructuración de deuda son ideales para abordar los problemas de liquidez pero al mismo tiempo no hacen más que crear una pequeña extensión temporal para llevar a un caos irremediable. En segundo lugar las propuestas difieren si ve una necesidad de cambios en las leyes internas o un precedente para resguardar a los deudores contra posibles litigios, esto debido a que se puede cuestionar si las leyes están siendo las adecuadas para salir de la crisis o si solo están cubriendo a los especuladores, que han sido uno de los agentes que han erosionado el sistema financiero.

A lo largo de las crisis financieras la historia nos dice que las medidas más utilizadas por los gobiernos ante una inminente recesión o una crisis financiera van encaminadas en función de dos políticas macroeconómicas la política fiscal y la política la monetaria, el fin de ambas políticas es compensar la caída de la demanda de consumo e inversión privada nacional y extranjera. Por un lado la política fiscal funciona a través de los estabilizadores y estímulos o expansiones fiscales. Los primeros son pasivos es decir funcionan porque ya están previstos en los presupuestos del Estado y en los sistemas de seguridad social en concepto de derechos de los ciudadanos, de ahí que se apliquen automáticamente por eso se les da ese nombre. Se establece que cuando se tiene una crisis los ingresos fiscales decrecen porque las empresas y familias pagan menos impuestos sobre sus beneficios y sobre sus ingresos o rentas además de que su consumo es menor, con lo que las entradas de ingreso que tiene el gobierno sobre el gasto que representa una parte esencial para un país tiende a disminuir. Si a esto le sumamos que los ingresos de la seguridad social también caen debido a que personas pierden su trabajo y dejan de aportar sus contribuciones a la misma, especialmente aquellos que llevan muy poco tiempo trabajando antes de perder su empleo.

Los estímulos fiscales suelen ser discrecionales y suelen llevarse de dos formas: La primera mediante un incremento del gasto público que compense el privado y se haya generado por una crisis bancaria o por un aumento del fondo de garantía de los depósitos o por un mayor gasto de rescate de algún banco en dificultades o con problemas de solvencia. La segunda es a través de menores ingresos públicos, es decir mediante una reducción de los impuestos sobre la renta o sobre el gasto buscando estimular el consumo privado o bien a través de transferencias para elevar la capacidad de gasto de los hogares.

Pasando a la política monetaria, su principal objetivo es contrarrestar desde otro frente a la recesión y crisis financiera funcionando de diversas maneras. Por un lado, el banco central puede actuar incrementando la oferta de crédito y a su vez desempeñando el papel de prestamista de última instancia otorgando masivamente liquidez a los banco mediante préstamos para que a su vez aumenten el número de créditos otorgados, o bien estimulando la demanda de crédito a través de una bajada de los tipos de interés de intervención con el objeto de abaratar los créditos y con ello animar a las personas a consumir más y a invertir. Por otro lado, el banco central puede actuar como hacedor de mercado de última instancia mediante una fuerte expansión de su balance comprando activos en los mercados como son las acciones para conseguir que el costo de capital de las empresas y entidades financieras sea menor o bien situándose en los mercados de renta fija tanto a corto plazo, papel comercial o pagares ya que dichos mercado son también una base muy importante de la financiación de los bancos y otras instituciones financieras, como a largo plazo como los de notas, bonos, cédulas hipotecarias para facilitar la financiación a mayor plazo de los bancos de otras entidades financieras y las empresas mismas.

La diferencia que podemos observar entre estas dos herramientas, los estímulos fiscales y los estímulos monetarios radica que mientras el fiscal se utiliza como multiplicador del gasto, en el monetario es el multiplicador de crédito pero en ambos casos su fin es el mismo que es animar la demanda agregada. A ambos se les puede considerar soluciones alternativas o complementarias, ambos tienen sus límites, en el caso del multiplicador del gasto su límite viene determinado por la acumulación del déficit y de deuda pública mientras que en el caso del multiplicador del crédito el límite viene por el aumento de las expectativas de inflación que generará a mediano plazo ocasionando que el banco central se vea obligado a reducir su balance aumentando de nuevo los tipos de interés, una vez que las probabilidades de una recesión o de una deflación pasan a ser menores que la inflación.

Sin duda, la política monetaria del banco central contra la recesión puede funcionar de tres formas: bajando los tipos de interés, dando liquidez a los intermediarios financieros y proporcionando liquidez directamente a los mercados financieros. Con disminución de los tipos de interés se intenta incentivar la demanda de crédito,

con la liquidez se busca incentivar la oferta de crédito y con la tercera asegurar el funcionamiento de los mercados financieros para que cumplan eficientemente su función de suministrar financiación directamente a las empresas y a los mismos intermediarios financieros.

En primer lugar, el banco central va a buscar estimular la demanda de crédito. Esto lo va a lograr mediante la disminución de los tipos de interés para reducir el costo del crédito y conseguir estimular la demanda de crédito al consumo por parte de las familias y la demanda de crédito para la inversión por parte de las empresas de tal manera que se reanimen y la actividad económica sea mayor. Sin duda esta es la forma tradicional que utilizan los bancos centrales para hacer frente a las fases recesivas de los ciclos de negocios. Pero hay ocasiones que la recesión obliga a bajar los tipos de interés casi hasta cero, como se ha presentado en esta crisis, sabiendo de antemano que conforme se va llegando a dicho límite inferior su eficacia va disminuyendo y puede llegar a una situación de trampa de liquidez en la que por más que se baja las tasas de interés no se estimula la demanda agregada, ejemplo de ello fue el caso japonés en los años noventa del siglo pasado.

En segundo lugar, el banco central, también, puede actuar intentando aumentar la oferta de crédito por parte de los bancos, es decir actuando como prestamista de última instancia del sistema financiero mediante el suministro masivo de liquidez a los bancos a cambio de garantías colaterales para que con ellas se concedan más créditos a las familias y empresas que los demanden.

En tercer lugar, si el problema continúa y no se resuelve, el banco central puede también actuar, en lugar de ayudar a los intermediarios financieros, utilizando su propio balance como un creador de mercado de última instancia. Es decir, aumentando su balance mediante la compra y venta directa de activos en los diferentes mercados financieros para tener un mejor funcionamiento. Además, se busca facilitar la financiación a mayor plazo tanto de los mismos bancos como de otras entidades financieras y de las empresas no financieras. A través de todo el sustento mencionado anteriormente se puede considerar que la política monetaria es fundamental para actuar en crisis y periodos de recesión y en general para suavizar los ciclos económicos y evitar que las expectativas de inflación se disparen o que la recesión sea demasiado profunda.



Ahora pasamos a analizar la regla de Taylor debida a John B Taylor (1993) es la que formaliza este intercambio entre inflación y actividad económica para la Reserva Federal de Estados Unidos que tiene por ley dos objetivos: promover al máximo el empleo sostenible y los precios estables a mediano plazo, estipula como el banco central debe variar su tipo de interés nominal de intervención en respuesta en cada momento, por un lado a las desviaciones del PIB actual respecto al PIB potencial, por otro a las desviaciones de la inflación actual respecto a la inflación objetivo establecida por el mismo banco central. Como regla general si la inflación aumenta en un punto porcentual el tipo de interés debería aumentarse en 1.5 o al menos entre 1.0 y 1.5 puntos, y si la inflación cae 1 punto el tipo de interés debería bajarse en 0.5 puntos, lo que se trata aquí de mostrar es que el tipo de interés real debe subir si sube la inflación.

La idea de la regla Taylor es que los bancos centrales siguiendo una regla sencilla podrían dar mayor estabilidad a las expectativas de inflación y además evitar las ineficiencias derivadas de las llamadas inconsistencias temporales que suelen ser el resultado de una política monetaria discrecional (Guillermo de la Dehesa, 2009: 233-266).

Cuando se define que la crisis es insostenible se da la intervención de la economía poniéndola bajo el control directo de las autoridades públicas, ejemplo de ello tenemos la crisis en el 2008 que tras la fiebre de las hipotecas y las burbujas especulativas que se habían hinchado en el momento en el que los agentes buscaron adelantarse a los demás para generar grandes beneficios endeudándose cada vez más en el caso de las burbujas de crédito, como el caso de la titulización e inmobiliariación que al hacerlo elevaron ficticiamente el valor de los créditos, hasta el punto en el que ya no se pueden devolver, estallando entonces la burbuja que entra en colapso abriendo paso a la crisis financiera. Pues bien, este tipo de crisis podrían atenuarse si se lograra regular el acceso al crédito y a cualquier otro valor objeto de especulación, pero es algo que no se puede esperar de la autorregulación de los mercados y por tanto es aquí donde entran las autoridades públicas como responsables del fracaso de la mano invisible del mercado (Adam Smith) por lo que hace falta la intervención del Estado para poder coordinar el problema. La coordinación de los mercados es ajena a los agentes privados y los mercados por lo que debe intermediar una institución pública que es el Estado para evitar un colapso.

Ahora, enfocándonos a las soluciones tomadas ante la “crisis estadounidense” encontramos las intervenciones decididas por el gobierno de Barack Obama en la cumbre global de Londres, la cuales fueron adoptadas en función del plazo en el que se planteaba su ejecución. Entre ellas encontramos los rescates bancarios a corto plazo, estímulos fiscales a mediano plazo y supervisión financiera a largo plazo.

El paquete fiscal del gobierno de Obama previó inicialmente gastos y devoluciones fiscales por 789,000 MDD muy superiores a los previstos en el paquete del gobierno de Bush. Los principales componentes de la ley ARRA son los siguientes: 288 mmd en devoluciones y reducciones fiscales, 144 mmd de transferencias para estados y municipios, 111 mmd para infraestructura y ciencia; 81 mmd para protección a los segmentos sociales más vulnerables, 59 mmd para la salud, 53 mmd para la educación y entrenamiento de mano de obra y solamente 43 mmd para energía.

Además, los rescates financieros a corto plazo fueron declarados como prioritarios en la cumbre de Washington el 15 de diciembre del año 2008 en los que se buscaba un saneamiento financiero dirigido principalmente a reactivar el mercado interbancario con el fin de regresar a la normal fluidez en la concesión de créditos a los agentes económicos como son las empresas y familias. Con esto se buscaba sanear los balances de los bancos insolventes aprovisionándolos con cargo a fondos públicos, es decir vía déficit presupuestario o lo que se conoce como la deuda del Estado. Donde sus activos tóxicos como son las hipotecas *subprime*, bienes inmobiliarios imposibles de vender, bonos basura en fondos quebrados que se consideraban de alto riesgo eran comprados por el banco central.

Para lograr el objetivo se aplicaron procedimientos como bajar al mínimo posible los tipos de interés con que presta crédito el banco central, compra de deuda bancaria y demás activos tóxicos con inyección directa de fondos por parte del banco central, recapitalización o nacionalización de los bancos demasiado grandes para caer, avales del tesoro con cargo a deuda pública para garantizar la solvencia bancaria, esto fue en el caso estadounidense mientras que en el área anglosajona se busco al límite agotar la política monetaria, es decir inyectar directamente liquidez al sistema bajando los tipos de interés prácticamente a cero, mientras que en la zona euro se ha preferido recurrir a la deuda pública elevando ilimitadamente las necesidades de financiarización bancaria.

En palabras más resumidas lo que los gobiernos buscaban era socializar las pérdidas nacionalizando el pasivo bancario, lo que equivaldría a decir que el Estado busca limpiar la deuda que tienen los bancos insolventes sustituyéndola por deuda pública con cargo al contribuyente actual o futuro.

La intervención que se dio a mediano plazo abarca los diferentes planes de estímulo fiscal de corte keynesiano que se ha invertido en la economía productiva para tratar de sostener y apuntalar la demanda agregada. Aquí se buscaba inyectar fondos públicos para crear empleo, inyectar fondos locales para obras públicas de corta duración pero intensivas en trabajo. Estas dos clases de medidas indicadas se deben a los planes para el rescate bancario y de estímulo fiscal, los cuales deben considerarse como incentivos positivos ya que buscan reforzar con fondos públicos la debilidad de la demanda y la falta de créditos bancarios que se habían desplomado tras el pánico social. Ya que las familias ante un panorama difícil han aumentado sus deudas siendo cada vez más difícil liquidarlas, especialmente cuando se presenta un mercado bajista generando a su vez que tanto familias, empresas y bancos ahorren más dejando de comprar, de pedir créditos y de concederlos para poder endeudarse. Por lo que el banco central busca cambiar esta tendencia, es decir el Estado lo que intenta es volver atraer al público para que vuelvan a gastar e invertir y conceder créditos en el caso de los bancos, esperando lograrlo con estímulos públicos.

Una última medida consiste en otro incentivo, pero este es de carácter negativo o inverso como se podría llamar en función de que no es estímulo sino un freno en cuanto se trata de planes que refuerzan el sistema de supervisión y regulación del sistema financiero tratando de evitar otra epidemia especulativa como la derivada de los activos tóxicos como fueron las hipotecas *subprime* o de alto riesgo que puedan volver a contagiar a todo el sistema financiero. Para lograr esto, lo que se busca es diseñar un mecanismo coordinado entre todas las autoridades monetarias de los distintos países, es decir se buscaba establecer algún sistema de vigilancia que pudiera alertar ante cualquier peligro y que su a vez sea capaz de prevenir la llegada de una crisis sistémica que ponga en riesgo al sistema económico y la seguridad de la población.

### **3.2 Papel de la FED y de organismos internacionales como prestamistas de último recurso.**

La Reserva Federal (FED) es el Banco Central de Estados Unidos y es uno de los jugadores más importantes para frenar la crisis con apoyo de otros organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los Bancos Centrales de otros países. Por lo que en este apartado abordaremos el papel que ha desempeñado la FED para frenar la crisis en Estados Unidos, la cual se ha extendido a lo largo del planeta, principalmente el derrumbe del sistema financiero que se presentó del 7 al 25 de septiembre del 2008 y que significó sin duda el comienzo de graves problemas para muchos países de la Unión Europea, razón por la que es indispensable analizar además el rol que han jugado los organismos internacionales.

La oferta monetaria en un país es endógena dado que depende de las instituciones de un sistema bancario, como de una política de un banco central, entonces se entiende que los bancos centrales pueden jugar un papel importante (Enrique Gil, 2009: 190)

Como ya es sabido, los principales bancos centrales habían iniciado la inyección extraordinaria de liquidez desde los primeros días de agosto de 2007, considerando que con ello se resolvería el problema. El 9 de agosto de 2007 el Banco Central Europeo inyecta liquidez por valor de 95,000 millones de euros en préstamos en un día en el mercado interbancario, lo que marcaría el inicio de una serie de medidas tomadas por los bancos centrales. En tanto, Estados Unidos celebra tres subastas extraordinarias de financiación a un día brindando una inyección total de 38,000 MDD, en este contexto el problema de liquidez generó fuerza ocasionado que la FED flexibilizara sus reglas para subastar créditos través de su ventanilla de redescuento hasta el punto de otorgar préstamos a los bancos de inversión, pese a que no se trataban de bancos comerciales. Con esto podemos ver que el banco central lo que estaba realizando era una compra de los activos tóxicos para que el flujo de efectivo volviera a la normalidad. Pero desde nuestra perspectiva podemos afirmar que la crisis no se resuelve a partir de medidas que busquen restablecer la liquidez y mucho menos añaden una suerte de saneamiento de los activos financieros que están en manos de grandes banco y otras compañías financieras y de tesorerías de grandes empresas, esto debido a que es necesario realizar cambios en el funcionamiento del sistema de crédito y restablecer las condiciones de la inversión productiva, lo que implica realizar inversiones, grandes inversiones que

permitan incrementar el empleo y los ingresos en amplios sectores de la población. A la vez es necesario establecer nuevas reglas en el sistema de crédito que separen algunas actividades entre sí. Por ejemplo, las hipotecas de alto riesgo y otros instrumentos sumamente complejos deben ser sometidos a una normatividad específica renegociados que permita tener una calificación preliminar y un mayor control sobre estos instrumentos antes de ser renegociados en un mercado secundario, de lo contrario no deben tener mercado secundario. Es necesario examinar todo el mercado de arbitraje de divisas. Los movimientos internacionales de capital deben estar ligados al financiamiento directo y efectivo del comercio exterior y a la ejecución de proyectos de inversión directa preferentemente de la creación de nuevos activos. Algo peculiar en esta crisis global fue que las corporaciones buscaron obtener utilidades crecientes e inmediatas mediante adquisiciones, reorganización de activos y participación en mercados financieros como métodos para acrecentar las utilidades y es precisamente este proceso el que se encuentra en el origen de la crisis, es causa de la crisis y el elemento que impulsó su rápido desarrollo. Ejemplo de ello tenemos a General Motors, Ford y Chrysler. Se sostiene que la crisis está asociada en origen al colapso del mercado hipotecario y es el resultado de una mala política y una inadecuada regulación o supervisión en el sistema financiero. Se insiste en el problema de la liquidez que se va a resolver al contener aislando y restando de los balances de los bancos los activos tóxicos. El gobierno de Estados Unidos a través de la FED ha buscado mantener la liquidez en el sistema de crédito y para ello continúan inyectando recursos, buscan aumentar la capitalización de los activos de los bancos e incluso con recursos públicos sin reclamar derechos como accionistas. Además, se ha logrado un programa especial para poder separar y colocar los activos tóxicos, con esto algunas medidas con más gasto público y rescate de empresas se considera que se tendrá eficacia para contener la crisis. Pero sin duda este problema radica más allá de un simple saneamiento de los activos tóxicos dentro del sistema financiero.

La dimensión de la crisis nació en el centro dinámico del mercado financiero global y frenó el crédito entre los conglomerados que son el soporte del dólar (la moneda hegemónica), la dimensión de la crisis como crisis financiera y el valor notional del mercado no organizado de derivados mundial que se estimó en el 2008 en casi 700 billones de dólares con un valor bruto de mercado de más de 20 millones de billones de dólares, los *Credit Default Swaps (CDSS)* y *Collateralized Debt Obligation* (

CDOS)<sup>28</sup> y otros derivados de crédito se estiman con valor nocional de 60 billones y con valor bruto de mercado de 6.5 billones de dólares. El tamaño de instituciones rescatadas, quiebra y nacionalización entre los más notorios están:

*Countywide*, banco hipotecario estadounidense, subsidiaria de *Bank of América*, con 21 mmd en activos quebró en agosto del 2007 y fue nacionalizado en 2008; *Bear Stearns*, banco de inversión estadounidense con activos de 350 mmd y derivados por 13.5 billones de dólares (bd9 quebró en marzo del 2008 y fue adquirido por *JP Morgan IndyMac Bank* en julio de 2008, banco de ahorro e hipotecario con 32 MDD en activos que fueron garantizados por la agencia federal de seguro de depósitos; *Merrill Lynch*, banco de inversión estadounidense con activos de 1.01 bd quebró en septiembre de 2008 y fue comprado por *Bank of America*; *Lehman Brothers*, banco de inversión estadounidense con activos de 789 mmd quebró en septiembre de 2008; *Royal Bank of Scotland*, banco de Gran Bretaña con activos por 3.3 bd quebró y fue nacionalizado en 2008, *Washington Mutual*, banco estadounidense con activos de 307 mmd quebró y fue comprado por *JP Morgan* en septiembre de 2008; *American Interantional Group (AIG)* la mayor aseguradora estadounidense con activos de 1.01 bd fue rescatada y parcialmente nacionalizada en septiembre de 2008; *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, bancos hipotecarios estadounidenses con activos de 1.6 bd quebrados y nacionalizados en julio de 2008, *Morgan Stanley* y *Goldman Sachs*, bancos de inversión estadounidenses con activos de 1.01 y 1.2 bd respectivamente, en febrero de 2008 adquirieron el estatuto de bancos y consiguieron directamente fondos como bancos asegurados por la FED; *Citigroup* con activos de 2.2 bd, en marzo de 2008 después de sucesivas capitalizaciones por fondos soberanos y el gobierno estadounidense fue nacionalizado parcialmente en febrero de 2009. Esto nos muestra la importancia de la FED como prestamista de última instancia que ha mitigado la quiebra de diversas instituciones financieras de gran importancia.

### **3.3 Regulación del mercado financiero**

La crisis de un segmento del mercado hipotecario estadounidense se convirtió en el disparador de la crisis financiera, entre las causas inmediatas de esta crisis financiera global están las sucesivas desregulaciones financieras iniciadas en los años setenta,

---

<sup>28</sup> Los CDOs y CDSS son instrumentos con respaldo hipotecario

tanto en los Estados Unidos como en el resto del mundo. Procesos que desmontaron toda la estructura financiera institucional construida después de la crisis financiera de los años treinta. En el caso estadounidense entre las más importantes se encuentra: La ley de desregulación de las instituciones de depósito del año 1980 que retira los controles sobre las tasas de interés y revoca la ley federal contra la usura; la ley que retiró los límites geográficos para la actividad de los bancos en 1994 y la ley de modernización de los servicios financieros de 1999 con la cual se quitaron los límites a las tasas de interés. Así se fueron borrando las restricciones de carácter funcional y geográfico sobre las instituciones de depósito y el resto de los intermediarios financieros en Estados Unidos. Muchos otros países también desmontaron las desregulaciones sobre la tasa de interés, sobre las comisiones, sobre la segmentación funcional del sistema, pero en Estados Unidos la gota que derramó el vaso fue la suspensión que otorgó la *Securite and Exchange Commission* (SEC) a la regla de capital neto a cinco grandes bancos de inversión en octubre de 2004: *Goldman Sachs, Merrill Lyich, Lehman Brother, Bears Stears y Morgan Stanley* (Eugenia Correa, 2010 :98) ya que al quitar esta norma estas entidades financieras pudieron aumentar su apalancamiento sin límites. Además, con la suspensión de dicha norma las instituciones mencionadas se convirtieron en la más grande fuerza global de la expansión crediticia en dólares junto con *JP Morgan Chase, Citigroup y Bank of America*. El crédito hipotecario y la titulación se habían vuelto los segmentos más lucrativos del mercado financiero y se acompañaban del vigoroso crecimiento en toda la industria de bienes inmuebles; fraccionadores, constructoras e industrias manufactureras. Posteriormente el descenso en el precio de las casas se inició en 2006, entre septiembre de ese año y enero del siguiente el precio de los bienes inmuebles había caído en 28 %, el crédito hipotecario más de 8000 prestamistas hipotecarios empezaron a caer en quiebra desde principios del 2007 pero la crisis financiera hipotecaria fue solamente el disparador de la crisis financiera global. Esta última es una realidad aunada a la crisis crediticia, una crisis de financiamiento que se propagó a todo lo ancho y profundo de la globalización financiera de los últimos años.

La titulación y venta de activos se convirtieron en una actividad lucrativa en el mundo financiero acompañada de la diversificación y renovación de la estructura financiera institucional. El comercio de títulos que transfiere activos financieros diversos y sus rentas se volvió una actividad central en el mundo financiero. Los mayores bancos

fueron mudando sus operaciones precisamente hacia la titulación, al fondeo del comercio de títulos y la innovación financiera, lo que se expresó desde los años noventa.

En Estados Unidos los grandes bancos comerciales estaban regulados por la ley *Glass Steagall* de 1933 que había, entre otras cosas, introducido la separación entre la banca de inversión y la banca comercial. La reserva Federal introdujo en 1987 la posibilidad de participar en actividades de banca de inversión a los bancos comerciales a través de concesiones especiales a subsidiarias de grandes bancos, conocidas como subsidiarias de la sección 20 donde se les permitía participar en el negocio de títulos de manera limitada. Fue en 1999 cuando la ley *Glass Steagall* quedó sin vigencia y fue sustituida por la ley *Gramm-Leach-Bliley* el 12 de noviembre de 1999 a esta ley se la llama la *Ley Alivio* para *Citigroup* puesto que el banco había anunciado el 6 de abril de 1998 su fusión con *Travelers*, de dicha fusión resultaba el conglomerado *Citigroup* que incluía también a *Salomon Smith Barney*, *Shearson* y *Primerica*, con esta ley se pueden fusionar aseguradoras, bancos de inversión y bancos comerciales. Un hito más de desregulación es la ley de modernización de los futuros de *commodities* de 2000 que no permiten que la *Agencia Gubernamental Commodity Futures Trading Corporation* supervise el comercio en derivados financieros.

Los grandes corporativos no financieros también encontraron en la ingeniería financiera, de sus teorías, la ejecución de contratos y el mantenimiento de posiciones que les dotaba de flujos de fondos para el financiamiento de su actividad propia como para la formación de rentabilidad.

La desregulación y las innovaciones financieras, las políticas monetarias de los bancos centrales y los desequilibrios exteriores de Estados Unidos han otorgado mediante sus efectos combinados enormes municiones a los mercados financieros. Más allá de la esfera financiera, han agravado los desequilibrios que existían en la esfera de la producción y del consumo. Los *commodities* se han tornado en una esfera de inversión para los financieros en búsqueda de rendimientos elevados después de la desaparición de la burbuja de internet, siendo para las instituciones bancarias y no bancarias similar al sector inmobiliario en cuestión de altas ganancias

Por eso señalamos que una de las cuestiones que se debe tomar en cuenta es la volatilidad como objeto de preocupación para los gestores de políticas económicas, monetarias, fiscales o supervisoras, o por el contrario debería de adoptarse una actitud



pasiva al respecto entendiendo que la volatilidad es parte de las reglas del juego y aceptada por los participantes del mercado.

Alan Greenspan, en 1999 presidente de la reserva federal planteaba la conveniencia de vigilar continuamente desde la política monetaria la evolución de los mercados de valores dadas sus probables implicaciones sobre la evolución macroeconómica. Una controversia similar había desatado Greenspan tres años antes con su famosa alusión a la exuberancia irracional de los mercados<sup>29</sup> y a sus frecuentes alusiones a si la estabilidad de precios que constituye el objetivo principal de la política monetaria debería o no debería incluir también a los precios de los activos bursátiles. La crítica se centra en que ello supondría en el caso extremo que la Reserva Federal se erigiera en el valorador oficial de los precios de las acciones suplantando el papel de la oferta y la demanda en el mercado secundario. Esto debido a que se sustenta que la riqueza bursátil es solo de papel y por tanto la sensibilidad del consumo a la misma debería ser mucho menor que a otras fuentes de riqueza más tangible o más estables, es decir que en la medida en que los inversionistas en acciones son conscientes de la volatilidad de las mismas, no deberían otorgar el mismo peso en su función de consumo a esas fuentes de riqueza que a otras más estables.

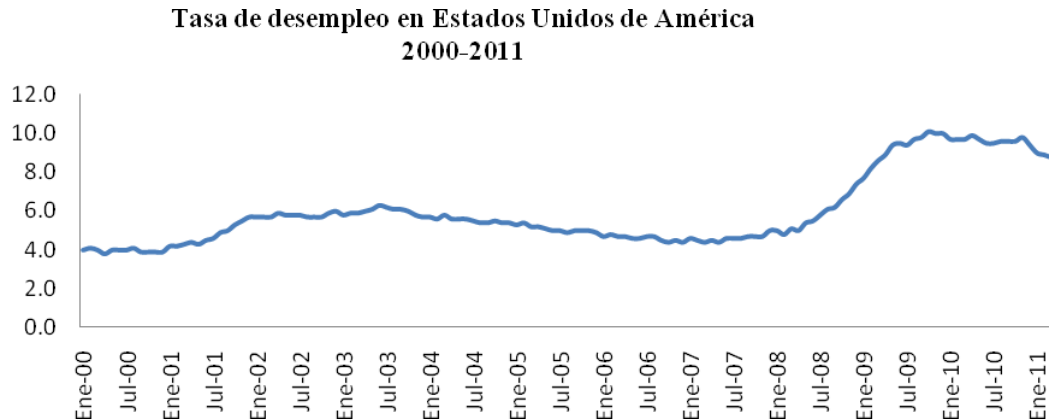
### **3.4 Impacto social**

Las crisis tienen repercusiones, es por eso que en este punto nos enfocaremos en el impacto social que genera la crisis financiera, para ello empezaremos analizando lo que pasó en los mercados bursátiles para comprender los daños ocasionados en la población estadounidense. Como ya mencionamos en el capítulo 1, siguiendo la teoría de Charles Kindleberger en su obra *Manías, pánicos y cracs*, una de las señales que muestra una crisis financiera viene precedida por la caída de una institución financiera de gran peso, que se pensaba que era difícil llegar a este punto, o la aparición de un gran fraude. Aquí pondremos como punto de partida la caída de *Lehman Brothers* que vino a mostrar los grandes problemas en que se encontraba la institución debido al sobre apalancamiento y la especulación en que había incurrido con el propósito de obtener grandes ganancias. Después del derrumbe de los mercados financieros los estragos más devastadores se presentan en la economía real, siendo la población la más afectada debido a que una

---

<sup>29</sup> Expresión que realmente se toma prestada de Robert Shiller, uno de los académicos que mayor cantidad de datos ha analizado sobre los excesos de volatilidad en los mercados.

crisis financiera va acompañada de una disminución de la producción y de los ingresos, situación que a su vez va acompañada invariablemente de pérdidas masivas de puestos de trabajo a medida que se multiplican las quiebras y se reduce la producción, todo esto conduce a un notable aumento del desempleo y el subempleo, además del aumento de la inflación, en el contexto del mercado laboral considerablemente debilitado por la disminución de los salarios y de los ingresos reales. Los efectos combinados de un mayor desempleo y del mundo de la inflación llevan a la pobreza de muchas personas, la evolución de la crisis constituye un impacto devastador para todo sistema social, cuando los sistemas de asistencia social son rudimentarios y se limitan a personas incapacitadas para el trabajo, entonces la enorme mayoría de los trabajadores que han perdido su empleo tienen que arreglárselas por sí solos durante la crisis, otra característica reside en el hecho de que las expectativas sociales han ido aumentando a lo largo de un dilatado periodo de crecientes oportunidades de empleo, lo que hace todavía más difícil la actual situación del mercado laboral como queda de manifiesto en la creciente tasa de desempleo en los Estados Unidos mostrada en la siguiente gráfica.



Fuente: Elaboración propia con estadísticas de la FED

Una crisis del empleo de gran magnitud provocará forzosamente el aumento de la pobreza, ya que la pérdida de empleo agravará las condiciones de vida de la fuerza laboral, surgiendo trabajadores mal pagados y esto supone que caerán en la pobreza a menos que tengan otras fuentes de ingresos, por ejemplo las de otros miembros de la familia o el apoyo del gobierno. Además del desempleo, el otro factor importante que hace aumentar la pobreza es la disminución de los salarios e ingresos, las

remuneraciones medias en el sector no estructurado, esto debido a que estas disminuciones se elevan como consecuencia de la enorme entrada de nuevos trabajadores al mercado laboral y a la disminución de la demanda de bienes y servicios producidos por ese sector. El aumento de la inflación también erosiona los ingresos del sector no estructurado, así como los salarios de todos los trabajadores, es poco probable que los salarios puedan ser protegidos de la inflación ya que los trabajadores perderán fuerza negociadora en las actuales condiciones de depresión económica, esto provocará que quienes tengan salarios e ingresos no muy superiores al límite de la pobreza caigan en ella, lo que sin duda se verá es que este malestar social con toda probabilidad se agravará por la crisis. Las estadísticas muestran que un aumento de la pobreza y el desempleo suelen disminuir la calidad de vida dado que la desaceleración económica no genera el crecimiento suficiente para permitir generar los suficientes puestos de trabajo, lo que impulsará a los pobres a tomar decisiones que les perjudique aún más o que perjudique a la sociedad en general. El gasto social suele mitigar la crisis al incentivar la demanda agregada.

En esta crisis el consumo se ha visto afectado debido a los problemas de liquidez y disminución del crédito, seguido de una reducción en los niveles de inversión, lo que ha aumentado el desempleo ocasionando una disminución en la demanda de bienes y servicios por parte de la población. Es ahí donde el aumento del gasto del gobierno hace su entrada comprando deuda o a través de diversas medidas dirigidas a la población, además la intervención estatal puede hacerse presente a través de una mayor regulación dentro del sistema financiero, medida para contrarrestar en un primer momento las pérdidas millonarias de ahorradores e inversionistas con grandes rescates millonarios a instituciones financieras. El objetivo de estas acciones es contrarrestar lo ya sucedido y generar condiciones que propicien un crecimiento para superar el estancamiento que se vive en este momento.

La crisis global, con epicentro en Estados Unidos hizo sentir sus efectos a nivel internacional debido a que una gran variedad de inversionistas e instituciones financieras habían contratado créditos de alto riesgo en los mercados estadounidenses. Esta variedad de inversionistas y ahorradores provenía de países latinos en vías de desarrollo y de países europeos y asiáticos. Como ya señalamos anteriormente, la quiebra de instituciones financieras en los Estados Unidos generó un impacto directo dentro de la sociedad originando una contracción de los créditos que afectó de forma

directa al aparato productivo tanto de ese país como de muchos otros ocasionando problemas económicos como el aumento del desempleo, ya que al verse frenado el crecimiento las empresas buscaron hacer frente a sus deudas, y el primer sector al que voltearon para disminuir sus costos fue la fuerza laboral, así al aumentar el desempleo aumentaron los índices de pobreza. En el caso de las economías en desarrollo el impacto fue similar al sufrido en los países desarrollados, ya que el principal destino de sus exportaciones son la economía estadounidense y Europa, y al disminuir las compras en estas regiones las exportaciones disminuyeron al grado que las empresas tuvieron que modificar sus niveles de producción a la baja ocasionando un aumento del desempleo por los despidos crecientes.

Fue entonces cuando el gobierno de los Estados Unidos tuvo que hacer acto de presencia con su intervención, y una de las primeras medidas a tomar para contrarrestar los efectos a la crisis fue disminuir las tasas de interés por parte de la FED y lo otra consistió en aumentar el gasto público mediante los instrumentos de políticas contra cíclicas. Todo esto nos deja como enseñanza que la población siempre será la más afectada, ya que disminuye su calidad de vida, su poder adquisitivo, y la falta de acceso al crédito que le permita seguir pagando su consumo para su bienestar, por lo que las medidas que se tomen para la salida a la crisis deben ir enfocadas pensando siempre en el bienestar social.

### **3.5 Papel de las agencias calificadoras ante la nueva perspectiva del mercado bursátil**

Las agencias calificadoras tienen un papel clave en la restauración o no de la confianza inversora sobre un determinado activo de una empresa o de la deuda que emiten los países, esto se hace por medio de una calificación que refleja la calidad de ese activo el cual es un elemento importante para que las empresas y los países puedan emitir deuda tanto nacional como al exterior.

Las agencias más prestigiosas del mercado, son *Standard and Poor's (S&P)*, *Moody's* y *Fitch*, que se dedican a dar calificaciones a países, empresas, bancos y productos financieros mediante la asignación de una nota para que los inversores sepan las consecuencias de sus decisiones. También para conocer si una empresa o país es fiable o para tener una idea de las probabilidades de que haya incumplimientos de pagos.

Por convención, sus calificaciones van de triple A (calificación más alta) hasta E (la peor). El descenso implica un mayor costo para la deuda de los países y empresas ya que tendrán que pagar una prima más alta porque sus activos son más riesgosos, en cambio si su calificación aumenta y se aproxima a el costo de su deuda será menor debido a que tienen menor probabilidad de caer en incumplimiento porque el interés que pagarán por pedir prestado en el mercado será menor al que pagaban hasta ese momento.

El nivel de bono basura tiene serias implicaciones. A partir de esa nota, los grandes inversores institucionales -fondos de inversión y de pensiones- suelen tener prohibido adquirir esos productos y supone que los mayores inversores del mundo no van a meter dinero ahí, eso es lo que sucedió con Grecia.

En la crisis que del 2008 de la hipotecas *subprime* las agencias de calificación se han equivocado mucho en esta crisis, por ejemplo, otorgaron calificación triple A a algunos de los productos financieros que llevaron a *Lehman Brothers* a la quiebra como fue el caso de las hipotecas que debido a su calidad no merecían esa calificación. Además, no advirtieron los problemas de Dubai o los de Islandia. Aunque las agencias calificadoras tienen un gran poder sobre el mercado, no son infalibles y con sus calificaciones pueden precipitar las dificultades, pues tienden a poner demasiadas buenas notas cuando las cosas van bien y a agravar los problemas cuando la situación va mal.

*Standard & Poor's*, *Moody's* y *Fitch* son conocidas entre los inversionistas en todo el mundo como las principales proveedores mundiales de información sobre mercados financieros por lo que la información que plasman de las empresas y gobiernos son consideradas como calificaciones objetivas, entonces si éstas no representa la calidad de los activos aumenta el riesgo en los inversionistas sin que ellos lo sepan, tal es el caso de las hipotecas que se consideraban activos seguros cuando en realidad no lo eran, es por eso que las agencias calificadoras juegan un rol esencial en los mercados financieros y en la crisis que se originó en el 2008 no desempeñaron su papel correctamente ocasionando que los inversionistas adquirieran los activos de las hipotecas creyendo que eran activos de bajo riesgo cuando su calidad era de alto riesgo de impago. Por lo que es necesario la existencia de un organismo que supervise y esté al pendiente de las agencias calificadoras para evitar nuevos problemas como el de las hipotecas *subprime*.

### **3.6 Nuevo orden mundial**

La crisis financiera ha ocasionado diversos cambios a nivel global debido a la estrecha relación que guardan los mercados financieros en diversas partes del mundo, hoy vemos como se han generado ganancias en las principales bolsas del mundo, la bolsa de Nueva York, Londres, Tokio, Frankfurt etc. Mediante la compra tanto de activos locales como aquellos provenientes de los rincones más alejados de la orbe. En las últimas décadas Estados Unidos ha sido el país hegemónico, gracias al dinamismo de su economía, a la importancia del dólar como moneda hegemónica para las transacciones del comercio, lo que le ha permitido financiar su consumo a un bajo costo, esto en gran medida ya que diversos países buscaron respaldar sus compras y ventas del comercio, medida que los llevó a comprar deuda de Estados Unidos. El gran dinamismo de la economía aunado a la desregulación e innovación financiera llevada de la mano por la globalización ha permitido crear instrumentos de inversión cada vez más sofisticados que años anteriores era muy difícil de imaginar, todos estos cambios han sido el éxito de del gran capitalismo financiero estadounidense que hoy se encuentra en la cuerda, en el que todavía se discute su supervivencia. La economía estadounidense se considera el motor de la economía mundial, Estados Unidos hoy por hoy sigue siendo la economía más importante del planeta gracias a su comercio y su moneda y al tamaño de su mercado, pero el gran déficit que carga sobre sus espaldas, la desaceleración que ha tenido desde el 2007, la volatilidad de su moneda y la duda en la calidad de sus activos ponen de manifiesto que pueda seguir manteniendo la supremacía a nivel internacional. En la Euro Zona se han presentado diversas crisis que también han puesto en interrogante su permanencia, sobre todo por las abultadas deudas de diversos países que han originado la caída de diversos gobiernos, donde se han tomado medidas de austeridad y se han inyectado grandes cantidades de dinero para evitar la caída de grandes instituciones financieras y de gobiernos, las cuales desencadenen crisis financieras, ejemplo de ello tenemos al gobierno de Irlanda, Grecia, Italia, Portugal que presentan grandes problemas en esta línea y es que el aparato productivo de una nación es la imagen misma de su moneda y la Zona Euro no es un aparato productivo si no es un conjunto de aparatos productivos desiguales respaldados en una moneda única como lo es el euro, donde la fortaleza y la estabilidad de la economía alemana o francesa es muy desigual al debilitamiento y la desestabilidad de las economías, griega, italiana o española por mencionar algunos ejemplos. Además de carecer de una banca central

europea que sea lo suficiente grande para contrarrestar los constantes peligros en la línea de falta de liquidez para los bancos, los constantes problemas de deuda, que brinde certidumbre y que tenga la capacidad de ser un prestamista de última instancia lo suficientemente grande ante cualquier peligro inminente que ponga en riesgo el sistema financiero europeo. Por otro lado, si miramos a la zona asiática, vemos a los tigres asiáticos que han mostrado un crecimiento constante y sostenido, han acumulado gran cantidad de riqueza a su capacidad productiva y su comercio, caso de ello tenemos a China, Corea del Sur, Japón, este último que ha tenido una reciente crisis en la década de los años noventa llevándolo a bajar sus tasas prácticamente a cero sepultando a su economía en una trampa de liquidez, donde por más que se bajen las tasas el crédito no se reactiva, pero en base a su gran tecnología se ha mantenido a flote. En el caso específico de China, este país ha mantenido crecimientos incluso por encima de los dos dígitos y en la actualidad ha atesorado gran cantidad de activos que han sido invertidos principalmente en el tesoro estadounidense, por lo que hoy se dice que puede jugar un papel muy importante para la salida de la crisis de deuda que viven los países europeos, ya que posee una vasta liquidez, la cuestión sería ¿a qué costa tomaría ese riesgo el gobierno chino? Razón de ello se ha discutido en diversos foros internacionales, las posibles salidas a la crisis, dando como resultado el vasto paquete aprobado por la Unión Europea donde condicionan a los países más endeudados a disminuir su gasto apoyados por grandes inyecciones de capital para salvaguardar a las instituciones financieras y no se vea afectado el circuito del crédito. Estas enseñanzas no hacen ver que no solamente hace falta inundar los mercados mediante liquidez con cargo a ingresos futuros de los contribuyentes, si no que hace falta una nueva política capaz de reestructurar el crédito, hace falta un trabajo en conjunto de los principales bancos centrales ya que las dimensiones y profundidad de la crisis hace ver difícil que un solo banco central local pueda contrarrestar los estragos por sí misma, hace falta además volver a regular la actividad financiera, al punto en el que no afecte la innovación financiera pero en el punto también en que no permita que esa innovación financiera se transforme en un arma contraproducente como lo ha sido en esta crisis a través de la financiarización de diversos activos *subprime hedgfound*. Hoy hacen falta grandes inversiones en la actividad económica que permitan mitigar el gran desempleo que se ha originado a través del contagio del sistema financiero a la economía real.

Por otro lado, analizamos el gran empuje que presenta América Latina liderada por Brasil que ha mantenido un crecimiento constante y ha aprovechado sus ventajas comparativas que tiene con el exterior, lo que lo ha colocado como la quinta economía mundial desplazando a Inglaterra. Esto nos da una perspectiva de cómo será el nuevo orden mundial, los países han mostrado periodos de debilidad y periodos de auge. Estados Unidos en el corto plazo seguirá al mando del nuevo orden mundial, pero si se da una economía de bloques donde se compita en comercio en conjuntos se podría plantear que quizás Estados Unidos llegue a ser desplazado por los tigres asiáticos encabezados por China y se le pueda restar poder al dólar como moneda hegemónica en el comercio mundial. Hoy nos encontramos ante un cambio, donde algunos países emergentes pueden dar alcance a las economías desarrolladas, ya que todos los sectores se están reajustando después de la crisis económica que tuvo su epicentro en los Estados Unidos de América, por lo que el país que mejor se adapte ante estos cambios dinámicos puede quedar en mejores condiciones comparativas con respecto a sus competidores. Lo que sin duda es que si habrá cambios en el manejo del crédito, además de nuevas leyes y políticas basadas en una nueva arquitectura financiera que permita un sistema financiero sólido donde el crédito fluya y que es uno de los principales factores para que la industria florezca, haya un crecimiento sostenido y se pueda disminuir el desempleo a la par que mejorar las condiciones de vida de la población.

### **3.7 Conclusiones**

La crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos ha sido el detonante de la crisis financiera global desde su comienzo en agosto del 2008 hasta la fecha, se han tomado diversas medidas y políticas para frenar la catástrofe financiera desde el congreso de Washington en Estados Unidos en el 2008, pasando por las recomendaciones del FMI, así como las medidas tomadas después de la crisis de la Unión Europea, donde se discutió como hacer frente a la crisis de deuda generada en la Zona Euro. Sin duda, medidas no han faltado por parte de los gobiernos y gran parte de ellas han ido encaminadas a salvaguardar a las instituciones financieras, en el caso de la crisis estadounidense el gobierno de Barack Obama se ha enfocado en realizar inyecciones de liquidez dentro de los mercados financieros comprando los activos tóxicos e inyectando capital a las instituciones financieras para sanear los circuitos crediticios, se ha tratado de que las instituciones financieras no quiebren y que con ello se genere una crisis de



mayores dimensiones. Los bancos en los últimos años han incrementado su giro de negocio, ya que han hecho operaciones correspondientes a las sociedades de inversión debido a las grandes ganancias que representan las comisiones, abarcando nichos de mercado con un bajo perfil de crédito, lo que ha significado gran parte del problema actual, razón por la cual hoy se discute: que no solo basta con hacer grandes inyecciones para mantener al sistema financiero, si el problema tiene una raíz más profunda. El papel de las calificadoras no ha mostrado la certidumbre a la hora de otorgar una calificación, siendo que es uno de los elementos más importantes en la asignación de activos por parte de los inversionistas que se dejan llevar por las calificaciones altas, cuando en realidad no es una calificación objetiva ya que está sobrestimada como fue el caso de las hipotecas *subprime* que representaban calificación AAA cuando en realidad la calidad de sus activos era mucho menor, es por eso que debe haber más control por parte de un organismo que pueda supervisar a estas calificadoras, desde el punto de vista de esta tesis creemos que debe de ser alguna institución que no tenga interés alguno, ejemplo de ello podría ser alguna institución a nivel internacional o ese papel podría recaer en las universidades más prestigiadas, que al estar alejadas del medio financiero, son neutrales, además de que poseen el capital humano para generar resultados suficientemente objetivos para generar certidumbre y una crítica constructiva para los inversionistas, gobierno y entidades financieras pero no profundizaremos más en este punto ya que esto despertará una gran crítica por lo que deberá ser evaluando más a fondo y con más dedicación, estudiándose sus ventajas y desventajas.

La crisis ha dejado grandes enseñanzas dentro del campo económico, en el primer capítulo nos centramos en Charles Kindleberger, creemos que la historia se repite solo que en condiciones diferentes, es por eso que esperamos tomara este aprendizaje para poder evitar y mitigar crisis futuras. La economía real ha sentido sus efectos, mediante el aumento del desempleo en niveles que deterioran la calidad de vida de los habitantes, la inflación, la disminución del crédito conlleva grandes problemas que afectan directamente al consumo y al comercio y con ello a la producción, esto en gran medida a que Estados Unidos es uno de los países más consumistas del mundo, por lo que sus efectos en la disminución de sus importaciones se ve reflejada en las exportaciones de los países de América Latina, Asia y Europa. Actualmente Estados Unidos se ha mantenido a la cabeza de la economía mundial gracias al tamaño de su sistema financiero y a la importancia de su moneda como moneda de intercambio en el

comercio mundial, pero se han generado presiones sobre este país dado que el tamaño de sus reservas no respaldan el tamaño del circulante en dólares a nivel mundial, pero las dificultades que presenta y las grandes cargas de deuda que conllevan diversos países hace difícil tanto una salida en el corto plazo a la crisis global como al cambio de centro hegemónico mundial.

La ausencia de un prestamista internacional de última instancia ha puesto en duda la continuidad del modelo capitalista, dado que hoy por hoy un banco central local no es capaz de ser prestamista de última instancia, razón por la cual se ha manejado la idea que este papel lo debe desempeñar un conjunto de bancos centrales de los países más desarrollados apoyados por instituciones como el FMI el cual ha aumentado sus reservas mediante el aumento de participación de sus integrantes; esta institución internacional que sólo puede ser prestamista para algunos países en vías de desarrollo donde el grado de endeudamiento sea pequeño en comparación a las grandes economías como Estados Unidos o Italia donde sus deudas son de tamaños gigantescos. Por lo que concluimos esta tesis demostrando la hipótesis que las hipotecas *subprime* fueron el detonante de la crisis financiera y no la causa como tal, ya que la crisis financiera en sus orígenes se remonta a los años noventa con la desregularización en los mercados financieros, en la manera en como las empresas y los bancos estaban haciendo sus negocios, y solo las hipotecas *subprime* fueron el detonante de una crisis global que se ha extendido a lo ancho del planeta y que aún no se ve una posible salida, donde se prevén crecimientos bajos con desempleo y aumento de la pobreza.

## Conclusiones Finales

Después de haber realizado el estudio minucioso de la crisis *subprime* generada en Estados Unidos en el 2008 que desencadenó en una crisis global, podemos afirmar que la especulación y el sobre-apalancamiento financiero fueron los detonantes de la crisis *subprime*, ya que la crisis proviene de diversos factores como son: la forma en cómo los bancos, las instituciones financieras y empresas estaban obteniendo sus ganancias; la desregularización en los mercados financieros y las bajas tasas de interés que había mantenido la Reserva Federal (FED).

Adicionalmente, la certidumbre de que la economía iba a seguir creciendo y los nuevos nichos de mercados, permitió a los inversionistas ser más agresivos en busca de rendimientos más altos, lo que originó un exceso de apalancamiento gracias a la innovación financiera. El exceso de confianza infló los mercados, principalmente el mercado hipotecario que se nutría con capitales que buscaban refugio ante la debacle de la crisis tecnológica en el 2001. Fue así como las hipotecas crecieron de una manera acelerada por cerca de 10 años ocasionando un exceso de especulación, esto en función de las variaciones de los precios, que debían ser más altas. Por tanto, las tasas de interés aumentaban debido a que los ingresos futuros provenientes de las variaciones de las hipotecas deberían ser mayores al costo del dinero que financiaba los préstamos que seguían alimentando esta burbuja. Es por eso que sin duda el sobre-apalancamiento y la excesiva especulación fueron los detonantes de una crisis que se había gestado años antes por todos los factores mencionados. El desarrollo de la crisis fue de alcance global debido a la gran relación que guarda *Wall Street* con las bolsas de todo el mundo. Los bancos otorgaban las hipotecas, pero no se las quedaban, sino que las vendían a sociedades financieras que a su vez las colocaban en los mercados financieros para que fueran adquiridas por inversionistas de todo el mundo. Las crisis financieras pasadas se habían caracterizado porque normalmente un bien o sector se expandía y atraía a diversos inversionistas que buscaban invertir para obtener una parte del crecimiento que se traducía en riqueza, pero llegaba un momento en el que el bien o servicio ya no seguía creciendo, por diversas causas, los mercados se saturaban, o llegaba un nuevo bien que remplazaba al primero y era cuando desembocaba en declives en el ciclo económico. Las hipotecas *subprime* poseen una característica similar, empezaron a crecer desde los años noventa y en el 2001 alcanzaron su *boom* gracias a que había un mercado que antes no había sido considerado, como fue el mercado de bajos ingresos

formado por familias o personas que buscaban adquirir su primera casa, o aquellos que ya poseían una y buscaban comprar para vender, ya que los precios se encontraban en ascenso y las expectativas de crecimiento de la economía se mantenían a la alza, pero estos nuevos clientes, además de poseer bajos ingresos no tenían trabajos estables, y el ingreso real no había aumentado. Entonces, la situación se encaminaba a una debacle financiera por el rompimiento en la cadena de pagos. Todo esto fue alimentado por las altas calificaciones que otorgaban las agencias calificadoras que no representaban la realidad de los activos como fue el caso de las hipotecas, lo que siguió alimentando la burbuja. Ante este contexto, las medidas que ha tomado la FED han ido encaminadas a inyectar liquidez comprando los activos tóxicos a los bancos y entidades financieras para evitar que el crédito colapse y las instituciones financieras puedan seguir prestando, y todo “vuelva a la normalidad”. Además la política fiscal ha sido más flexible a fin de evitar que las instituciones quiebren. Estas medidas creemos que no son suficientes ya que solo alivian, pero no ponen fin a esta crisis financiera, por lo que esta crisis se debe resolver volviendo a regular algunos sectores del sistema financiero, se debe condicionar a los hipotecas subprime e instrumentos a reglas más estrictas o a una normatividad, antes de tener mercado secundario de lo contrario se debe evitar que estos instrumentos ingresen a este segmento, pero al mismo tiempo, se deben hacer grandes inversiones a sectores estratégicos con el fin de evitar uno de los problemas que más golpea a la población, como es el desempleo. Esta crisis nos deja como reflexión, que el generar dinero con dinero (crear dinero ficticio) tiende al desastre, como lo vinieron haciendo los especuladores, en el mercado hipotecario. La riqueza proviene de la industria donde al combinarse la fuerza de trabajo con los medios de producción generan un valor aumentado y no solo tratando de adelantarse a los mercados generando ganancias a través de las variaciones de los precios de los activos. Hoy el mundo se encuentra ante una crisis global y los bancos centrales no tienen la capacidad para ser prestamistas de último recurso sin ayuda de otras instituciones, por tanto debe haber cooperación entre los bancos centrales y organismos financieros, como lo son el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), para dar certidumbre a las economías del mundo. Los problemas de deuda de los países europeos han puesto de manifiesto que se necesitan cambios en el sistema financiero, hace falta volver a regular ciertas áreas, pero el gran reto es que dicha regulación no sea en exceso e impida el desarrollo e innovación del sistema financiero, pero tampoco sea tan flexible que siembren la semilla de otra futura crisis.

## Bibliografía

- Aglietta, Miche (1979), *Regulación y crisis del capitalismo*, México, Siglo XXI.
- Akyüs, Yilmaz (1991), “Inestabilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales”, en *Boletín del Cemla*, México, vol. XXXVII, núm. 6, noviembre-diciembre.
- Arestis, Philip et.al. (2004) “What global economic crisis”, Gran Bretaña, Palgrave Macmillan.
- Brooks y Simon (2007), “As housing boomed industry pushed loans to a broader market” in *Wall Street Journal*, December 3, p. A1.
- Castell, Manuel (1978), *La teoría marxista de las crisis económicas y las transformaciones del capitalismo*, España, Siglo XXI
- Chesnais, François (coord.) (1996), *La mundialización financiera*, París, Syros.
- Correa, Eugenia (2010), *Capitalismo, ¿Recuperación? ¿Descomposición?*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- \_\_\_\_\_, (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI.
- De Bernis, Gérard (1983), *Crisis y regulación*, Grrec, Francia, Presses Universitaires de Grenoble.
- De la Dehesa, Guillermo (2009), *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, España, Alianza Editorial
- Eichengreen, Barry (2009), *Que hacer con las crisis financieras*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Galbraith, John (1976), *El crack del 29*, Barcelona, Ariel.
- Gil, Enrique (2009), *Crisis crónica: La construcción social de la gran recesión*, Madrid, Alianza
- Girón, Alicia (2009), *El derrumbe del sistema financiero internacional: análisis coyuntural*, México, Instituto de Investigaciones Económicas.
- \_\_\_\_\_, (2002), *Crisis Financieras*, México, Porrúa
- Gramsci, Antonio (1981), *Escritos políticos (1917-1933) sobre la teoría general de Marx*, México Siglo XXI
- Guerguil, Martine (1984), “La crisis financiera internacional: diagnosis y prescripciones”, en *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, CEPAL, núm. 24.

Hilferding, Rudolf (1971), *El Capital Financiero*, La Habana, Instituto Cubano del Libro.

<http://www.financialsense.com/editorials/kasriel/2007/1015.html>

<http://www.moneyweek.com/file/37678/credit-crunch-spreads-beyond-financialmarkets.html>

<http://www.cnnexpansion.com.mx>

<http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/09/22/crisis-sub-prime>

<http://www.bloomberg.com>  
Bloomberg L.P., Standard & Poor's

<http://www.bea.gov/research/index.htm>

[http://www.businessweek.com/magazine/content/06\\_07/b3971106.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/06_07/b3971106.htm)

[http://www.gold-eagle.com/gold\\_digest\\_04/fekete050404.html](http://www.gold-eagle.com/gold_digest_04/fekete050404.html).

<http://www.federalreserve.gov>

<http://www.wallstret.com/>

<http://www.eclac.cl/>

Hubbard, Glenn (ed.) (1991), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, University of Chicago Press.

Jeroe, Sgard (2004), *La economía del pánico, como enfrentar las crisis financieras*, México, Fondo de Cultura Económica.

Kaneko, Masaru and Andrew De Wit (2008), *The world financial crisis*, Tokyo, Iwanami-shoten

Kasriel, Paul (2007), "No recession in sight if you are nearsighted", in [http://www.northerntrust.com/pws/jsp/display2.jsp?XML=pages/nt/0601/1138283684288\\_6.xml&TYPE=interior&dc=250](http://www.northerntrust.com/pws/jsp/display2.jsp?XML=pages/nt/0601/1138283684288_6.xml&TYPE=interior&dc=250)

Kindleberger, Charles (1991), *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*, Barcelona, Ariel Económica.

Keynes, John (2003), *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, México, Fondo de Cultura Económica.

Krugman, Paul (2009), *The return of depression economics and the crisis of 2008*, New York, Norton & Company.

Lapavistas, Costas (2009), “*Financialised capitalism: Crisis and Financial expropriation*”, Madrid, mimeo

\_\_\_\_\_, (2011) (coord.), *La crisis de la Financiarización*, México, CLACSO.

Lee, Eddy (2000), *La crisis Financiera Asiática. El reto para la política social*, Ginebra Suiza, Oficina Internacional del Trabajo.

Lorente, Miguel Ángel et.al. (2009), *El Crack del año ocho. La crisis, el futuro*, Madrid, Mínima Trotta.

Maddison, Angus (1986), *Las Fases del Desarrollo Capitalista*, México, El Colegio de México/Fondo de Cultura Económica.

Marx, Karl (2003), *El Capital*, México, Siglo XXI, vol. 6.

Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, Yale University Press.

De Juan, Oscar (coord.) (2002), *La fragilidad financiera del capitalismo*, España, Colección Estudios.

Paz, Pedro et.al (1983), *Crisis financiera internacional, neoliberalismo y respuestas nacionales, Banca y Crisis del Sistema*, México, Pueblo Nuevo.

Pérez, Carlota (2004), *Revoluciones tecnológicas y capital financiero, la dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*, México, Siglo XXI.

Pettis, Michael (2003), *La máquina de la volatilidad: Los mercados emergentes y la amenaza de su colapso financiero*, México, Océano.

Pittman, Mark (2007), “Moody’s S&P understate subprime risk, study says (UPdate2)” in *Bloomberg News Service*, 3 de mayo.

Rallo, Juan Ramón (2008), “Staff estimates”, en *Boletín Observatorio de Coyuntura Económica*, España, Instituto Juan de Mariana, julio-septiembre.

Segaller, Stephen (2003), *Wide Angle, The Empty*, New York, Thirteen WNET

Schumpeter, Joseph (2010), *¿Puede sobrevivir el capitalismo? La destrucción creativa y el futuro de la economía global*, México, Orbis.

\_\_\_\_\_, (1984), *Capitalismo, Socialismo y democracia*, España, Orbis.

Shiller, Robert (2009), *El estallido de la burbuja: como se llego a la crisis y como salir de ella*, Barcelona, Gestión 2000.

Standard & Poor’s (2007) *Board of Governors of the Federal Reserv System*

Stiglitz, Joseph (2004), *Los Felices 90: La semilla de la destrucción*, México, Taurus.

Taylor, Lance and Eatwell, (2000), *Capital flows and the international financial architecture: a paper from the Project on Development, Trade, and International Finance*. New York, NY: Council on Foreign Relations Press. ",

\_\_\_\_\_, (2000), *Global Finance and Risk: The case for Internation Regulation*, New York, The New Press.

Vidal, Gregorio et.al. (1986), *La crisis financiera*, México, Nuestro tiempo.

Wray, L.Randall (2007), "Lessons from the Subprime Meltdown", *Working Paper*, Levy Economics Institute of Bard College, núm. 522, December.

Wolfson, Mantin (1986), *Financial Crisis*, New York, M.E. Sharpe Inc.