

Financiarización y titulización: un momento Minsky

Alicia Girón y Alma Chapoy

Can 'It' –a Great Depression- happen again? ...Instability is an observed characteristic of our economy. For a theory to be useful as a guide to policy for the control of instability, the theory must show how instability is generated. The abstract model of the neoclassical synthesis cannot generate instability. Once this is done, then instability can be shown to be a normal result of the economic process. Once instability is understood as a theoretical possibility, then we are in a position to design appropriate interventions to constrain it

Can "It" Happen Again?
Hyman Minsky, 1982

I. Introducción

Investigadoras del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. Las autoras agradecen la invaluable ayuda de la becaria Vania López Toache.
<alicia@servidor.unam.mx>
<gori@servidor.unam.mx>

El proceso de financiarización corresponde a la compra y venta de activos o títulos financieros que puede darse en forma ordenada en el mercado de capitales. En esto intervienen las formas de financiamiento de la nueva rearticulación de los grandes conglomerados mediante operaciones fuera de balance, como son los derivados o productos y servicios financieros resultado de la innovación tecnológica y financiera. La necesidad de liquidez por parte de los intermediarios financieros hizo posible que la titulización de los activos cobrara vida propia en las operaciones financieras, siendo un proceso endogámico al desarrollo de la financiarización.

Quienes participan en los mercados financieros esperan que el mercado proporcione liquidez para que los activos financieros puedan venderse y comprarse con facilidad; esto ocurre siempre y cuando los mercados permanezcan estables y no haya situaciones inesperadas. Sin embargo, en un mundo donde prevalece la incertidumbre, el riesgo está latente. Paul Davidson (2007), en su libro sobre John Maynard Keynes, explica cómo opera una economía monetaria, haciendo referencia no sólo al pensamiento revolucionario del economista más importante del siglo XX en cuanto a la teoría de la liquidez y la demanda agregada, sino también a lo que John Kenneth Galbraith califica como el "fraude inocente" en su último libro (2004).

De acuerdo con lo anterior, tomando en cuenta los principios de una economía monetaria desde la perspectiva postkeynesiana, el comportamiento de los mercados es irracional. A ello se suman: la incertidumbre en los mercados financieros, la fragilidad constante en la que se mueven los inversionistas financieros y el riesgo que implica pasar de estructuras financieras estables a estructuras desreguladas o finanzas estructuradas. En

este ambiente imperan el fraude y la especulación, profundizados tras el rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods y el fin de la Ley Glass-Steagall en 1933. Posteriormente, el “nuevo consenso monetario”, en el marco de los Acuerdos de Basilea y de la Ley Gramm-Leach-Bliley (1999), favoreció el desarrollo de la titulización y financiarización por parte de los intermediarios.

El objeto de este artículo es destacar el proceso de financiarización que se presenta a raíz de la desregulación y liberalización financiera; el desarrollo de la titulización guarda una relación de causalidad con la financiarización. Aunque existen diversas apreciaciones teóricas para calificar esta crisis, en nuestro análisis nos hemos inclinado por la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky. Tras exponer las manifestaciones, evolución y profundidad de la crisis, se presentan las consideraciones finales acerca de lo que pasará a la historia como la crisis de las hipotecas *subprime*.

II. Conceptualización de la financiarización

Epstein (2001:1) define la financiarización como “la creciente importancia de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras, y élites financieras que operan en la economía, acompañadas de las instituciones rectoras del gobierno, tanto a nivel nacional como internacional”. Por su parte, Arrighi, citado por Epstein (2001), considera que “... la financiarización es el patrón de acumulación en el cual los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros más que a través del comercio y de la producción de materias primas”. Palley (2007:26) se refiere así a la financiarización “... ha cambiado la estructura y operación de los mercados financieros y [son éstos] el corazón del proceso de financiarización, lo que revela la necesidad urgente de restablecer el control efectivo de ellos”.

Aquí definimos la financiarización como el proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional. En consecuencia, la financiarización se convierte en el eje dominante, desplazando a los organismos creados en Bretton Woods (1944) para regular la liquidez, dar estabilidad a los flujos financieros y financiar el desarrollo; fundamentalmente el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). En los diferentes países, la banca de desarrollo y la banca comercial en manos de inversionistas nacionales, cumplieron objetivos de desarrollo promovidos por los bancos centrales. La “época dorada”, como describe Crotty (2000) al cuarto de siglo posterior a la posguerra, fue resultado de la regulación social de los principios económicos, cuya finalidad primordial fue el crecimiento y el desarrollo económico. A partir del quiebre de Bretton Woods (1971) los organismos financieros internacionales se convirtieron en espectadores y cómplices del proceso de financiarización.

Así pues, en el nuevo marco, los mercados financieros se impusieron sobre los organismos financieros internacionales, y adquirió prioridad el financiamiento mediante la titulización a través de los fondos mutuales, los fondos de inversión libre (*hedge funds*), los fondos de pensiones, las aseguradoras y otros inversionistas no institucionales que se convirtieron en los actores del financiamiento en el nivel mundial, por encima de los bancos de desarrollo y de la banca comercial nacional, que fueron las figuras relevantes en la “época dorada” de Bretton Woods.

La titulización de los activos financieros, analizada por expertos como Crotty (2004) y Epstein (2005), es fundamental para comprender el proceso de financiarización y el desenvolvimiento de la crisis financiera actual. Guttman (2008), basándose en estudios de Boyer (1986) y Chesnais (2000) define esta crisis como “la primera *crisis sistémica del nuevo régimen de acumulación financiera*”. Los activos financieros han adquirido vida propia, sembrando incertidumbre y riesgos crecientes en el sistema financiero global.

Para profundizar en el estudio del proceso de financiarización en Estados Unidos, Orhangazi (2008) establece dos niveles. En el primero se refiere al crecimiento exponencial de las transacciones en los mercados financieros y al sorprendente aumento de las instituciones financieras. En el segundo, se ocupa del gobierno corporativo de los grandes conglomerados institucionales no bancarios y su forma de financiamiento, que ha permitido las fusiones y megafusiones de los grandes conglomerados a través de la titulización.

III. Como la titulización provocó un torbellino en las finanzas

En un trabajo realizado para el Levy Economics Institute sobre las lecciones que han dejado los títulos subprime,¹ Wray (2007) menciona la palabra titulización (*securitization*)² en más de veinte ocasiones, basado en unas notas de Hyman P. Minsky sobre la importancia de la titulización de los préstamos hipotecarios, así como del papel desempeñado por quienes participan en ese proceso. Wray explica cómo los créditos hipotecarios desempeñaron un papel muy importante en la especulación de los años veinte hasta el colapso iniciado en 1929. En años recientes, la titulización, derivada de la innovación financiera, incrementó el riesgo de los instrumentos financieros. El Sistema de la Reserva Federal (Fed), banco central de Estados Unidos, maneja la tasa de interés en función de las necesidades de los corporativos financieros; desde hace dos décadas, pasó de aplicar una política monetaria para promover el desarrollo económico, a una política para controlar la inflación, acorde con el régimen financiero prevaleciente.

Según Kregel (2008:5), la crisis surgió por la habilidad de los bancos para procurarse mayores ganancias y restablecer sus estados financieros, dañados por la crisis de la deuda externa de los países subdesarrollados en los años ochenta; esa habilidad pudo darse al desaparecer las restricciones que había impuesto la Glass-Steagall Act de 1933. Conviene enfatizar que el Acuerdo de Basilea I (1988), la Ley Gramm-Leach-Bliley (1999) y el Acuerdo de Basilea II (2004) estimularon tanto la innovación financiera como los nuevos productos financieros; baste señalar que cuando en Basilea II se hace referencia a la regulación de las operaciones fuera de balance de los bancos, en el numeral 80 menciona que “...las ponderaciones por riesgo de contraparte para las operaciones con derivados

1 El detonador de la crisis fue el crecimiento del mercado de hipotecas subprime (préstamos con baja calificación), caracterizado por tasas variables (a diferencia de otras hipotecas en Estados Unidos) y prestatarios con malos antecedentes crediticios, lo que significó la concesión de préstamos riesgosos. De allí, las primas altas y la venta de esos títulos a los intermediarios financieros, para obtener grandes ganancias y liquidez inmediata.

2. Siendo una palabra que no existe en español, se decidió utilizar titulización, que es la forma en que se traduce “*securitization*” (derivada de *securities*, valores o títulos) en las publicaciones del FMI. La titulización consiste en el auge de los valores o títulos como forma predominante de financiamiento.

extrabursátiles (*over-the-counter*, OTC) no estarán sujetas a ningún límite máximo (BIS, 2004:20)".

El alcance de la financiarización y de la titulización se observa no sólo en las operaciones fuera de balance, sino también en los productos sintéticos, estrechamente relacionados con los préstamos hipotecarios. Durante el auge, en especial los valores hipotecarios, se "reempaquetaron" en obligaciones de deuda con colateral, las llamadas CDOs.³ y adquisiciones empresariales apalancadas (LBO, *leveraged buy-out*). En virtud de la ingeniería financiera, estos instrumentos, con diferentes características, dieron atractivos rendimientos a inversionistas experimentados.

Así pues, gracias a la "titulización", los bancos se deshicieron de su cartera de activos, emitiendo valores que fueron comprados por inversionistas; en otras palabras, en lugar de quedarse con su cartera de préstamos, los bancos la transfirieron a entidades constituidas para ese fin, llamados *conduits* (en francés) o *special purpose vehicles* (SPV, en inglés),⁴ los cuales sirvieron como fiduciarios de las corrientes de dinero generadas por los créditos originales, y emitieron títulos respaldados por la cartera original, que fueron comprados por inversionistas.⁵ Al SPV que se constituyó con ese propósito se le dio el nombre de *structured investment vehicle* (SIVs, vehículo de inversión estructurada).

Al vender sus préstamos a bancos y fondos de inversión del país y del extranjero, los

3. Collateralized debt obligation (CDO), instrumentos derivados resultado de dos operaciones sucesivas de titulización. Por lo general comprende préstamos, bonos u obligaciones hipotecarias. Los inversionistas asumen el riesgo crediticio del colateral. Los CDOs emiten múltiples tramos de valores, ofreciendo a los inversionistas diferentes características en cuanto a vencimiento y riesgo crediticio, clasificados como senior, mezzanine, y acción subordinada, de acuerdo con su riesgo crediticio. Si hay quiebras o algún problema con el colateral del CDO, los pagos establecidos a los tramos senior tienen precedencia sobre los mezzanine, y estos a su vez sobre los de acción subordinada. Algunos CDOs son: ABS (*asset-backed securities*, valores respaldados por activos); ABCPs (*asset backed commercial papers*, fondos de activos que se compran con los ingresos que se obtienen emitiendo títulos de corto plazo, conocidos como documentos comerciales); RMBs (*residential mortgage backed securities*, valores respaldados por hipotecas residenciales), títulos adosados a préstamos inmobiliarios; CDS (*credit default swaps*), que transfieren, con intereses y elevadas comisiones, el riesgo vinculado a la posesión de obligaciones de empresas; los CDS eran instrumentos de cobertura de riesgo, pero pasaron a ser instrumentos de colocación especulativa. Sobre la composición de todos estos "productos sintéticos" priva una total opacidad; al respecto se puede consultar a Jacquillat [2006: 91].

4. Un SPV, entidad o vehículo con propósito especial (EPE), es una institución financiera legalmente independiente que emite sus propios pasivos a fin de adquirir los activos originados por el banco. Cualquier riesgo crediticio asociado con los activos del banco se transfiere a esa entidad y a los inversionistas que han financiado la EPE al comprar sus pasivos o a quienes proporcionan garantías de pago a los compradores. Sin embargo, para que sean vendidos los pasivos de la EPE a inversionistas institucionales, como compañías de seguros, fondos de pensiones, fideicomisos de beneficencia o fundaciones, esos pasivos deben recibir una calificación de grado de inversión proporcionada por una organización calificadora reconocida en el nivel nacional (Kregel, 2008).

5. Podría darse el caso, ejemplificado por Roubini (2007), de que un millón de dólares en acciones se convierta, mediante el manejo de derivados, en una inversión de 100 millones, de los cuales 99 sean deuda (apalancamiento) y sólo un millón, capital. Esto significa una tasa de apalancamiento de 100:1. En estas circunstancias, incluso una pequeña caída de 1% en el precio de la inversión final (CDOs) borra el capital inicial y ocurre el desplome del castillo de naipes de deudas. De hecho, Goldman Sachs está usando aproximadamente 40 mmd en acciones como la base para 1.1 billones de activos. En Merrill Lynch,

prestamistas ya no los mantuvieron en sus registros contables. Quienes compraron los valores, a su vez podían usarlos como colaterales para pedir préstamos. De esta manera, los prestamistas quedaron separados del riesgo de incumplimiento de pagos, lo que redujo el incentivo para verificar la confiabilidad de los prestatarios. Cuando los activos subyacentes cayeron en incumplimiento se precipitó la crisis.

A fines de 2007, la emisión de CDO era de 1.47 billones de dólares (trillones en Estados Unidos), y mucho mayor incluyendo los CDO's sintéticos no consolidados. En ese entonces, los RMBS llegaron a 2.3 billones de dólares. La demanda de éstos (basada en deuda) se vio facilitada por conduits de CDO's y de documentos comerciales respaldados con activos (asset-backed commercial paper, ABCP) (OECD, 2008: 4).

Los rescates financieros por parte de bancos centrales, en especial del Fed, muestran los errores de la titulización. Es el “fraude inocente” al que se refiere Galbraith en el libro citado al principio de este artículo. La financiarización y la titulización agudizaron la inestabilidad financiera. Para Volcker (2008), la crisis financiera actual es la culminación de al menos cinco quiebras muy profundas y de importancia significativa durante los últimos veinticinco años. Advertencia más que suficiente de que algo fundamental está pasando. Desde 2005, por el fraude con productos sintéticos y el aumento irracional de la titulización, han caído los precios accionarios, no sólo de los créditos hipotecarios, y han ido a la quiebra inmobiliarias y corporaciones financieras.

IV. Minsky y la hipótesis de la inestabilidad financiera

Los trabajos de Minsky: *Can “It” Happen Again?* (1982) y *Stabilizing an Unstable Economy* (1986) se han vuelto referencia obligada para explicar cómo se originó la actual inestabilidad (véase recuadro 1). La fragilidad y la inestabilidad financieras están relacionadas con el ciclo económico y son causa de la crisis financiera. Siguiendo de cerca la hipótesis de la fragilidad financiera, Wray (2007), Kregel (2007 y 2008), Papadimitriou y otros autores (2007), definen la crisis actual como una de tipo Minsky. De manera sorprendente, incluso el Banco de Pagos Internacionales (2008:8) reconoce que “... los estudios del economista Hyman Minsky en los años setenta parecen especialmente pertinentes en las circunstancias actuales. Minsky advirtió que un continuo empeoramiento de las condiciones crediticias durante años, culminaría en un momento de reconocimiento y retroceso (lo que algunos han llamado «el momento Minsky») en el que la liquidez del mercado se evaporaría.” En nuestra opinión, la evolución de la crisis presenta efectivamente varios factores que demuestran que se está presentando un “momento Minsky”.

un billón de activos se tambalea sobre 30 mmd en acciones; cuando los mercados están en peligro, una pequeña caída en los valores de los activos puede barrer a los accionistas [Guttman, 2008]. Como se advierte, la titulización convirtió a los bancos de inversión en máquinas de deuda que comercian fuertemente sobre sus propias cuentas.

Recuadro 1

La fragilidad financiera

La teoría de Minsky [1986 y 1992] de una fragilidad financiera endógenamente creciente, se basa en la idea de que una expansión económica continua, hace que prestatarios y prestamistas estén dispuestos a aceptar mayores riesgos, y así, empresas con perfiles de financiamiento “cubierto” paulatinamente se transforman en empresas de financiamiento “especulativo”, que pueden fácilmente caer en el financiamiento *Ponzi* (por Carlo Ponzi, italiano radicado en Boston que en 1920 fracasó al tratar de hacer funcionar una pirámide basada en cupones postales internacionales).

La empresa con un perfil de financiamiento “cubierto” es un prestatario libre de riesgo, el cliente ideal de los bancos. Sin embargo, la mayoría de los prestatarios están en lo que Minsky llama un perfil “especulativo” en el que la empresa puede no tener suficientes flujos de efectivo como para hacer frente a sus pagos en todo momento, pero en el plazo que comprende el préstamo, sí podrá cumplir.

Sin embargo, puede suceder que algún evento imprevisto, externo o interno, haga que una empresa con perfil de financiamiento “especulativo” no pueda afrontar sus compromisos y haya pocas posibilidades de que lo haga en el futuro. Esto es lo que Minsky denomina finanzas *Ponzi*, en las cuales el valor neto actual de la inversión que se está financiando, se vuelve negativo para el prestamista. La empresa no puede cubrir sus pasivos liquidando sus activos al valor actual; en suma, cae en la insolvencia. Para cubrir sus compromisos y seguir funcionando, la empresa necesita obtener nuevos préstamos, por lo que está en una situación de extrema fragilidad financiera, exactamente lo que está ocurriendo en la actual crisis.

Kregel (2007) afirma que la actual crisis responde a la endogeneidad del propio sistema financiero y a la forma en que se ha desarrollado la financiarización. En el fondo, el rompecabezas de la crisis financiera actual va más allá de la caída de los precios de las casas o los malos deudores; su raíz está en la especulación basada en la expansión de la titulización.

Minsky (1987), en sus notas sobre titulización, estaba sumamente preocupado por la trascendencia de esa nueva forma de financiar el sistema económico. Él señala que hay una relación simbiótica entre la globalización de la estructura financiera mundial y la titulización de instrumentos financieros. La globalización necesita de instituciones que rebasen las fronteras nacionales, y sobre todo, de la capacidad de los acreedores para capturar activos que respalden los valores. La titulización refleja un cambio en la importancia relativa del financiamiento bancario y del financiamiento en el mercado; la capacidad de este último se ha incrementado, haciendo mella en el financiamiento bancario y en el de los intermediarios financieros que reciben depósitos.

Por lo anterior, la “exuberancia irracional”, frase acuñada por Greenspan,⁶ es una constante en el mundo financiero. Las finanzas estructuradas⁷ son fundamentales para explicar el desenvolvimiento de la crisis. El aumento inusitado de los productos financieros, resultado de la innovación financiera, provocó la fragilidad financiera. No sólo eso, infló la burbuja del sector inmobiliario, por la fuerte especulación que se dio en aras de obtener ganancias a través de los títulos que financiaron la inversión en ese sector. En pocas palabras, la valorización del capital vía este tipo de instrumentos, al llegar a cierto nivel, ocasionó la baja en su valor y posteriormente, la contracción del crédito. Así pues, la causa de la actual fragilidad financiera se encuentra en la crisis de las finanzas estructuradas, cuya explicación teórica se encuentra en la mencionada hipótesis de Minsky.

V. Desenvolvimiento de la crisis

A consecuencia de la crisis, desde mediados de 2007 grandes bancos han registrado pérdidas, han quebrado fondos de inversión libre (*hedge funds*) y se han llevado a cabo rescates oficiales de instituciones financieras por parte de los bancos centrales, así como la aplicación de una política monetaria laxa. Los mercados de valores declinaron y se tornaron cada vez más volátiles.

La crisis irrumpió por la baja en el valor de los títulos en el mercado internacional. El excesivo apalancamiento provocó la incertidumbre de los inversionistas, pues no se sabía el valor de muchos activos financieros, no sólo de las hipotecas *subprime*. Tal inseguridad siguió a la masiva reducción (hasta en tres o cuatro niveles) en las calificaciones de los valores “estructurados” relacionados con hipotecas. En palabras de Kregel [2008: 22]: “No hay mecanismo efectivo para establecer el precio de las obligaciones con colateral”.

En mayo de 2008, Blundell-Wignall (2008) calculó que las pérdidas en las hipotecas subprime y Alt-A oscilaban entre 350 y 420 mmd (miles de millones de dólares). Por ese entonces, las cifras oficiales estaban en 100-150 mmd. La estimación se basó en una probabilidad de pérdidas por quiebra de 14% aplicada al *stock* de hipotecas (*subprime* y Alt-A, etc.) de aproximadamente 2.3 billones de dólares, de los cuales 1.3 billones era *subprime*. 14% obedeció a la ponderación de los índices ABX.⁸

6. El 5 de diciembre de 1996, Alan Greenspan pronunció el discurso “El desafío de la banca central en una sociedad democrática”, durante la cena anual de la “American Enterprise Institute for Public Policy Research” (Washington, D.C). Allí utilizó la expresión “exuberancia irracional” para referirse al sorprendente aumento en el precio de las acciones y a la boyante economía de esos años. Al día siguiente, el NYSE registró una fuerte caída. La frase mencionada se hizo célebre para explicar el entorno especulativo del mercado accionario, incluso augurando un escenario semejante al de Japón.

7. Como ya se dijo, las CDOs empaquetaron diferentes clases de deuda, incluyendo bonos corporativos, valores respaldados con hipotecas y adeudos en tarjetas de crédito. Estos paquetes fueron luego divididos en tramos con diferentes grados de riesgo de incumplimiento, que al venderse como bonos, ofrecían altos rendimientos acordes con el mayor riesgo. Esta forma de “titulización” se conoce como finanzas estructuradas o crédito estructurado.

8. Los precios de los credit default swaps (CDS) que transfieren, con intereses y elevadas comisiones, el riesgo vinculado a la posesión de obligaciones de empresas, es decir, garantizan frente al riesgo de quiebra en las subyacentes hipotecas subprime.

Conforme avanzaba la crisis, las pérdidas fueron en aumento. Grandes bancos, sobre todo estadounidenses, registraron en 2007 una sustancial contracción de sus utilidades, por haber otorgado de manera indiscriminada créditos a largo plazo a tasas flotantes y en muchos casos sin respetar sus propias normas. Según cifras del Fed, en 2007 las utilidades de los 15 principales bancos de Estados Unidos cayeron 34.8 mdd, la disminución más importante en la historia del sistema bancario; aunque tuvieron números negros, varios bancos estuvieron a punto de tener pérdidas anuales; en el último trimestre de 2007 y en el primero de 2008, muchos ya registraron pérdidas.

Citigroup, principal participante en el mercado de SIVs (valuado en 350 mmd al iniciarse la contracción crediticia), el banco más grande de Estados Unidos y uno de los cinco mayores grupos financieros del mundo, sufrió pérdidas de 9.8 mmd en el último trimestre de 2007, su peor quebranto para ese período en 196 años; en igual período del año anterior registró un ingreso neto de 5.13 mmd. Además redujo el valor de ciertos activos por 18.1 mmd. En el ejercicio fiscal 2007, las ganancias de Citigroup (3 617 mmd), fueron 83% menores que en 2006 (*The Economist*, c: 70).

Estando en serias dificultades para capitalizarse, en enero de 2008, Citigroup y Merrill Lynch, recibieron en conjunto fondos de inversionistas privados y gubernamentales (los llamados fondos soberanos, *sovereign-wealth funds*) de Japón, Corea, China, Singapur, Arabia Saudita y Kuwait por 21.1 mmd, siendo ésta la mayor transferencia de capital hacia bancos de Estados Unidos. El aumento de los fondos de cobertura, de los fondos de capital privado y de los fondos de riqueza soberana cambió el equilibrio del sistema financiero global. Como el resto de las finanzas mundiales, los fondos soberanos también se caracterizan por una falta de transparencia sobre sus estrategias de inversión y despiertan suspicacias por la posibilidad de su intervención política. Entre esos fondos destacan Korean Investment Corp., Autoridad de Inversión de Kuwait, Mizuho Financial Group., Government of Singapore Investment Corp (GIC) y Kuwait Investment Authority (*The Economist*, b: 81).

El índice de bancos KBW Bank [<http://www.kbw.com>] revela que en el primer semestre de 2008, el sector de banca comercial de Estados Unidos acumuló pérdidas de 31%. Por su parte, los bancos de inversión, según el Amex Securities Broker/Dealer Index (XBD) [<http://www.streetauthority.com>], sufrieron pérdidas de 33%. Hasta el 25 de julio, las acciones de Citigroup registraban una pérdida en 2008 de 36%; las del Bank of America, de 28.31% y las de JP Morgan, de 9.46%. Fannie Mae y Freddie Mac perdieron más de 80% en los últimos doce meses. El índice XBD se diseñó para medir el desempeño de las empresas altamente capitalizadas en la industria de valores de Estados Unidos; se estableció con un valor de referencia de 300.00 el 15 de octubre de 1993. El cuadro 1 indica los movimientos mensuales en ese índice a partir de diciembre de 2006.

Entre las instituciones más importantes que han tenido que ser rescatadas por sus bancos centrales o ministerios de finanzas se cuentan Northern Rock (Reino Unido), Bear Stearns (Estados Unidos), IKW (Alemania). Pero los rescates más sonados han sido los de Fannie Mae y Freddie Mac, instituciones hipotecarias de carácter gubernamental. Aunque durante mucho tiempo el gobierno estadounidense apoyó la adquisición de casas propias mediante estímulos fiscales y subsidios, decidió después establecer sus propias instituciones para garantizar una constante oferta de fondos para quienes deseaban comprar una casa. Dos de esos bancos, la Federal National Mortgage Association (conocida como Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), se

convirtieron en el segundo y el tercer prestamistas del país, respectivamente, con un activo total combinado de 5.2 billones de dólares. Esas instituciones controlan más de la mitad del mercado hipotecario de Estados Unidos. A principios de 1980, para aumentar su capacidad de financiamiento, esos bancos empaquetaron las hipotecas en *pool/s* y luego emitieron sus propios bonos, los *agency securities*, que dieron a los inversionistas el derecho a una parte de los flujos de ingresos provenientes del *pool* de préstamos subyacente; como ofrecían atractivos rendimientos, esos valores fueron adquiridos de inmediato por numerosos inversionistas. Pronto los bancos comerciales hicieron lo mismo [Guttman, 2008].

Cuadro 1
Índice Amex Securities Broker/Dealer
Datos a fin de mes
Dic 2006-Julio 2008

Fecha	Valor del Índice
12/29/06	241.69
01/31/07	253.65
02/28/07	236.86
03/30/07	234.56
04/30/07	250.08
05/31/07	266.58
06/29/07	251.62
07/31/07	228.81
08/31/07	222.19
09/28/07	230.69
10/31/07	237.22
11/30/07	211.35
12/31/07	207.44
01/31/08	208.49
02/29/08	181.58
03/31/08	154.35
04/30/08	173.84
05/30/08	168.07
06/30/08	145.79
07/31/08	149.14

Fuente: American Stock Exchange

Ante una oferta creciente de fondos por parte de inversionistas deseosos de los atractivos rendimientos ofrecidos por los nuevos instrumentos financieros, los bancos cayeron en un frenesí de préstamos. A fines de los años noventa impulsaron la demanda de crédito, refinanciando las hipotecas más viejas, a tasas más bajas o en cantidades mayores. Esto elevó la capacidad de endeudamiento de los propietarios estadounidenses conforme aumentaban los precios de las casas, permitiéndoles aprovecharse de su creciente riqueza sin tener que vender su propiedad.

Pero cuando cayeron los precios de las casas, incluso Fannie Mae y Freddie Mac que parecían fuertes, sufrieron un serio quebranto, razón por la cual, a mediados de julio de 2008 el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, propuso rescatarlas, para evitar que cayeran las bolsas de valores, para frenar la baja del dólar en los mercados de cambio, pero sobre todo, para que esas instituciones “pudieran cumplir su importante misión”. La Oficina del Presupuesto del Congreso estadounidense calculó en 25 mmd el costo del rescate de ambas instituciones para 2009-2010.

VI. Medidas adoptadas por los bancos centrales

El Fed mantuvo la tasa de fondos federales (TFF) en 5.25% hasta septiembre de 2007, pero de ese mes a abril de 2008, siete recortes la situaron en 2%; aunque Bernanke (2008) insistió en que las reducciones a la TFF tuvieron el propósito de estimular la econo-

mía, prevaleció la opinión de que fueron para ayudar a las bolsas de valores.⁹ Al contrario del Fed, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido su tasa de referencia en 4%, argumentando que cuando hay turbulencia en los mercados financieros es aun más importante controlar las presiones inflacionarias. Otros bancos centrales, como el del Reino Unido y el de Canadá, han bajado sus tasas de referencia, pero en menor medida que en Estados Unidos.

En respuesta a la contracción crediticia que siguió al estallido de la crisis, y la consecuente elevación en las tasas de interés a corto plazo, el Fed, el BCE y otros bancos centrales, inyectaron liquidez en los mercados financieros para facilitar su funcionamiento, en virtud de las necesidades extraordinarias de financiamiento de dichas instituciones. El Fed puso a disposición de los bancos cantidades históricas de liquidez, más de 400 mmd y en julio 2008 abrió su ventanilla de descuento a los bancos de inversión, por primera vez desde los años treinta; de esta manera, pasó a ser el prestamista de última instancia no sólo de los bancos comerciales, sino también de los bancos de inversión y de agentes de bolsa, y aceptó como colaterales valores respaldados con hipotecas. A pesar de estas medidas los bancos siguen sin prestarse entre sí.

En abril de 2008, Paul Volcker, quien estuvo al frente del Fed por varios años, afirmó que dicha institución había tomado medidas que rebasaban el límite de sus facultades legales, yendo más allá de los principios y prácticas propios de la banca central. Añadió que sin lugar a dudas las medidas del Fed creaban “daño moral”, pues implicaban una promesa de actuar de manera semejante en futuras turbulencias. En opinión de Mervyn King, cabeza del Banco de Inglaterra, la ayuda de los bancos centrales es un “seguro *expost*” para los inversionistas imprudentes, que en el futuro volverán a conceder créditos riesgosos y a provocar expansiones crediticias que desembocarán en crisis cada vez más severas. A fines de julio de 2008, el Fed anunció varias medidas para incrementar aun más la liquidez de los bancos; en consecuencia, el BCE y el Banco Nacional Suizo adoptaron medidas semejantes.

Las sucesivas reducciones en la TFF, acentuaron la depreciación del dólar frente a otras importantes divisas.¹⁰ Indudablemente el dólar sigue desempeñando una función clave a nivel mundial, pero en el futuro podría darse una nueva distribución del poder económico global, pues la capacidad de las autoridades financieras de Estados Unidos para estimular su economía se basa en la disposición del resto del mundo a acumular más reservas en dólares, situación que podría modificarse en vista de las actuales circunstancias. Los ya mencionados fondos soberanos podrían provocar movimientos en gran

9. Bernanke, presidente del Fed, al comparecer ante el Congreso en enero de 2008, pidió al Ejecutivo un paquete de estímulo fiscal para complementar la política monetaria del Fed y luchar contra la recesión económica. Días después, el 18 de enero, el presidente Bush anunció dicho paquete, que consistió en un plan de descuentos fiscales por 152 mmd (poco más de 1% del PIB de Estados Unidos, 14.5 billones de dólares) que dio a las personas físicas entre 600 y 1200 dólares adicionales. Incluyó también incentivos fiscales para empresas.

10. El caso más notable es frente al euro cuya cotización pasó de 77.71 centavos de dólar en diciembre de 2007 a 1.60 dólares a mediados de 2008, lo que significó que el euro se revaluó más de 100%. Posteriormente el euro ha bajado a alrededor de 1.55 dólares.

Bibliografía

- Bernanke, B., *Wall Street Journal* "Financial Regulation and Financial Stability", Arlington, Virginia, Federal Deposit Insurance Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, 8 de julio de 2008.
- BIS, Bank for International Settlements, *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*, Basilea Suiza, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Basilea Suiza, 2004.
- BIS, Bank for International Settlements, *Annual Report*, Basilea, Suiza, Bank for International Settlements Press & Communications, 2008 (publications@bis.org).
- Blundell-Wignall, Adrian, "The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options", *Financial Market Trends*, núm. 94, vol. 2008/1, París, OECD, junio de 2008.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Press Release*, 30 de julio de 2008. <http://www.federalreserve.gov/newevents/press/monetary/20080730a.htm>.
- Boyer, R., *La Théorie de la régulation*, París, Francia, La Découverte, 1986.
- Chesnais, François, "¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?", en Chesnais, François y Dominique Plihon (coordinadores), *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*, Madrid, Akal, 2000.
- Crotty, James, "Slow Growth, Destructive Competition, and Low Road Labor Relations: A Keynes-Marx-Schumpeter Analysis of Neoliberal Globalization", *Working Paper Series no. 6*, Massachusetts Amherst, USA, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, 2000.
- Crotty, James, "Competencia Destructiva y mercados financieros" en Correa, Eugenia y Alicia Girón (coordinadoras), *Economía Financiera Contemporánea*, Tomo II, México, D. F Miguel Angel Porrúa, librero-editor, 2004.
- Crotty, James, "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", en Epstein, G. *Financialization and The World Economy*, Londres, Edward and

escala en los mercados cambiarios (*carry trade*¹¹); por esta y otras razones el dólar podría seguir cayendo, con graves repercusiones en el sistema financiero y en la economía mundial. El declinante valor del dólar ha exacerbado el alza del precio del petróleo en dólares.

La fragilidad financiera está afectando en gran medida a las corporaciones financieras cuyas subsidiarias se extienden por todo el mundo, principalmente en los países emergentes. Las repercusiones en los sistemas financieros de países como México, Argentina y Brasil estarán determinadas por el grado de extranjerización de dichos sistemas. Los altos precios de los productos de exportación de estos países (petróleo, minerales, trigo y soya) han generado reservas monetarias cuantiosas. Cabe mencionar que a diferencia de México, la extranjerización de los bancos en esos países no es tan grande y tienen bancos públicos que pueden orientar las políticas de crédito a inversionistas nacionales con tasas preferenciales. Sin embargo, en México hay una distorsión en la canalización de dichos recursos, pues las políticas públicas y el financiamiento al desarrollo no están generando un proceso de crecimiento endógeno de creación de empleo y mejor distribución del ingreso. Por otra parte, el impacto de la crisis en las matrices de bancos como Citigroup, HSBC, Santander y BBVA afectará a México.

A medida que los precios de las materias primas vayan al alza, seguirá disminuyendo el gasto de los consumidores, agravando la recesión y las presiones inflacionarias. En España¹² ha caído abruptamente el precio de los departamentos y crecen los despidos en el sector de la construcción. La deuda de Martinsa-Fadesa, principal inmobiliaria en quiebra, es un golpe muy fuerte para el sistema financiero español. 59% de su deuda financiera corresponde a las cajas de ahorro; 23%, a los bancos españoles, y 18%, a los bancos extranjeros. A ello se agrega el aumento del precio de las gasolinas y el crecimiento de las carteras vencidas en los créditos hipotecarios. Según el Departamento de Hacienda español, las cuentas públicas arrojaron un déficit en el primer semestre de 2008 de 4 683 millones de euros, debido a la desaceleración económica, sobre todo en el sector inmobiliario y a la reducción de las ganancias empresariales por el alza en el precio de los energéticos

La carestía de alimentos y energéticos está relacionada con la crisis financiera, pues se debe en gran medida a que fondos de inversión libre han colocado buena parte de su capital en activos como materias primas, para protegerse ante la debilidad del dólar, la inflación y la volatilidad de los mercados financieros.

11. El *carry trade* implica pedir prestado en la moneda de un país con tasas de interés bajas e invertir ese monto en la moneda de un país que ofrece tasas de interés más altas. Ejemplo reciente es el caso de Japón; su banco central tuvo que mantener sus tasas de interés de referencia en un nivel muy bajo para impulsar la demanda interna. En otros países, las tasas eran tres o cuatro puntos más altas y en naciones como Brasil, incluso superiores. Cualquier empresa financiera instalada en Tokio, japonesa o no, pudo aprovechar ese diferencial. El *carry trade* puede detonar una crisis sistémica, si llega a producir cambios considerables y abruptos en las corrientes de capital transfronterizas.

12. Durante la segunda mitad de julio de 2008 la inmobiliaria Martinsa-Fadesa entro en quiebra. Las otras inmobiliarias: Afrima, Colonial, Metrovacesa, Renta Corporación y Realia vieron caer sus cotizaciones (*El País*, 22 de julio de 2008).

Elgar, 2005.

Davidson, Paul, *John Maynard Keynes*, New York, N.Y., Palgrave Macmillan, 2007.

El País, 22 de julio de 2008.

Epstein, Gerald, "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre de 2001.

Epstein, Gerald, *Financialization and The World Economy*, Reino Unido, Edgard Elgar Publishing Limited, 2005.

Estefanía, Joaquín, "Verano de 2008", *El País*, España,

European Central Bank, "Specific Measures to Address Liquidity Pressures in Funding Markets", *Press Release* 11 de marzo de 2008, en <http://www.ecb.europa.eu>.

Federal Reserve System, "Specific Measures to Address Liquidity Pressures in Funding Markets", 11 de marzo de 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311a.htm>

Galbraith, John Kenneth, *La Economía del Fraude Inocente*, Barcelona, Ediciones Crítica, 2004.

Greenspan, Alan, Testimony of Chairman *Government-sponsored enterprises*, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 24 de febrero de 2004.

Greenspan, Alan, "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society", Washington, D.C., American Enterprise Institute for Public Policy Research, 5 de diciembre de 1996. <http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>

Guttman, R. (2008) "The Global Credit Crunch of '07", CEPN, París XIII, Ponencia presentada en la Dijon Conference, en línea. http://www.u_bourgogne.fr/CEMF/doccollo/Robert%20GUTTMANN.rtf

Jacquillat, Bertrand [2006], *Les 100 mots de la finance*, PUF, París, 2006.

Kregel, Jan (2007), "The Natural Instability of Financial Markets", *Working Paper* núm. 523, Nueva York, The Levy Economics Institute, 2007.

Kregel, Jan, "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", *Public Policy Brief*, núm. 93, Nueva York, Levy Economic Institute, 2008.

Krippner, Greta R., "The financialization of the American economy", *Socio-economic Review*; mayo; 3, 3; ABI/INFORM Global, 2005.

Minsky, Hyman, *Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance*. New York, M. E. Sharpe, 1982.

Derivado en parte de los altos precios del petróleo, el alza en el precio internacional de los alimentos amenaza con una hambruna a los países menos desarrollados y a los sectores más empobrecidos de los emergentes. Entre marzo de 2006 e igual mes de 2008, los precios internacionales de los alimentos crecieron, en promedio, 139%. En cuanto al petróleo, los precios se duplicaron en el año concluido en abril de 2008. Todo esto profundiza la crisis financiera. El supervisor de los mercados de futuros en el Congreso de Estados Unidos declaró que actualmente 70% del negocio del petróleo es especulación, lo cual coincide con la afirmación de los países productores de petróleo, en el sentido de que las actuales tensiones no se deben a la escasez de oferta, sino a la especulación financiera, a la debilidad del dólar y a conflictos geopolíticos.

VII. Consideraciones finales

Pocas veces el mundo se ha enfrentado a retos tan complejos y a la necesidad de aplicar medidas inmediatas en varios ámbitos: frenar los precios en ascenso de energéticos y alimentos, disminuir la volatilidad de las finanzas globales privadas, aliviar la restricción crediticia y mitigar los efectos de esos fenómenos; todo ello sin arriesgar el crecimiento y la estabilidad a largo plazo. El analista Martin Wolf (citado en Estefanía, 2008) escribió que dos tormentas sacuden a la economía mundial: una inflacionista de los precios de las materias primas, y otra financiera deflacionista.

De acuerdo con *The Economist* (a), esta ha sido la primera crisis provocada por la "titulización", la cual, al iniciarse 2008, representaba la tercera parte del mercado de renta fija de Estados Unidos.

Las agencias calificadoras de los créditos, no prestaron atención al grado de apalancamiento de bancos, aseguradoras, entidades respaldadas por el gobierno, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y a los riesgos que derivarían de una corrección desordenada.

Los bancos crearon activos y prestaron dinero para que otros pudieran comprar dichos activos. Una vez que este sistema empezó a tambalearse, todo se vino abajo; cuando los bancos restringieron el crédito, ya no hubo compradores para los activos. Cuando el valor en riesgo (VAR, *value at risk*) de un banco es muy alto, significa que éste está muy expuesto; al empezar a reducir los bancos ese coeficiente, se detonaron reacciones en cadena, pues todos trataron de vender al mismo tiempo. La integración global multiplica las vías de contagio.¹³

Entre 1992 y 2000, ante el rápido crecimiento de la economía, el Fed elevó su tasa hasta 6.50% lo cual hizo que muchos inversionistas no invirtieran

13. La principal fuente de contagio financiero son los vínculos directos entre las instituciones financieras, en virtud de los cuales cuando los préstamos y las inversiones se tornan inseguros, las instituciones financieras reclaman sus préstamos, incrementan su liquidez y sus reservas, elevan las primas de riesgo sobre sus préstamos y restringen en gran medida sus créditos e inversiones.

Minsky, Hyman, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Connecticut, Yale University Press, 1986.

Minsky, Hyman P., *Securitization*, St. Louis, Washington University, 1987.

Minsky, Hyman, "The Financial Instability Hypothesis", Working Paper núm. 74, Nueva York, Levy Economics Institute of Bard College, 1992.

OCDE (2008), *The Subprime Crisis: size, deleveraging and some policy options*, abril.

Orhangazi, Özgür, *Financialization and the US Economy*, MA, USA, Edward and Elgar, 2008.

Palley, Thomas I., "Financialization: What Is and Why It Matters", Working Paper No. 525, Washington, D. C., The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, 2007.

Papadimitriou, Dimitri, B. Greg Hannsgen, and Gennaro Zezza, "Crack in the Foundations of Growth: What Will the Housing Debacle Mean for the U.S. Economy?" *Public Policy Brief*, no. 90, Nueva York, The Levy Economics Institute at Bard College (2007).

Paulson, Henry, "Fannie Mae Ugly", *Wall Street Journal*, página A10, 12 de julio de 2008. http://online.wsj.com/article/SB121581762615347451.html?mod=spherets&mod=sphere_wd

Roubini, Nouriel, "Current Market turmoil: Non-Priceable Knightian 'Uncertainty' Rather than Priceable Market 'Risk'", *RGE Monitor*, 15 de agosto de 2007.

Soros, George, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means*, EUA, Perseus Books Group, 2008.

The Economist (a), Nueva York, The Economist Newspaper Limited, 26 de enero de 2008.

The Economist (b), Nueva York, The Economist Newspaper Limited, 9 de febrero de 2008.

The Economist (c), Nueva York, The Economist Newspaper Limited, 22 de marzo de 2008.

Volcker, Paul, *The Economic Club of New York, 101st Year, 395th Meeting*, Grand Hyatt, New York City 8 de abril de 2008.

Wray, L. Randall, "Lessons from the Subprime Meltdown", Working Paper núm. 522, Nueva York, The Levy Economics Institute, 2007.

<http://www.kbw.com>

<http://www.streetauthority.com>

en proyectos poco redituables, y prefirieran la seguridad de los bonos del Tesoro. Al sobrevenir la recesión económica en Estados Unidos, aunada al atentado del 11 de septiembre, el Fed redujo la tasa de fondos federales de 6.50 en 2000 a 1% en 2002. En busca de altos rendimientos, los inversionistas se dirigieron al sector inmobiliario, pues la riqueza generada en años anteriores y las bajas tasas de interés, permitieron adquirir una casa nueva. Al recuperarse la economía, la tasa de fondos federales empezó a subir y por ende, también los intereses hipotecarios que pasaron de 3 a 9 por ciento.

Durante los años de auge, la sobre expansión crediticia ayudó a mantener un elevado nivel de empleo, alta demanda y acelerado crecimiento económico estadounidense y en otros países; todo ello contribuyó a la formación de la burbuja inmobiliaria. La globalización financiera permitió disponer de fondos que impulsaron la excesiva acumulación en el sector de la construcción en Estados Unidos. El problema surgió cuando los precios de las viviendas y otros activos se desplomaron en Estados Unidos, el Reino Unido y Europa continental. A raíz de ello se redujo el gasto de los consumidores y se produjo una desaceleración económica.

Ante la crisis, el Fed pasó a ser prestamista de última instancia no sólo de los bancos comerciales, sino también de los bancos de inversión y de corredores o agentes de bolsa, y aceptó como colaterales valores respaldados con hipotecas. Pese a las intervenciones sin precedente de los bancos centrales, los mercados financieros han seguido bajo presión, agudizada al empeorar el entorno macroeconómico y la capitalización de las instituciones.

Los países desarrollados y emergentes han rebasado sus metas inflacionarias, pues en los países avanzados se registran tasas de inflación superiores a 4%, y en los subdesarrollados, a 13%. Algunos confían en que cuando el Fed empiece a aumentar su tasa de referencia, se "desinflará" la burbuja de los precios de energéticos, alimentos y otras materias primas.

El aumento exponencial de los nuevos instrumentos financieros condujo a la mayor especulación que se ha dado en el sistema financiero internacional desde 1929; en efecto, la profundidad de la crisis y su desenvolvimiento indican que nos encontramos ante una crisis financiera con características propias pero semejantes a la Gran Depresión.

La innovación financiera, el ciclo económico y la especulación a través de la titulización han conformando una crisis muy particular, que entre otras cosas ha traído consigo una depreciación del equivalente general mundial, el dólar. De acuerdo con Soros, la actual crisis estaría marcando el fin de una era caracterizada por la expansión del crédito basado en el dólar como moneda de reserva internacional (Soros, 2008).

Salta a la vista la deficiente regulación y supervisión del sistema financiero internacional. Gobiernos, autoridades reguladoras y supervisoras, bancos centrales e instituciones financieras privadas, deben analizar los factores determinantes de esta crisis y las características y consecuencias del riesgo financiero sistémico, para disminuir la frecuencia y severidad de crisis futuras 