

# Reflexiones sobre el alcance y magnitud de la crisis financiera actual

Eugenia Correa\*

## Introducción

Una nueva crisis financiera internacional está en curso desde los primeros meses de este año. Muchos analistas y académicos señalaron su inminencia desde meses atrás, a partir de observar los desequilibrios comerciales acumulados, el enorme crecimiento de las reservas internacionales de los países en desarrollo, la desalineación monetaria entre las mayores divisas, el acelerado endeudamiento de los hogares en Estados Unidos y el descenso del ahorro y la elevada inflación financiera, entre otros.

A lo largo del año, miles de deudores hipotecarios en Estados Unidos no han podido continuar pagando sus préstamos. Dobles hipotecas y esquemas de pagos crecientes están colocando día con día a nuevos deudores en quiebra. Se trata de familias de bajos ingresos, pero también de mayores ingresos, pero con hipotecas cuyos pagos se fueron alejando de su capacidad de pago. Desde años atrás los préstamos hipotecarios salen de los balances de los bancos y sociedades hipotecarias a través de la titulación, estos títulos son vendidos por los bancos de inversión a muy diferentes fondos, por tramos con distintas calificaciones. De manera que en general, los más de 10 billones de dólares de préstamos de este tipo están como subyacentes de otros activos, que a su vez también son vendidos en nuevos tramos y calificaciones.

La titulación de estos préstamos y la amplia difusión de instrumentos derivados vinculados a estos han expandido las pérdidas y la quiebra incluso hacia otros segmentos del mercado financiero y muy diversos intermediarios. Por lo que ahora, la crisis hipotecaria se ha convertido en una crisis crediticia. Prestamistas hipotecarios, bancos de inversión, bancos comerciales y fondos de inversión han venido enfrentando la crisis financiera, en Estados Unidos, pero también en otros países. La amplia difusión del riesgo, dio la vuelta y convirtió la crisis de un segmento del mercado hipotecario en una crisis financiera internacional. Ahora, en la crisis están involucrados los bancos centrales, intermediarios y bancos de todo el mundo. La producción, el

---

\* Profesora Adscrita a la División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía, UNAM. Este trabajo forma parte del proyecto de investigación Macroeconomía de las transiciones financieras, DGAPA-UNAM. La autora agradece el apoyo de Wesley Marshall y Cesar Duarte para la elaboración de este trabajo.

comercio y el empleo están ya mostrando las consecuencias de esta nueva crisis con descensos que podrían agudizarse en los meses siguientes.

Hasta hace muy pocos meses, la gran mayoría de los participantes en los mercados financieros, venían expresando día a día su enorme confianza en la fortaleza de los mercados, en su transparencia, en su correspondencia con el robusto desempeño de las economías y de las corporaciones. Así, participantes optimistas y pocos analistas pesimistas conformaban un abanico de posiciones y de ideas sobre el desempeño y el futuro de los mercados financieros. La capacidad de discernir entre toda esta gama de posiciones requiere información y conocimientos, la primera es muy abundante, pero al mismo tiempo, carece de elementos más estructurales y oculta muchos de los datos más importantes; los segundos, son en realidad escasos, pues los análisis muchas veces optan por olvidar o borrar las experiencias de la historia, que es la mayor fuente de conocimientos que tenemos para entender el surgimiento y desarrollo de las crisis financieras.

Por ello, en este corto ensayo de aproximación al análisis de la crisis financiera 2007, se hace un breve recorrido de las crisis financieras internacionales de casi medio siglo previo, para después exponer los elementos que componen la actual crisis y algunos de los hechos y características que están teniendo mayores consecuencias sobre el desempeño económico mundial. No se trata de efectuar un análisis completo y conclusivo, en la medida en que la propia crisis está en curso, tarea que seguramente se emprenderá y se ofrecerá a los lectores de esta revista en su momento.

### **Treinta años de crisis financieras internacionales**

Desde finales de los años sesenta se fueron acumulando los desequilibrios que finalmente llevaron al rompimiento de la paridad fija del dólar con el oro en 1971, que fuera establecida en los acuerdos de Bretton Woods al finalizar la segunda Guerra Mundial. La flexibilidad en los tipos de cambio de las principales monedas abrió uno de los más tradicionales y más rentables negocios financieros el "carry trade", el arbitraje con monedas con diferentes rendimientos. Este enorme espacio de negocios financieros que ha sido explotado con muy sustanciales ganancias para todo tipo de intermediarios financieros y bancos desde entonces. Sin embargo, la cotización de las monedas nacionales, que es uno de los precios fundamentales no solamente en las decisiones de inversión, sino también en la capacidad adquisitiva de los salarios, fue crecientemente dependiendo de los participantes del mercado financiero internacional

y menos del comportamiento de la productividad y de la inflación locales, en tanto que las tasas de interés locales son más un referente de la situación de liquidez en los mercados internacionales. En nuestros días, el mercado cambiario mundial asciende a más de 3 billones de dólares diarios, una semana de operaciones equivale a todo el comercio de bienes y servicios mundial de un año.

La siguiente crisis financiera internacional fue la que se conoce como “crisis de deuda”. Se gesta como las sucesivas crisis financieras acumulándose una enorme burbuja de crecimiento del crédito internacional, en esta ocasión procedente de los bancos como crédito sindicado, principalmente tomado por deudores de los países desarrollados, y en menor medida por un pequeño grupo de gobiernos de países en desarrollo. Con el inicio de la elevación de las tasas de interés hacia finales de 1978 en Estados Unidos, estos créditos a tasa de interés ajustable y con vencimientos de mediano y corto plazos, se convirtieron para los gobiernos de los países en desarrollo en una necesidad solamente para el refinanciamiento del servicio de la deuda o incluso solamente para el refinanciamiento de los intereses. La crisis estalla hasta 1982 con la moratoria mexicana y se prolonga durante varios años en sucesivas reestructuraciones. La titulación del crédito y el enorme desarrollo del mercado de títulos fue uno de sus resultados más destacados. La declinación mundial de los bancos estadounidense abrió paso al fuerte posicionamiento de los bancos japoneses.

Desde finales de los años ochenta la titulación y bursatilización de todo tipo abrió paso a la innovación financiera. Fueron los primeros años noventa cuando se inició el auge de los diversos tipos de fondos de inversión, incluyendo los *hedge funds*. La innovación financiera y los inversionistas institucionales, acompañados de las agencias calificadoras, empezaron a ser los grandes administradores de la liquidez internacional, apalancados por los corporativos bancarios. Los bancos japoneses, líderes mundiales en los ochenta, que habían vivido la desregulación y apertura financiera con una enorme expansión de activos a partir de su posicionamiento en el mercado de valores, sufrieron cuantiosas pérdidas y un retroceso en el mercado en los noventa que acompañó a la depresión japonesa de esos años.

Los primeros signos del freno de la expansión crediticia mundial basada en la titulación de activos y bursatilización fue la crisis mexicana y el llamado efecto tequila por América Latina, nuevamente implicó una devaluación del dólar a pesar de la acelerada elevación de las tasas de interés. Sin embargo, la expansión continuó, principalmente en los mercados emergentes del

sureste de Asia, hasta el estallido de la crisis en 1997, que fue seguida en los meses siguientes, por las crisis rusa y brasileña. Fue una crisis financiera internacional que implicó elevadas pérdidas y sucesivos rescates, hasta que se precipitó la ola de fusión bancarias de 1999 que coadyuvó a administrar las pérdidas subyacentes entre diversos intermediarios. La burbuja inmobiliaria comenzó precisamente en esos años en la economía estadounidense, hacia 1997-1998 y fue seguida, con diferente intensidad, en casi todo el mundo desarrollado. La propia titulación de activos y la expansión de la innovación fueron dando forma a un mercado inmobiliario en elevado crecimiento estimulado directamente por el crédito hipotecario.

Innovación e inversionistas institucionales fueron de la mano en estos desarrollos de los mercados financieros, por ello en muchos países la presión por la privatización, incluyendo la privatización de los fondos de pensión de los trabajadores, alcanzó su máximo nivel. La segunda mitad de los años noventa fueron los años de los mayores niveles de fusiones, adquisiciones y privatizaciones. Y fueron también los años de la extranjerización de los bancos en varias de las economías del mundo emergente. Pues las rentas producidas por todo tipo de activos fueron capturadas así por los mercados financieros en expansión.

Sin embargo, una nueva crisis financiera emerge al iniciar el nuevo siglo, esta vez naciendo nuevamente en el mercado estadounidense. Las masivas pérdidas de la burbuja de las punto com, y el destape de la inflación bursátil promovida con la ayuda de la contabilidad creativa, la innovación financiera y las entidades para fines específicos. Nuevamente, como sucedió al inicio de los noventa, la combinación de innovación financiera y descenso en las tasas de interés de la FED, permitió sostener la expansión crediticia en dólares, el fortalecimiento competitivo de la banca estadounidense (ahora sin la regulación que le impedía entrar al negocio de títulos), de los bancos de inversión y de los fondos. La iniciada burbuja inmobiliaria e hipotecaria desde finales de los años noventa continuó con nuevo ímpetu, en Estados Unidos y en varios otros países en donde el ritmo de expansión crediticia y del balance de los bancos era indispensable para enfrentar la competencia, como España y Reino Unido.

En los primeros años de esta década, la expansión de los activos y operaciones en el extranjero permitieron que los bancos estadounidenses recuperaran las primeras posiciones en las listas mundiales. Sin embargo, esta vez el dólar y los intermediarios y bancos americanos empezarán a enfrentar la competencia del euro, aunque todavía no de bancos e intermediarios finan-

cieros “europeos,” pues aún se está lejos de constituirse un mercado financiero europeo y una economía europea como un verdadero jugador mundial unitario.

Al impuso del rápido crecimiento de los precios de los bienes raíces y de la elevación de las tasas de interés, se aceleró notablemente el crecimiento de las hipotecas de baja calidad en Estados Unidos, en los últimos dos años. En realidad el crédito hipotecario llamado “subprime” era 2% del mercado hipotecario total y a finales de 2006 alcanzó 12% del total.

### **El curso de la crisis financiera 2007**

La actual crisis financiera se inicia como crisis en el mercado de títulos con subyacentes en créditos hipotecarios de alto riesgo. En principio, se trataba de una crisis en un nicho de mercado relativamente pequeño, con subyacentes (bienes inmuebles) sólidos, manejado por instituciones experimentadas y en general, con confianza crediticia. Sin embargo, muy rápidamente penetró otros segmentos del propio mercado hipotecario y se ha venido extendiendo hacia otros instrumentos y participantes, como se expondrá en las líneas siguientes.

Es cierto que esta crisis hipotecaria daña profundamente a los mercados financieros. En primer lugar, porque no se trata de una burbuja local o de un solo país, sino que se trata de una burbuja “global”. En segundo lugar, debido a la sucesiva titulación que, al difundir el riesgo crediticio, también difunde las pérdidas, digamos de manera “global”. Los mercados financieros globales con un crecimiento acelerado muy por encima de la producción, los ingresos y la productividad, parecen una frágil pirámide de naipes.

Sin embargo, el mayor daño de esta crisis, hasta ahora, ha sido infringido a todo lo largo y ancho de los mercados financieros, en al menos dos sentidos: se trata de una crisis que difunde pérdidas procedentes del mercado estadounidense y de activos denominados en dólares, con lo cual las expectativas respecto de la posición del dólar empeoran; daña también la confianza sobre determinados instrumentos de la innovación financiera, sus modelos de valuación, y sobre los diversos agentes de su intermediación. Se fragiliza toda la estructura del mercado, se opacan más las operaciones y se seca toda la liquidez. Frente a ello, las autoridades monetarias tienen muy poca efectividad a través de sus instrumentos tradicionales y la sequía de fondos se agudiza por momentos.

La desconfianza generalizada entre los mismos participantes del mercado solamente ha podido retroceder lentamente a través de: fuertes inyecciones de liquidez de los bancos y de los bancos centrales y de la difusión de mensajes tranquilizadores a los participantes en el sentido de que se están alcanzando importantes acuerdos entre los mayores jugadores.

Por todo ello, se considera que se trata no solamente de una crisis hipotecaria, sino de una verdadera crisis financiera internacional que empezó a mostrar sus primeras víctimas con Countrywide Financial Corp. y la corrida bancaria en un mercado por demás maduro de Reino Unido Northern Rock. Posteriormente, los temores de impagos se extendieron hacia valores con subyacentes en papel comercial por más de 800 mil millones de dólares. Más recientemente, las pérdidas se extienden a los SIV por un monto que se estima en 450 mil millones de dólares. El propio secretario del Tesoro estadounidense ha convocado a buscar una solución para las pérdidas de los SIV y se ha acordado conformar entre el Bank of America, el JP Morgan y el City un super fondo MLEV con 80 mil millones de dólares para recomprar parte de las carteras de los SIV, mientras que estos tendrán que reconocer alguna parte de las pérdidas. Este super fondo, también es visto por los analistas del mercado como un rescate al City debido a que es quien tiene mayor exposición en estos SIV. También se han anunciado fondos especiales de la Reserva Federal para los bancos ingleses, Barclays y Royal Bank of Scotland.

Más recientemente, los intermediarios hipotecarios en el mercado al por mayor están cerrando sus operaciones, incluyendo aquellos vinculados a los grandes bancos como el Bank of America. Segmentos del mercado que habían venido teniendo un lugar muy importante en la generación de ingresos para el sector financiero se están cerrando o reestructurando, por lo que es evidente el freno financiero global y las dificultades de refinanciamiento que todos los mercados están experimentando. Las condiciones de redimensionamiento de los negocios más lucrativos de los mercados financieros en los últimos años, están apuntando al desarrollo de una crisis de mayor calado y duración que las más recientes crisis financieras internacionales.

Seguramente en las semanas subsecuentes tendremos nuevas noticias de pérdidas en diferentes segmentos del mercado e intermediarios y empresas vinculadas a los sectores más expuestos. Por ahora la administración de la crisis se ha convertido en el elemento crucial de la misma, administrar la aparición paulatina de las pérdidas e ir encontrando las fórmulas para el rescate o flotación de algunos de los participantes, concertar fusiones y rescates, son cuestiones indispensables para que no se desate una ola de ventas

de activos financieros que en el curso de unos cuantos días deje a todas las fuentes de liquidez exhaustas e imposibilitadas.

Así, la gravedad de la crisis actual procede de, al menos, varios hechos que se destacan:

- se origina en el mercado financiero más importante del mundo por el volumen y la diversidad de activos, la profundidad del mercado y la fortaleza de los conglomerados financieros
- incluye a los más grandes y poderosos conglomerados financieros del mundo
- involucra el estallido de una burbuja financiera, la de las hipotecas, misma que posee una estrecha relación con el nivel de la demanda en dos sentidos: en el consumo de los hogares, pues la burbuja permitió por varios años elevar la demanda de bienes de consumo y bienes duraderos; en la industria de la construcción, maquinaria y equipo, servicios inmobiliarios y toda la gama de actividades económicas vinculadas al sector inmobiliario.
- se extiende hacia diversos productos de la innovación financiera que son una de las fuentes de liquidez del mercado financiero más importantes
- involucra, no solamente a los grandes conglomerados financieros estadounidenses, sino a muy diversos intermediarios financieros y fondos, de diferentes países, cuya posición y prestigio en el mercado puede debilitarse de un momento a otro, desencadenando reacciones imprevisibles entre otros muchos participantes
- las mayores expectativas de pérdidas se extienden sobre instrumentos e instituciones estadounidenses, el dólar y la capacidad crediticia de ese país se debilitan, apareciendo cada día como más real la deuda externa de ese país, y la fragilidad de un sistema monetario internacional unipolar basado en el dólar

De todas maneras, la crisis está afectando de manera desigual a los participantes en los mercados financieros, en realidad las crisis financieras también pueden ser leídas como momentos de extrema agudización de la competencia, procesos de los que algunos conglomerados podrán transitar y otros menos.

Aunque con todo lo antes señalado, sabemos que es una crisis financiera grave, que se extenderá durante los siguientes meses y muy probablemente incluya a otros intermediarios y países, es muy importante señalar que no

es una crisis terminal ni mucho menos. Más aún, por su transcurrir hasta el momento, no parece estar motivando acciones reguladoras significativas que permitan frenar las tendencias rentistas y especulativas dominantes en los últimos años. De manera que aunque con grandes dificultades, pérdidas y enormes quiebras, puede señalarse que este capitalismo rentista, especulativo, altamente concentrador y con una nula capacidad de estabilizar el proceso de acumulación de largo plazo, continuará vigente por más tiempo. Por lo menos en aquellas regiones y países en donde no encuentre el freno de la sociedad civil organizada, con un proyecto económico diferente.

### **Bibliografía**

Correa, E. (1998), *Desregulación y Crisis Financieras*. Ed. Siglo XXI, México

BIS (2007), *Annual Report*, Basle.

IMF (2007), *World Economic Outlook*, Washington, septiembre.

Papadimitriou, D., Hannsgen, G., Zezza, G. (2007), "Cracks in the Foundations of Growth. What will the housing debacle mean for the US Economy?" Levy Institute, Public Policy Brief, No. 90.

UNCTAD (2007), *Trade and Development Report*, Ginebra.