

LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL EN PERSPECTIVA:
GÉNESIS Y FACTORES DETERMINANTES

*THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN PERSPECTIVE:
GENESIS AND DETERMINANT FACTORS*

Vicente Menezes Ferreira Junior
Banco Central de Brasil
vicente.ferreira@bcb.gov.br

Óscar Rodil Marzábal
Universidad de Santiago de Compostela
oscar.rodil@usc.es

RESUMEN

La crisis financiera representa el más grave colapso económico surgido desde la Gran Depresión de los años 30. Originalmente denominada crisis *subprime*, en referencia a los problemas producidos en la financiación del mercado inmobiliario estadounidense, acabó por transformarse en una crisis sistémica de carácter global. A pesar de ser catalogada como crisis financiera, representa más que eso. No hay crisis que no venga motivada por desajustes cometidos en el pasado; pero ¿cuáles han sido las desviaciones que condujeron a una crisis financiera de estas proporciones? Las respuestas no son simples, a falta de un análisis más profundo. En este sentido, se realiza un análisis sistemático de la génesis de la crisis así como una revisión crítica de los factores determinantes; sugiriendo, desde un punto de vista metodológico, la pertinencia de diferenciar entre los factores inmediatos y los factores estructurales que han conducido a la manifestación de la crisis global actual.

Palabras clave: Crisis económica; Crisis financiera; Crisis global; Factores determinantes; Génesis.

ABSTRACT

The international global crisis represents the worst economic collapse since The Great Depression of the 1930s. Initially called the subprime crisis, in reference to the problems occurred in the US mortgage market, it became a systemic global crisis. Although it has become known as a financial crisis, it surely goes beyond that. There is no financial crisis that is not motivated by disturbances happened in the past. And which were the misalignments that allowed a global crisis of these proportions? The answers are not obviously simple which calls for a deeper analysis of it. Thus, this paper focuses on a systemic analysis of the genesis of the crisis and it makes a critical review of its determinant factors evaluating, from a methodological perspective, the immediate and structural causes that triggered the emergence of the current global crisis.

Keywords: Economic Crisis; Financial Crisis; Global Crisis; Determinant Factors; Genesis.

Clasificación JEL: G00; G01; G21.

1. INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera representa el más grave colapso económico surgido desde la gran Depresión. Esta crisis fue originalmente denominada crisis *subprime*, en referencia a los problemas producidos en la financiación del mercado inmobiliario estadounidense. No obstante, a medida que diversos segmentos de los mercados financieros resultaban afectados a nivel internacional, acabó por transformarse en una crisis sistémica de carácter global.

No cabe duda que el desarrollo de la crisis global ha colocado en jaque la arquitectura financiera internacional, en la medida en que revela las limitaciones de los principios básicos del sistema de regulación y supervisión bancaria, así como pone en cuestión, la supervivencia de un perfil específico de instituciones financieras.

La crisis global ha puesto de manifiesto los peligros vinculados al exceso de endeudamiento e ingeniería financiera, así como las carencias en materia de regulación, supervisión y valoración del riesgo. Ha revelado, por otro lado, que una economía globalizada necesita una arquitectura financiera internacional renovada.

A pesar de ser considerada como crisis financiera, representa más que eso. No hay crisis que no venga motivada por desajustes cometidos en el pasado. En este contexto surgen cuestiones tales como ¿cuáles han sido las desviaciones que condujeron a una crisis financiera de estas proporciones? Las respuestas no resultan simples, a falta de un análisis más profundo.

En este sentido, este trabajo tiene como objetivo realizar tanto un análisis sistemático de la génesis de la crisis como una revisión crítica de los factores determinantes que han conducido a la manifestación de la crisis global actual. Esta revisión lleva a identificar dos grupos de factores: inmediatos, en referencia a aquellos que han actuado como desencadenantes directos de la crisis; y estructurales, en referencia a los que subyacen en el funcionamiento del propio sistema económico.

Esta diferenciación no resulta baladí en tanto que se hace preciso conocer todas las causas que se hallan detrás de un fenómeno de tal envergadura, para poder entender con suficiente rigor y profundidad tanto su génesis como

desarrollo posterior e incluso para una búsqueda certera de soluciones. Se trata, en definitiva, de un análisis que, siguiendo el símil popular, persigue ver más allá de “los árboles que no dejan ver el bosque”.

El trabajo se divide en dos partes, además de la presente introducción y las conclusiones finales. En la primera parte se aborda la génesis de la crisis, examinando en qué circunstancias surgió este colapso cuyo estallido inicial estuvo ligado al crédito hipotecario estadounidense y de qué modo se produjo su extensión a la crisis global actual. En la segunda parte se desarrolla una reflexión analítica sobre los factores determinantes de la crisis, siendo evaluadas, desde una perspectiva metodológica, sus causas inmediatas y estructurales.

2. GÉNESIS Y EVOLUCIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA

La globalización de la actividad económica y la integración de los mercados han multiplicado el riesgo de contagio de las crisis financieras, pudiendo transformar una crisis local en una crisis globalizada. De este modo, la crisis inmobiliaria actual procedente de una fuerte expansión de los créditos hipotecarios estadounidenses es un claro ejemplo de este proceso.

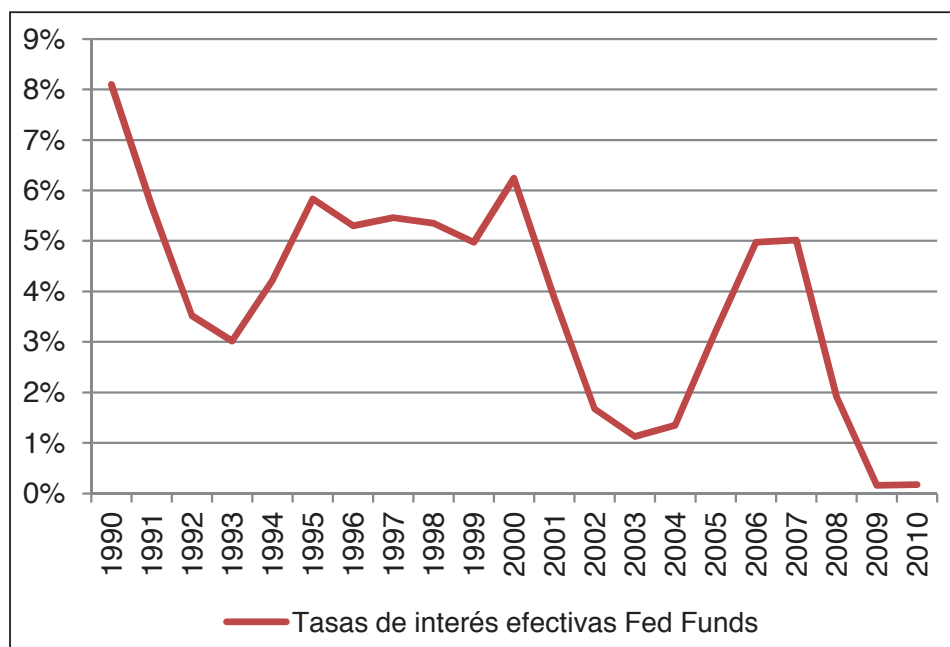
La expansión del crédito hipotecario requería un aumento sustancial de la demanda, lo cual implicaba relajar las condiciones de concesión de préstamos a las personas con pequeña capacidad de pago, aunque dispuestas a aceptar intereses más elevados; haciendo extraordinariamente rentables estas operaciones. En realidad, todo esto descansaba en la confianza de que el continuo aumento de los precios de las viviendas garantizaría el ventajoso crédito concedido a los hipotecados (Krugman, 2009; Stiglitz, 2010).

Pero, ¿qué justificaba esta burbuja inmobiliaria? En el bienio 2001-2002 Estados Unidos atravesaba un periodo de recesión determinada, entre otros factores, por los efectos del estallido de la burbuja de precios de las empresas de tecnología y, además, amplificada por los eventos de 11 de septiembre. A fin de evitar una recesión más prolongada, los gestores de política monetaria iniciaron una trayectoria de caída en los tipos de interés hasta llegar, a mediados de 2003, a un nivel del 1%, sin precedentes en 45 años, manteniendo los intereses en ese nivel por más de un año (gráfico 1). Adicionalmente, se instituyeron mecanismos que facilitaron el acceso al crédito relajando el nivel de garantías exigido para su concesión.

Como consecuencia de lo anterior, comenzó un proceso que haría cada vez más atractivo comprar una vivienda, alimentando un círculo vicioso que amplificaba el aumento de los precios de las viviendas estadounidenses (gráfico 2). A los compradores les eran concedidas hipotecas, sin la exigencia de una pequeña entrada, sabiendo que las cuotas mensuales estaban muy por encima de sus posibilidades reales, lo que las haría inviables en el momento de recalcular los bajos intereses que habían sido inicialmente ofrecidos para atraerlos. Además, una parte importante de estas prácticas

arriesgadas pertenecía al grupo de hipotecas consideradas de alto riesgo (*subprime mortgages*¹).

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS (1990-2010)

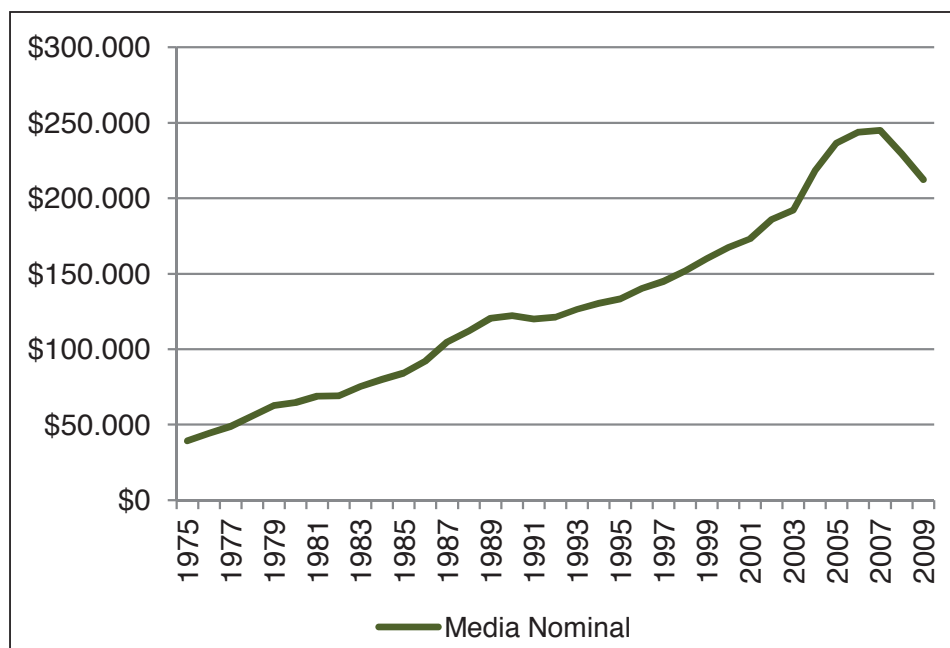


Fuente: Elaboración propia con datos del *Board of Governors of the FED*.

Así pues, las instituciones hipotecarias animaron a los compradores para que refinanciasen sus hipotecas, aprovechando la valorización experimentada por sus viviendas. En este contexto, las instituciones rebajaron los criterios de préstamos, introduciendo nuevos productos, como hipotecas con intereses ajustables; hipotecas que solamente amortizaban intereses y otras ofertas “promocionales”. Todo eso contribuyó a alimentar la especulación inmobiliaria, en un momento en que los precios de los inmuebles comenzaban a subir a un ritmo sin precedentes; lo que, evidentemente, sirvió para retroalimentar la especulación. Mientras que la actividad productiva crecía entre 2002 y 2006 a tasas anuales entre 3% y 4%, los precios de las viviendas crecían a un ritmo entre 15% y 20% en EE.UU. y en diversos países de la Unión Europea (Álvarez y Medialdea 2009).

¹ Las hipotecas *subprime* son préstamos para la adquisición de viviendas donde se relajan o no se cumplen los criterios adoptados para las hipotecas *prime*, que sí cumplen todos los requisitos determinados para la concesión de un préstamo hipotecario. Por su parte, las hipotecas *near prime* son aquellas cuyas condiciones de préstamos se sitúan, precisamente, entre las *subprime* y *prime*.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS, 1975-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del *U.S. Census Bureau*.

Nota: Valores en dólares estadounidenses.

Un escenario caracterizado por el alza de los precios inmobiliarios propició que los propietarios se sintieran más “ricos”, bajo una especie de “ilusión patrimonial”. Como resultado de ello, junto a la expansión desenfrenada del crédito, tuvo lugar un *boom* consumista que sostuvo a la economía estadounidense durante los últimos años. Tanto la burbuja inmobiliaria como la dinámica de endeudamiento de las familias alcanzaron una dimensión exagerada. En esta espiral, las instituciones canalizaban el exceso de liquidez mediante la concesión masiva de créditos, incluyendo créditos hipotecarios a familias con pocos recursos y sin activos que podrían haber sido aportados como garantía.

Una cuestión que surge de inmediato es ¿por qué las instituciones suavizaron las condiciones de préstamos a los hipotecados? La respuesta apunta en varias direcciones. En primer lugar, porque existía un convencimiento de que los precios de las viviendas no pararían de aumentar. Considerando que los precios de las viviendas seguían subiendo, para quien presta dinero no era crucial que la persona que había contraído la hipoteca pudiese pagar sus cuotas: si estas eran demasiado elevadas, el hipotecado podría conseguir más dinero solicitando un nuevo préstamo respaldado por la inversión líquida²; o, en el peor de los casos, el hipotecado podría vender su vivienda para así poder liquidar la deuda hipotecaria. En segundo lugar, las instituciones financieras no

² Diferencia entre el importe a pagar por la hipoteca adquirida y el valor de mercado de la vivienda.

estaban preocupadas por la calidad de las hipotecas, puesto que, en vez de conservarlas, las vendían a otros inversores que poco sabían lo que estaban comprando (Krugman 2009).

La abundancia de liquidez, en gran medida, facilitada por la Reserva Federal de EE.UU., permitió que los bancos hipotecarios concediesen créditos con notable facilidad, respaldados por un mercado inmobiliario en ascenso. En este contexto, la calidad de los préstamos poco importaba, sobre todo, cuando los bancos podían vender sus carteras de crédito a otras entidades financieras, generalmente, bancos de inversiones y otros grandes bancos con importante participación en los mercados de capitales (Varela y Parache, 2007).

Otra cuestión que surge a continuación es ¿por qué la insolvencia de las hipotecas pudo generar un problema de tan graves dimensiones? Porque los créditos hipotecarios pasaron a ser “securitizados” o “titularizados”, lo cual consiste en convertir el crédito en un título negociable en los mercados interbancarios. En realidad, la “securitización” es una forma de transformar activos relativamente no líquidos en títulos líquidos y poder transferir, así pues, los riesgos asociados a ellos a los inversores que los compran.

Con esos créditos convertidos en títulos, los bancos ponían en marcha una estrategia financiera agresiva, al captar recursos de otras instituciones, ofreciendo estos títulos en intercambio, para así prestar nuevamente dichos recursos. Más tarde, estos nuevos créditos volvían a ser “empaquetados” y titularizados para captar más recursos en el mercado financiero y, así poder seguir en una espiral infinita que permitía a estos bancos captar muchos recursos a cuenta de unos activos realmente ficticios (Vence, 2008).

Durante el proceso de formación de la burbuja inmobiliaria, la práctica de securitización estaba más o menos limitada a hipotecas de bajo riesgo, o sea, a préstamos concedidos a individuos que podrían ofrecer una buena entrada y cuyos ingresos eran suficientes para abonar las futuras cuotas mensuales. Aunque, eventualmente, los hipotecados no cumpliesen con los pagos, bien porque habían perdido su trabajo o bien a causa de una urgencia médica, la tasa de insolvencia era considerada baja y, dentro de esta perspectiva, tanto compradores como avalistas sabían más o menos lo que estaban comprando (Krugman 2009).

Sin embargo, la innovación financiera más destacada de esta década, que hizo posible la conversión de las hipotecas de alto riesgo, fue el desarrollo de un instrumento financiero denominado *collateralized debt obligation* (CDO) que representó otro ilustre paso para el admirable nuevo mundo de la securitización (Baily et ál., 2008).

En realidad, un CDO ofrecía participaciones sobre los pagos futuros de un determinado paquete de hipotecas, aunque no todas las participaciones poseían la misma categoría. Por ejemplo, el CDO *senior* garantizaba participaciones preferenciales sobre los pagos de los hipotecados. Una vez satisfecho este grupo, el dinero sería repartido entre quienes poseyeran una participación *junior*. Es preciso señalar que este sistema había sido desarrollado, en

principio, imaginando que las participaciones *senior* eran seguras. Dentro de esta perspectiva, Orlowski (2008) argumenta que el CDO era un instrumento financiero atractivo para el inversor, ya que ofrecía una alta tasa de retorno en comparación con otros productos financieros similares:

“Estos complejos instrumentos financieros eran atractivos para los inversores, porque ofrecían mayores tasas de retorno que otros valores negociables con calificaciones similares, sobretodo teniendo en cuenta el contexto de bajos tipos de interés” (Orlowski, 2008: 6)³.

Con base en lo anterior, surge otra cuestión: ¿qué posibilidades existirían para que la cifra de hipotecados insolventes fuera lo suficientemente elevada como para poner en riesgo el flujo monetario de las participaciones de los CDO *senior*? En realidad, muchas; aunque, sin embargo, no observadas por las agencias de *rating*. Es más, las agencias de *rating* atribuyeron a los CDO *senior* la puntuación más alta (AAA), o sea, certificaron aquellos activos con “seguridad máxima”, asociando a aquellos títulos un grado de riesgo muy inferior al efectivo, haciendo su comercialización más fácil y permitiendo que las mismas disputaran mercado a los títulos del Tesoro estadounidense, cuya clasificación de riesgo era semejante (Sobreira, 2008).

A pesar del equívoco atribuido a los bonos de CDO por las agencias de *rating*, el proceso de titularización con base en las hipotecas no se detuvo ahí. La venta de los bonos de CDO generó un proceso especulativo en los mercados de derivados; es decir, una gran cantidad de inversores institucionales entró comprando masivamente los CDO con un elevado grado de apalancamiento para elevar su rentabilidad. Con el objetivo de cubrir el riesgo asumido, los inversores generaron, por su parte, nuevos títulos derivados de los CDO, como los *credit default swaps* (CDS), que eran seguros financieros que permitían a los inversores intercambiar y diseminar el riesgo⁴.

El gran boom inmobiliario de EE.UU. comenzó a disminuir, sin embargo, en el otoño de 2005. En esa época, los precios llegaron a alcanzar niveles tan elevados que impedían la planificación de la compraventa de la vivienda, ya que ni incluso las hipotecas con tasas de intereses ajustables cubrían las necesidades para la adquisición del inmueble. A partir de ese momento, las ventas comenzaron a descender, aunque los precios de los inmuebles continuaron subiendo durante algunos meses, ya que había una expectativa del mantenimiento de aquella tendencia alcista por parte de los vendedores. Sin embargo, al final de la primavera de 2006 la debilidad del mercado comenzaba a ser evidente en un momento en que los precios bajaban lentamente para, posteriormente, comenzar a acelerar su caída durante el año de 2007 (ver gráfico 2).

Conviene señalar que, mientras los precios de las viviendas continuasen subiendo, la lógica de las hipotecas funcionaba bastante bien, teniendo en cuenta que para la institución financiera no era crucial si el hipotecado estaba en condiciones de pagar o no las cuotas de su hipoteca; puesto que

³ La traducción es nuestra.

⁴ Para un examen más detallado de los CDS véase, por ejemplo, Baily et ál. (2008)

el hipotecado, en apuros, siempre podría refinanciar su deuda, o, en el peor de los casos, vender su vivienda, liquidando así su hipoteca. Con todo, en el momento en que los precios de las viviendas comenzaron a bajar en vez de subir, se hizo cada vez más difícil vender aquellas viviendas y, en consecuencia, el índice de insolvencia comenzó a elevarse.

Cuando el *boom* inmobiliario comenzó a disminuir y el nivel de insolvencia de los préstamos a aumentar, los valores que respaldaban las hipotecas *subprime* se transformaron en pésimas inversiones. ¿Por qué razón? Porque los titulares de los títulos CDO *senior*, que habían recibido la calificación *triple AAA* por parte de las agencias de *rating*, tendrían una posición preferencial sobre los pagos, mientras que los titulares de los títulos con categoría inferior (p.e. CDO *junior*), solamente tendrían derecho a recibir después de que los CDO *senior* hubiesen recibido su parte. De este modo, era evidente que los titulares de los activos CDO con calificación inferior iban a sufrir pérdidas considerables y que, por lo tanto, los precios de esos activos se “derritieran”. Este proceso involutivo desencadenó, el fin de todo el proceso de titularización de las hipotecas de alto riesgo, ya que, como nadie estaba dispuesto a comprar dichos títulos, no era posible continuar con la redistribución y venta de aquellos activos.

Siendo esto así, se fue haciendo cada vez más evidente que cualquier aspecto relacionado con el mercado de las hipotecas ya no era seguro: incluso ni los títulos CDO *senior*, ni las hipotecas con calificación superior escapaban de esta desconfianza. Krugman (2009) señala, al respecto, que las dimensiones exageradas de la burbuja inmobiliaria justificaban esa desconfianza, debido a que los precios de las viviendas estaban bastante sobrevalorados, posiblemente en un 50% en comparación con 2006, de modo que para eliminar aquella sobrevaloración, los precios deberían caer por lo menos una tercera parte.

A medida que la crisis inmobiliaria se iba agravando, también se iba haciendo cada vez más transparente el peligro de que las instituciones que habían prestado, podrían perder mucho dinero así como también los inversores que habían comprado títulos respaldados por hipotecas. De este modo, a principios de agosto de 2007, la debilidad del mercado inmobiliario de EE.UU. se plasmaba en los problemas asociados a la calidad de los préstamos concedidos, incertidumbres en cuanto a la trayectoria de intereses, etc.

En cualquier caso, como se ha podido constatar con posterioridad, la crisis *subprime* era sólo la primera fase de la crisis. En el momento en que los hipotecados pasaron a ser insolventes, dejando de pagar sus respectivas cuotas, aquellos inversores, que compraron los títulos basados en las hipotecas, percibieron que no podrían recibir el retorno que esperaban. En el momento en que esa percepción se propaga, obviamente, aquellos otros inversores e instituciones que compraron títulos parecidos comienzan a preguntarse si no sería mejor venderlos lo antes posible. Sin embargo, al intentar vender esos títulos se observa que hay cada vez menos compradores, ya que todos poseen los mismos temores. Ante esta tesitura, los inversores advirtieron que tenían un enorme problema entre manos: un título cuyo valor en el mercado era muy inferior a lo que esperaban. En conclusión, esos inversores descubrieron que

estaban expuestos a un riesgo de liquidez mucho mayor de lo que pensaban en un principio (Carvalho 2008).

A partir de ese momento comienza la fase del pánico y la “locura”, en una especie de “sálvese quien pueda”. Los propietarios de los títulos respaldados en hipotecas fueron descubriendo que no sólo no recibirían los intereses que esperaban sino que ni siquiera conseguirían traspasar esos activos a otros sin antes sufrir un pesado perjuicio económico. La tentativa de venderlos, a cualquiera precio, fue suficiente como para hacer que el valor de dichos títulos cayera en el mercado de forma vertiginosa. A este respecto, Calvo (2007) señala:

“La consecuencia fue una convulsión general del sistema, al reducirse el precio de los activos por su inmediata liquidación. Rumores sobre firmas de gestores enfrentados a grandes pérdidas eran suficientes para hundir el precio de esos activos basados en titulización de créditos comerciales u otros activos. Además los activos de alto riesgo añadían una tensión adicional al sistema financiero y, en especial, a la credibilidad del sistema bancario o, al menos, a los bancos más implicados en la crisis, al forzarlos a buscar liquidez para afrontar el problema, lo que transformó la convulsión en una crisis clásica de liquidez” (Calvo 2007: 200-201).

Se ha podido comprobar, además, que la desconfianza llegó también a alcanzar otros títulos semejantes, contagiando otros segmentos del mercado de capitales, bajo la idea de que era mejor intentar vender todos esos valores antes de que lo hiciesen otros (Carvalho 2008). Ante este escenario de pánico financiero, los precios de todos los títulos tendieron a declinarse, uno a uno. Como consecuencia de lo anterior, comenzó la tercera fase de la crisis (crisis patrimonial), que supone el paso a un terreno cada vez más peligroso.

Considerando que cualquier empresa y/o institución financiera posee activos (derechos a recibir) y pasivos (obligaciones a pagar), es de esperar que una empresa saludable tenga más activos a recibir que efectivamente obligaciones a pagar. Sin embargo, cuando el valor de los activos se sitúa por debajo del valor de sus obligaciones, el patrimonio neto se vuelve negativo, lo que significa que la empresa es insolvente, o se encuentra en posible proceso de quiebra.

Retornando al caso estadounidense, los bancos e instituciones financieras que habían comprado aquellos títulos respaldados en hipotecas subprime, cuando el valor de estos activos cayó significativamente, muchos se declararon insolventes, fallidos, y otros se situaron muy cerca de esa situación. Dado que una gran parte de las instituciones financieras de EE.UU. hizo ese tipo de inversión, todas estaban expuestas en algún grado. En la mejor de las hipótesis, su capital, incluso aunque continuase siendo positivo, disminuyó bastante a causa de la devaluación de sus activos.

Llegados a este punto, siguiendo la visión de Carvalho (2008), coincidieron dos circunstancias en el tiempo. La primera de ellas es que los bancos e instituciones financieras fallidas se vieron obligados a cerrar o a sufrir algún

tipo de intervención o a ser vendidos a otras instituciones, que, también con problemas, se negarían a realizar esas adquisiciones si no fueran presionadas por el gobierno o favorecidas con algún incentivo. La secuencia de quiebras, intervenciones y ventas bajo estrés tiende a propagar la desconfianza y el miedo no solo en el mercado financiero, sino también entre la sociedad en general, que pasa a temer por sus economías, ya que nunca se sabe con certeza cual va a ser la próxima “ficha” en caer.

La segunda circunstancia está referida a que las instituciones financieras supervivientes se retrajeron, ya que compartían el mismo clima de temor y desconfianza, también justificada porque su capacidad de préstamo había disminuido al contraerse su capital. Como era de esperar, el resultado de todo este proceso es que las instituciones financieras pasaron a prestar menos y, como consecuencia de ello, las empresas quedaron sin capital circulante para producir, los consumidores dejaron de adquirir bienes duraderos por la escasez de crédito en el mercado etc. De este modo, la economía real comenzó su enfriamiento, el crecimiento económico se desaceleró en unos casos o se transformó en contracción en otros, el desempleo creció exponencialmente, y el riesgo de una recesión prolongada se instaló en la economía.

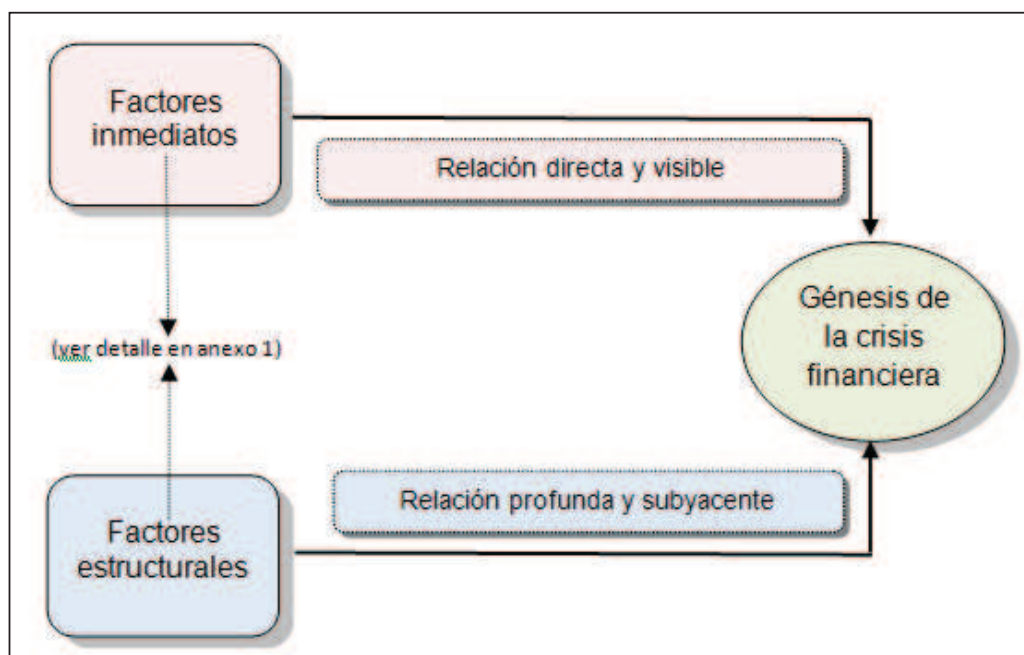
En el siguiente apartado, se realiza un análisis crítico y sistemático de los factores determinantes que condujeron a la manifestación de la crisis financiera global, diferenciando tanto sus causas inmediatas como sus causas estructurales.

3. FACTORES DETERMINANTES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

En atención a los factores determinantes de la crisis global, parece existir un consenso generalizado en la literatura en que las causas inmediatas reposan en el sector financiero; en particular apuntan a fallos en la gestión del riesgo, a la innovación financiera, a incentivos inadecuados así como a la reglamentación insuficiente. Sin embargo, también existe un cierto consenso en que otros factores, de índole estructural, desempeñaron un papel decisivo, creando condiciones propicias para un boom del crédito y de la elevación de los precios de los activos (Bean, 2009).

A modo de síntesis, desde nuestra concepción, el origen de la crisis global actual es atribuido tanto a factores inmediatos, que guardan una relación más estrecha con el problema de las hipotecas, como también a factores estructurales, que conservan una relación más profunda, con la génesis de la crisis (figura 1). Como parece razonable, las causas inmediatas son más fáciles de identificar ya que están directamente relacionadas con el problema. Por el contrario, las causas estructurales resultan más difíciles de reconocer, debido a su relación indirecta y subyacente, lo que exige un análisis más profundo del asunto en cuestión.

FIGURA 1: FACTORES DETERMINANTES DE LA CRISIS GLOBAL FINANCIERA



Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar que esta clasificación ha sido establecida con el propósito de facilitar el estudio de la génesis y los factores determinantes de la crisis a fin de sintetizar nuestras conclusiones. En el epígrafe que sigue a continuación, se discuten y exploran las causas inmediatas de la crisis financiera, para, en un epígrafe posterior, pasar a analizar sus causas estructurales.

3.1. ANÁLISIS DE LAS CAUSAS INMEDIATAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Decisivamente, la crisis financiera global ha sugerido una búsqueda de culpables. Para Krugman (2009), por ejemplo, algunas de las acusaciones son totalmente espúreas, como la afirmación, de que los problemas observados derivan de la ley de reinversión comunitaria de EE.UU., que trataba de corregir la falta histórica de préstamos a comunidades de recursos bajos y moderados a causa de los bancos y empresas financieras que las ignoraban en la práctica⁵. Considerando que esa ley había sido aprobada en 1977, resulta difícil entender qué tipo de relación causal puede tener una ley con relación a una crisis que surgió tres décadas más tarde. Se debe señalar, por otro lado, que

⁵ Aunque, si bien es cierto que la aplicación de esta ley permitió que las familias afroamericanas y latinas recibiesen proporcionalmente más de los préstamos subpreferenciales la mayor parte de los préstamos se dirigieron a familias anglosajonas (el 58% frente al 18% que representaban los consumidores afroamericanos y latinos durante el período 2005-2007, según los datos de la Ley de Revelación de Préstamos Hipotecarios de EE.UU.).

la mayor parte de los actores del mercado de préstamos subpreferenciales⁶ no estaban contemplados en esta ley; dando lugar a prácticas perniciosas, guiadas exclusivamente por el afán de codicia de muchos bancos y entidades inversoras de Wall Street, que deseaban invertir en préstamos con retornos supuestamente elevados.

En ciertas ocasiones se ha tendido a culpar de la burbuja inmobiliaria y de la fragilidad del sistema financiero a *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, dos entidades de préstamos hipotecarios que fueron pioneras en el proceso de securitización de las hipotecas. Si bien es cierto que estas dos entidades demostraron cierta imprudencia en la concesión de algunas hipotecas, no se puede atribuir la culpa a solamente dos entidades que desempeñaron un papel limitado en la epidemia de las perversas prácticas hipotecarias.

En otras ocasiones se ha atribuido la crisis a la suspensión en 1999 de la Ley Glass-Steagall que permitió a bancos comerciales entrar en el negocio de los bancos de inversiones y asumir, de este modo, más riesgos. A favor de esta cuestión, Krugman argumenta que aquella decisión fue errada y tal vez haya contribuido a amplificar la crisis, debido a que arriesgadas estructuras financieras, que nacieron durante los años del boom, fueron operaciones fuera del balance de los bancos comerciales. Pero, la crisis prácticamente no había amenazado aquel conjunto de instituciones denominadas *shadow banking*⁷, que optaron por asumir nuevos riesgos y que nunca estuvieron sometidas a la regulación.

En realidad, el término *shadow banking system* incluye el grupo de instituciones envueltas en préstamos apalancados que no tenían, hasta la eclosión de la crisis, acceso a los seguros de depósitos y/o a las operaciones de redescuento de los Bancos Centrales. En ese conjunto se encuadran bancos de inversiones, *hedge funds*, fondos de pensiones y aseguradoras. En EE.UU. se suman los bancos regionales especializados en crédito hipotecario y las agencias patrocinadas por el gobierno. Esta definición contiene un elemento implícito que es importante destacar: las instituciones financieras del sistema bancario sombra no estaban sujetas a las normas de los Acuerdos de Basilea, las cuales en el caso estadounidense sólo se aplicaban a los grandes bancos universales con operaciones internacionales.

La manifestación de este sistema bancario sombra, en la visión de Farhi et ál. (2008), está asociada a dos movimientos simultáneos y complementarios: a) en primer lugar, los bancos sometidos a los requisitos de capital del Acuerdo de Basilea pasaron a utilizar crecientemente un conjunto de instrumentos para retirar los riesgos de su balance, viabilizando el aumento de su apalancamiento;

⁶ Agentes hipotecarios, compañías de préstamos hipotecarios y bancos de inversiones de Wall Street.

⁷ Corresponde al conjunto de instituciones que funcionan como bancos, pero que no son bancos, y que habitualmente reciben el nombre de sistema bancario paralelo o sistema bancario sombra. A su vez, los bancos convencionales que aceptan depósitos y forman parte del sistema de la Reserva Federal operan con más transparencia, sus cuentas son públicas, estando sujetas a regulación.

b) en segundo lugar, una gran variedad de instituciones evolucionó en el sentido de desempeñar un papel semejante al de los bancos tradicionales sin estar incluidas en la estructura reguladora existente y, por lo tanto, sin disponer de las requeridas reservas de capital.

Con relación al primer movimiento, para excluir los riesgos de crédito de los balances, los bancos recurrieron a los llamados productos estructurados⁸, a los derivados financieros y de crédito. Esa arquitectura financiera fue posible gracias a la actuación de las agencias de *rating*. Al auxiliar a las instituciones financieras en el montaje de los “paquetes de crédito”, que incluyen los títulos securitizados para garantizar la mejor clasificación posible, esas agencias tuvieron una participación relevante en la creación del mito de que los activos de crédito bancario podían ser cotizados y negociados como de “bajo riesgo” en mercados secundarios. Además, las agencias incurrieron en un serio conflicto de intereses en la medida en que parte sustancial de sus rendimientos procedía de esas actividades⁹.

Con relación al segundo movimiento, las instituciones del sistema bancario sombra buscaron recursos en los mercados de capitales, sobre todo emitiendo títulos de corto plazo, adquiridos por fondos mutuos de inversiones. No pudiendo crear moneda al conceder crédito directamente, las instituciones sombra utilizaron esos recursos de corto plazo para adquirir los títulos emitidos por los bancos con rentabilidad vinculada al reembolso de los créditos que ellos concedieron. Por lo tanto, las instituciones sombra se hicieron participantes del mercado de crédito, obteniendo recursos de corto plazo con los cuales financiaban créditos de largo plazo, actuando como si fueran casi bancos.

Por otro lado, debe destacarse el papel desempeñado por los derivados de crédito en la constitución de las complejas relaciones entre el sistema bancario tradicional y el sistema sombra. La creciente expansión de los derivados de crédito, sobre todo a partir del final de la década de 1990, elevó fuertemente los riesgos acumulados presentes en esos mercados. Utilizando los mecanismos ya existentes de swaps, los derivados de crédito permitieron que los bancos retiraran riesgos de sus balances, al tiempo que las instituciones del sistema bancario sombra pasaron a tener nuevas formas de asumir la exposición a los riesgos y rendimientos del mercado de crédito (Farhi et ál. 2008).

A partir de esa transferencia de riesgos por los bancos, ocurrió el “milagro” de la multiplicación. En los casos en que esos riesgos fueron transferidos de los balances de los bancos a otras instituciones financieras por medio de títulos securitizados y productos estructurados, esos nuevos activos fueron “reempaquetados”, dando origen a otros activos que, a su vez, fueron vendidos a otras instituciones. Mientras esta operación se restringía a las operaciones en el mercado a la vista, era realmente el riesgo original que iba cambiando de manos.

⁸ Son instrumentos resultantes de la combinación de diversos títulos representativos de crédito (obligaciones, bonos, títulos de crédito negociables, hipotecas, deuda de tarjeta de crédito, etc.).

⁹ Consúltese, por ejemplo, Eichengreen (2009: 2).

Sin embargo, al estar conectados a los derivados de crédito, esos activos dieron origen a “activos sintéticos”, es decir, activos que replican los riesgos y retornos de los activos originales, pero sin que sea necesario poseerlos. De este modo, se multiplicaron diversas combinaciones “virtuales” de los activos de crédito securitizados con operaciones de derivados de crédito. En la construcción de esa enorme pirámide invertida –cuya base está constituida por las operaciones de créditos originales– los riesgos iniciales fueron multiplicados por un factor n y su distribución pasó a constituir una incógnita (Farhi et ál. 2008).

A medida que el sistema bancario sombra crecía para competir con igual importancia que los bancos comerciales, o incluso superarlos, Krugman (2009) resalta que los políticos y funcionarios gubernamentales de EE.UU. deberían haber advertido que estaba resucitando la misma vulnerabilidad financiera que había propiciado la Gran Depresión. En su momento, debería haber sido decretada una mayor regulación y ampliada la seguridad financiera para proteger esas nuevas instituciones. En la visión de este autor, algo tan sensible como una entidad que se comporta como banco, y todo aquello que deba ser rescatado durante una crisis como se rescataría a un banco, debería estar sujeto a la misma regulación que un banco convencional.

Sin embargo, los gestores gubernamentales no otorgaron importancia a los avisos y, en este contexto, no se hizo nada para ampliar la regulación existente, ya que la Administración de George W. Bush era ampliamente contraria a cualquier regulación. De este modo, las personas que deberían estar preocupadas por la fragilidad del sistema, en su lugar, enaltecían la “innovación financiera” creada. De hecho, el propio Alan Greenspan, responsable de la Reserva Federal de EE.UU., declaró, en 2004, que no solamente las instituciones financieras eran menos vulnerables a los factores de riesgos subyacentes, sino que incluso el sistema financiero había ganado más resistencia en su conjunto. En definitiva, en un contexto en que los propios gestores y responsables políticos ignoraban o menospreciaban el riesgo cada vez mayor de una crisis en el sistema financiero, la crisis eclosionó.

Siendo así, en la concepción de Krugman, se hace evidente la necesidad de una reforma en el sistema financiero para que la crisis no vuelva a estallar y, sobre todo, obedeciendo a la siguiente regla básica: toda entidad que deba ser rescatada durante una crisis financiera, ya que desempeña un papel esencial en el sistema financiero, deberá estar sujeta a regulación, cuando no haya colapso, para evitar que así se incurra en riesgos excesivos.

Al igual que Krugman, Buitter (2007), Eichengreen (2009), Fernández de Lis (2008), Stiglitz (2008) y Taylor (2007 y 2009) también afirman que esa anomalía fue causada por los excesos cometidos en la fase anterior, caracterizada por un periodo de abundancia de liquidez y reducidos tipos de interés practicados por la Reserva Federal de EE.UU.

Ante un panorama determinado por la caída de las bolsas asociadas a la ruptura de la burbuja de las empresas de tecnología, agudizadas por los eventos del 11 de septiembre y, aún amplificadas por los escándalos contables

de la ENRON y otras compañías, la Reserva Federal optó por la adopción de una política de estímulo monetario expansionista con caída agresiva en sus tipos básicos de interés en 2001-2004.

Fernández de Lis (2008) observa que los primeros años de la década coincidieron con una reducida aversión al riesgo, una volatilidad muy pequeña de las principales variables financieras y escasas alternativas de inversiones. Los bonos, de este modo, ofrecían una rentabilidad mínima, en parte causada por la presión de la demanda de países emergentes que experimentaban un proceso de acumulación de reservas bastante intenso. En este contexto, la deuda de los países emergentes alcanzó un nivel muy bajo, los *spreads* de crédito se situaron en niveles mínimos y, por lo tanto, había pocas alternativas de inversiones frente a los títulos estructurados del mercado hipotecario.

Hubo, en consecuencia, una gran demanda de títulos de máxima calidad crediticia, asociada a cambios reguladores en las compañías de seguros que dirigieron sus carteras a títulos *triple A*. De este modo, se puso en marcha un proceso de creación de títulos denominado de “alquimia financiera”: de un lado entraban títulos *subprime* y de otro lado salían, básicamente, títulos *triple A* y, en razón más pequeña, títulos con una menor calificación crediticia.

Según Fernández de Lis, la crisis financiera estuvo causada por fallos constatados en diversos niveles: a) prácticas nocivas en la concesión de créditos por parte de las entidades financieras; b) falta de una adecuada gestión del riesgo; c) créditos concedidos a deudores no solventes, cuyas fuentes de ingresos no eran verificadas; d) créditos hipotecarios concedidos con base en el valor de la garantía, sin prestar atención a la capacidad de pago de los deudores.

Como factor determinante de la crisis, este autor apunta también a una evaluación deficiente de los riesgos incurridos en general, por parte de los inversores que al comprar los productos securitizados desconocían el riesgo que estaba siendo asumido, y por parte de las agencias de *rating* que no evaluaban adecuadamente aquellos productos negociados¹⁰. En definitiva, se apunta a serias deficiencias asociadas a la regulación y supervisión financiera. En realidad, los instrumentos financieros no regulados negociados fuera del balance de los bancos quedaron al margen del alcance de la supervisión.

El estudio de Taylor (2009), por su parte, desarrolla un análisis empírico sobre los errores cometidos que posibilitaron generar una crisis financiera de enorme magnitud. Según el argumento clásico, las crisis financieras son causadas por excesos cometidos que posibilitan un periodo de boom, seguido de una inevitable ruptura. Como comparación, Taylor afirma que la reciente crisis financiera fue precedida de un periodo de *boom*, en el caso inmobiliario, seguido de una ruptura, eclosionando en una tormenta financiera en EE.UU., alcanzando posteriormente a otros países.

¹⁰ Conviene resaltar que en los trabajos de Buiter (2007), Eichengreen (2009), Krugman (2009), Persaud (2009) y Stiglitz (2008) se llega a conclusiones similares.

Taylor (2007) hace una advertencia en cuanto a los excesos monetarios cometidos por la Reserva Federal en la conducción de las decisiones de los tipos básicos de interés durante la primera mitad de la década. El gráfico 3 ilustra la evolución de los tipos básicos de interés de la Reserva Federal durante los primeros años de la década y su evolución sugerida (línea discontinua), según un modelo de tipos de interés definido en razón de determinantes macroeconómicos fundamentales en consonancia con la llamada regla de Taylor¹¹. Según la regla de Taylor, los tipos básicos de interés deberían haber comenzado a subir a partir del año de 2001, siguiendo una trayectoria ascendente alcanzando su nivel máximo en 2005 (línea discontinua), en vez de disminuir hasta una tasa del 1% a mediados de 2003 (línea continua), permaneciendo en este nivel de intereses durante más de un año.

Las decisiones de los tipos de interés fijadas en los últimos años por la Reserva Federal quedaron muy por debajo del nivel de intereses sugerido por la experiencia histórica. Taylor (2009) argumenta que el área comprendida entre la línea de intereses fijada por la Reserva Federal y la trayectoria sugerida por su metodología revela el excesivo estímulo monetario con que la Reserva Federal impulsó a la economía de EE.UU.; incentivo que estimuló el *boom* inmobiliario.

Para confirmar la hipótesis de que el estímulo monetario impuesto por la Reserva Federal de EE.UU. impulsó el *boom* inmobiliario, este autor emplea técnicas de regresión estadística, estimando un modelo empírico que relaciona los tipos de interés con la actividad inmobiliaria. En su estudio, Taylor confronta dos escenarios en la conducción de los tipos básicos de interés determinados por la Reserva Federal de EE.UU.: a) un primer escenario utilizando la política actual de tipos de interés de la Reserva Federal; b) un segundo escenario de nivel de intereses sugerido por la regla de Taylor.

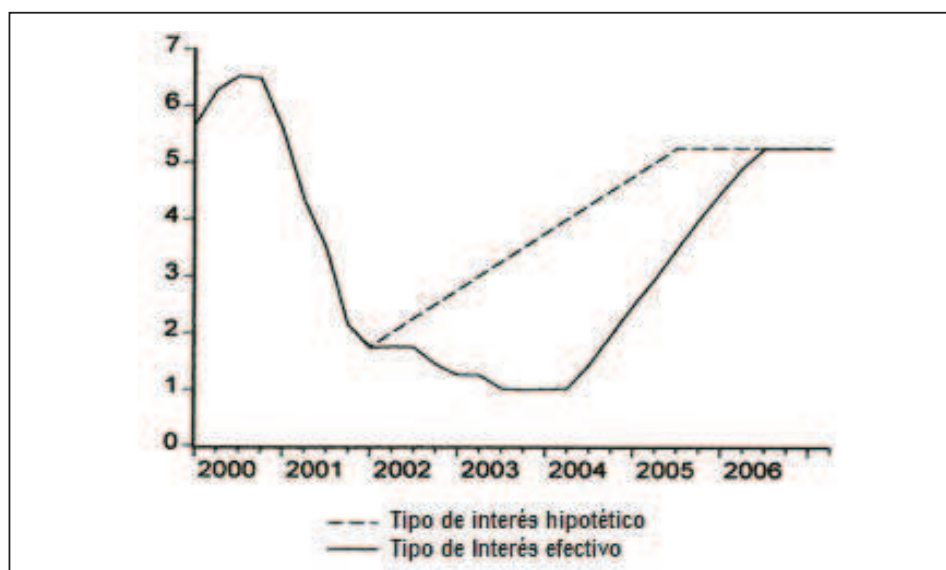
El primer escenario confirma el boom inmobiliario y la ruptura de la burbuja, mientras que el segundo escenario impide el boom y la ruptura. De este modo, los resultados empíricos de Taylor confirman la hipótesis de que los excesos provenientes de la política monetaria expansiva de tipos de interés bajos han sido una causa crucial del *boom*, de la ruptura y de la crisis:

“De este modo, la evidencia empírica demuestra que la política monetaria ha sido una de las causas principales del boom y por lo tanto de la ruptura y de la crisis” (Taylor 2009: 3)¹².

¹¹ Taylor (1993) sugiere que el comportamiento del tipo de interés que reembolsan los bonos del tesoro estadounidense podría ser muy bien representado por una función lineal, que se ha dado en llamar la Regla de Taylor. Por esta ecuación, el tipo de interés responde a la inflación y al exceso de nivel de la actividad económica. En otras palabras, el Banco Central fijaba el tipo de interés según una regla simple: la relación entre los tipos de interés y la inflación debería ser de 1,5 a 1 y la relación entre los tipos de interés y el exceso de la actividad debería ser de 1 a 0,5.

¹² La traducción es nuestra.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS BÁSICO DE LA RESERVA FEDERAL DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: Taylor (2007).

3.2. ANÁLISIS DE LAS CAUSAS ESTRUCTURALES DE LA CRISIS FINANCIERA

El origen de la crisis global también es atribuida a factores estructurales que guardan una relación más profunda con la génesis de la crisis. Dentro de esta perspectiva, Wade (2008) realiza un diagnóstico de la crisis global, señalando que estamos ante un cambio de régimen en la dinámica del sistema financiero internacional, impulsado por una pérdida general de confianza de la economía neoliberal que lo legitima.

Este razonamiento gira en torno a los “cambios de regímenes”, es decir, cambios sustantivos en las reglas económicas internacionales, separados por un intervalo aproximado de treinta años entre ellos. En su argumentación, Wade diferencia, en concreto, tres regímenes: a) un primer régimen, caracterizado por el Keynesianismo, estuvo gobernado por los acuerdos de Bretton Woods comprendiendo el periodo de 1945-1975; b) un segundo régimen, de 1975-2007/2008, gobernado por el neoliberalismo, consenso de Washington o consenso de la globalización, centrándose en la noción de que todos los gobiernos deberían liberalizar, privatizar y desregular; c) un tercer régimen, que todavía no ha sido bautizado bajo ninguna denominación, y que tal vez se convierta en un periodo marcado más por la falta de acuerdo que por cualquier consenso.

De entre las causas apuntadas en esta visión como determinantes de la crisis financiera, consideramos que hay cuatro que merecen ser especialmente destacadas. Un primer factor apunta a la caída en las tasas de beneficios de las corporaciones no financieras que pasaron a invertir fuertemente en la especulación financiera para garantizar la rentabilidad del capital. Un segundo

factor se refiere a la formación de burbujas de activos que se propagaron por el mundo a través de la securitización. En tercer lugar, el modelo bancario de originar y distribuir permitiendo altos apalancamientos financieros y el desarrollo de instrumentos financieros complejos. Una cuarta razón es la limitada regulación de las entidades financieras, en especial, aquellas pertenecientes al sistema bancario sombra (*shadow banking*).

Otro aspecto de cierta importancia, que también señala Wade, son los pilares del modelo global dominante de la arquitectura financiera de las últimas dos décadas, cuya credibilidad venía siendo seriamente cuestionada. En realidad, se observa que los tres pilares de dicha arquitectura funcionaron de forma deficiente hasta la eclosión de la crisis. En primer lugar, los servicios reguladores que debían proteger a los depositantes de los bancos en general presentaban una débil regulación. En segundo lugar, los mercados financieros generaron apalancamientos e ingenierías financieras complejas, derivando en su liquidación y en un eventual rescate del Estado. En lo que se refiere al tercer pilar, el mantenimiento de la estabilidad monetaria por el banco central, erró al mantener tipos de interés muy bajos, permitiendo el rápido crecimiento del crédito que desembocó en burbujas de activos.

Otras aportaciones hacen una invitación a la reflexión sobre la coyuntura actual relativa a la evolución de la economía mundial, discutiendo el modelo económico contemporáneo que condujo a esta situación de crisis en el sistema financiero y cuáles podrían ser las salidas, por medio de propuestas procedentes de aquellos agentes que formularan el propio modelo neoliberal, así como por medio de propuestas alternativas que se podrían establecer fuera de ese ámbito. Es el caso de Vence (2008), quien señala que la crisis financiera es una consecuencia de la profunda fragilidad del modelo neoliberal, de una inestabilidad derivada de una distribución de la renta desigual que impide una evolución de la demanda acompañada de una evolución de la oferta. Bajo esta concepción, el reducido ritmo de crecimiento de los salarios no ha permitido la creación de los mercados necesarios para la ampliación del proceso de acumulación del capital, lo que ha llevado a los gestores políticos a buscar vías alternativas de estímulo de la demanda.

En este contexto, el incentivo de las exportaciones se convierte en una de las vías alternativas para estimular la demanda. La otra vía de estímulo es la propagación de la venta a crédito, asumiendo el compromiso de pago futuro, o mediante el creciente endeudamiento de la población con las entidades financieras. Este patrón de funcionamiento ha provocado un endeudamiento masivo de la población de países que siguieron este modelo, patrón que se ha diseminado en una buena parte del mundo actual.

De este modo, la situación de endeudamiento generalizado se convirtió en la opción preferida de política económica desde los años ochenta y, todavía más, a partir de los años noventa, con el objetivo de bombear el propio sistema. En el momento en que se rompió la burbuja tecnológica, la economía de EE.UU. no presentaba señales de recuperación, llevando a que los gestores

políticos redujeran de forma considerable los tipos de interés, desregulando el sistema financiero, ampliando el nivel de créditos concedidos y, reduciendo el nivel de garantías exigido para su concesión.

De esa manera, una parte de la población, que hasta aquel momento no tenía posibilidades de acceder al crédito, se fue insertando en el sistema, derivando en un proceso de endeudamiento que se generalizó a millones de personas en EE.UU. Por su parte, los bancos crearon productos financieros, a partir de los créditos concedidos, que consistían en convertir el crédito en un título negociable en los mercados financieros. Siguiendo este razonamiento, el problema estadounidense no radicaba concretamente en las hipotecas, sino en su utilización por parte de las entidades financieras con el fin de elaborar nuevos activos ficticios que les permitieron generar una “bola de nieve” de captación de recursos sin soporte real. De este modo se colocó en el sistema financiero una cantidad desproporcionada de dinero ficticio (Vence, 2008).

En síntesis, el trabajo de Vence viene a concluir que la crisis financiera no es resultado de una anomalía coyuntural, sino de un problema estructural que fue asentándose desde principios de los años ochenta, donde la única manera de mantenerlo vigente y operativo es por medio de la búsqueda de un nuevo negocio ficticio para crear una nueva burbuja, que dure seis o siete años, tardando cuatro o cinco años en llegar a la cima y, a continuación, dos o tres años para desinflarse. Adicionalmente se puede señalar que el modelo neoliberal fue concebido en su momento como un medio para garantizar la acumulación de capital sobre la base productiva, careciendo de viabilidad en el largo plazo y demostrando una gran fragilidad.

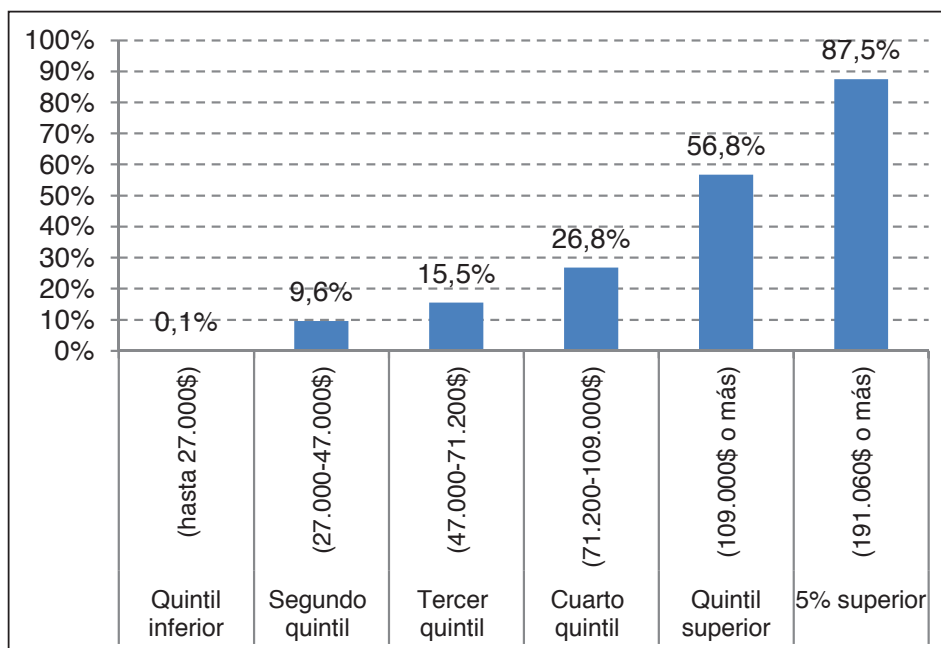
Otras perspectivas, como la de Fernandez et ál. (2008), apuntan a que la crisis del *subprime* tiene orígenes estructurales que van más allá de los problemas relacionados con el mercado financiero. Estos autores parten de la hipótesis de que la crisis del *subprime* es otro episodio clásico del fenómeno de inestabilidad financiera de Hyman Minsky. El eslogan de Minsky “*stability breeds instability*” significa que la inestabilidad financiera y el caos económico son un fenómeno endógeno que nace a partir de un sentimiento de optimismo y confianza que surge de la economía durante un boom. Pues bien, haciendo un paralelismo con el argumento de Minsky, estos autores defiende la idea de que la “desigualdad genera inestabilidad”.

De acuerdo con esta visión, el estancamiento en la ganancia real de los salarios de las familias estadounidenses en desventaja económica, asociada al aumento real de los precios de las viviendas nunca permitiría alcanzar la propiedad (gráfico 4). De este modo, la “democratización” de los propietarios minoritarios no representó absolutamente nada, sino que simplemente consistió en un aumento ficticio de la demanda de viviendas, que posteriormente se transformó en una tormenta financiera a los deudores y a los acreedores de hipotecas.

En última instancia, esta argumentación conduce a la interpretación de que la crisis financiera no es el resultado de la “exuberancia irracional”¹³ de los agentes, sino que es una anomalía resultante de problemas estructurales profundos que son intrínsecos al sistema capitalista. Estos problemas estructurales están asociados a la cuestión de la desigualdad, que ha sido la causa real de la crisis actual, donde la práctica de prestar a cualquier precio, impuesto por el *subprime*, fue sólo como colocar un paño caliente en el problema de la desigualdad. De forma adicional, se argumenta que solucionar la crisis a través de ayudas financieras gubernamentales, en la mejor de las hipótesis, restaurará la estabilidad financiera temporalmente, pero no atacará la causa real del problema:

*“En nuestra opinión, arreglar la crisis financiera a través de un plan de rescate de cualquier tipo, en el mejor de los casos, sólo restaurará temporalmente la estabilidad financiera pero no abordará la causa principal del problema”, (Fernandez et ál., 2008: 25)*¹⁴.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DE LA RENTA MEDIA FAMILIAR EN ESTADOS UNIDOS (1979-2006)



Fuente: Fernandez et ál. (2008), dólares de 2006.

¹³ En general, la exuberancia irracional, el pánico o las burbujas son las explicaciones esenciales para la inestabilidad financiera. Son expresiones que representan el fallo, en su comportamiento racional, de los agentes del sistema. De este modo, la inestabilidad financiera aparece como inusual en un sistema de mercado donde los individuos actúan racionalmente.

¹⁴ La traducción es nuestra.

En la misma línea, Sapir (2008) sostiene que la crisis financiera actual es mucho más que el resultado del colapso en la industria de hipotecas estadounidenses que contaminó el sistema financiero global, a causa del desarrollo de opacos instrumentos financieros derivados no regulados. Afirma que la crisis financiera es producto de una política neoliberal conservadora, perpetuada por EE.UU. y también por algunos países europeos desde los años ochenta. Política neoconservadora que había sido diseminada en los países de economía emergente con el entonces Consenso de Washington y que derivó en la crisis financiera de 1997-1999 en dichos países.

Sapir señala que, debido al empobrecimiento de la clase media, fruto de una política neoconservadora de concentración de renta, la expansión del crédito se hizo necesaria para estimular la demanda interna y el crecimiento económico de EE.UU. entre 2001 y 2007. Como consecuencia de ello, los gestores de política relajaron las condiciones para la concesión de préstamos, permitiendo a una buena parte de la población el acceso al crédito, posibilitando así el rápido desarrollo de un mercado de contratos hipotecarios.

Chesnais (2008), en concordancia con las aportaciones de Sapir (2008) y Vence (2008), sostiene que estamos enfrentando un nuevo tipo de crisis que se manifestará de forma brutal en la misma magnitud que se manifestó la crisis del cambio climático global. Este autor señala que la creación de formas artificiales para ampliar la demanda efectiva, sumadas a otras formas de creación de capital ficticio, generó las condiciones para que la crisis financiera se pusiera de manifiesto. Según esta concepción, todo el proceso de liberalización y globalización financiera, iniciado en las décadas de los años ochenta y noventa, estuvo basado en un sistema de acumulación de capital ficticio en poder de fondos de inversiones, fondos de pensiones y fondos financieros. En particular, EE.UU. y Reino Unido dieron un impulso extraordinario a sus economías con la creación de capital ficticio en forma de crédito, crédito otorgado a las personas que no tenían ni la mínima condición necesaria para afrontar los pagos.

Por su parte, el estudio de Álvarez y Medialdea (2009) sostiene la hipótesis de que el proceso de financiarización de la actividad económica, intrínseco a la política neoliberal de las últimas décadas, es el elemento fundamental que produjo el origen de la crisis actual¹⁵. En realidad, se trata de designar un patrón de acumulación del capital en que la obtención de la rentabilidad de las empresas queda subordinada a las operaciones financieras, en vez de a las operaciones productivas. De esa forma, el capital financiero recupera la capacidad de valorizarse, creando enormes bolsas de capital ficticio que de hecho no financian la actividad productiva, estimulando la formación de burbujas especulativas.

Esta dinámica de acumulación de capital ficticio desconectada de los propios fundamentos de la actividad productiva tiene límites. En concreto, los beneficios

¹⁵ Véase, por ejemplo, Epstein (2001), Medialdea y Álvarez (2008) y Stockhammer (2009) para un análisis más detallado del concepto de financiarización.

de la compra y venta especulativa de activos disminuyen en el momento en que los agentes perciben que la desconexión con el valor real es tal que no será posible seguir vendiendo a precios especulativos; condición indispensable para obtener rentabilidad con la operación. De este modo, las burbujas especulativas estallan y los precios vuelven a conectarse con el valor real, desapareciendo los valores especulativos como si nunca hubieran existido.

En el caso estadounidense, la burbuja inmobiliaria y la dinámica de endeudamiento alcanzaron dimensiones espectaculares: los bancos canalizaban su exceso de liquidez hacia la concesión masiva de créditos, incluyendo créditos hipotecarios. Las hipotecas de alto riesgo eran evaluadas por el valor de las viviendas, que no paraban de revalorizarse, fruto de una dinámica especulativa en el precio de los inmuebles. El incremento del precio de los inmuebles permitía la renegociación de las hipotecas, de forma que las familias utilizaban este incremento para financiar los gastos de consumo excedente. En el momento en que se produjo la ruptura de la burbuja de precios, tuvo lugar un cortocircuito en el proceso de endeudamiento, con un fuerte aumento en las tasas de insolvencia, sobre todo en las familias desprovistas de recursos.

Los efectos de la ruptura de la burbuja inmobiliaria estadounidense no se limitaron a la mera corrección de los precios y reducción de la actividad de construcción, desencadenando una reacción en cadena sin precedentes en los mercados internacionales. La reacción en cadena, que llevó a la quiebra y problemas de solvencia de diversas entidades financieras, no está sólo vinculada con el crédito hipotecario y sí con el proceso de financiarización que dio lugar a un complejo entramado de capital ficticio que contaminó el sistema financiero a través de la securitización (Álvarez y Medialdea 2009).

El surgimiento de la actual crisis global demuestra, con suma claridad, que casi todos los principios de los mercados financieros eficientes preconizados por el neoliberalismo eran incorrectos. El capitalismo de libre mercado en sistema de auto-regulación es fundamentalmente inestable, necesitando de regulación adecuada, para evitar así el surgimiento de episodios económicos destructivos. Los mercados financieros deben ser encuadrados y controlados por los Gobiernos y por otras instituciones sociales, con el fin de trabajar de forma eficiente y sirviendo a las necesidades de la sociedad, y no lo contrario (Crotty 2008; Crotty y Epstein 2008; Epstein 2009).

La obsesión neoliberal por un gobierno reducido a la mínima expresión reprimía una considerable iniciativa presupuestaria para restaurar el bienestar económico. De hecho, el problema estaba en la creencia del proyecto neoliberal que limitó la política presupuestaria y centró toda la atención en la política monetaria, manteniéndose la idea de que los principios fundamentales de la economía eran los adecuados y de que las presiones para la recuperación económica serían creadas por el propio mercado. El empeño en asegurar déficits presupuestarios reducidos, asociados a la obsesión por el mantenimiento de tasas de inflación reducidas son dos manifestaciones de esta caracterización del modelo neoliberal.

4. CONCLUSIONES

La crisis financiera global fue originada por las pérdidas provenientes del impago de las hipotecas estadounidenses e intensificada en términos globales, debido a que gran parte de aquellas hipotecas habían sido securitizadas y distribuidas a inversores institucionales. Esto conduce a algunas reflexiones.

En primer lugar, nuestro diagnóstico, que parte de una revisión sistemática del actual marco explicativo, apunta a que la crisis financiera tiene una multiplicidad de causas que han hecho posible su manifestación¹⁶. Si bien es cierto que algunas de las causas apuntadas son más importantes que las otras, resulta crucial tener un conocimiento del conjunto de las causas, tratando de ver más allá de “los árboles que no dejan ver el bosque”, con el fin de contribuir a que este tipo de fenómenos no vuelvan a repetirse en el futuro.

En segundo lugar, parece existir un consenso en la literatura (Buiter 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Krugman 2009; Stiglitz 2008) en que la crisis es el resultado de una regulación negligente del sistema financiero. En nuestra concepción, en concordancia con el pensamiento de otros autores (Álvarez Medialdea 2009; Fernández et ál. 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Wade 2008) la cuestión va más allá de la existencia de fallos en la regulación de los mercados financieros. En línea con la argumentación de autores como Crotty y Epstein (2008) y Epstein (2009), resulta más razonable pensar que fue el sistema financiero débilmente regulado, fundamentado en la hipótesis de eficiencia de los mercados, defendidos por el modelo neoliberal en las últimas décadas, el factor determinante de esta crisis financiera.

En tercer lugar, no cabe duda de que un sistema financiero liberalizado, que ofrece oportunidades para beneficios fabulosos, posee una enorme capacidad para generar errores que se reproducen. En este sentido, tanto la innovación financiera como el entusiasmo en asumir riesgos generan un rápido aumento del crédito, lo que provoca el alza en los precios de los activos, ventas en pánico, insolvencia masiva y recesión. El sistema de crédito no regulado se ha revelado, por tanto, como un sistema inherentemente inestable y desestabilizador.

En cuarto lugar, la crisis financiera es también el resultado de problemas estructurales intrínsecos al sistema capitalista, que están relacionados con el fenómeno de la desigualdad. Desde esta perspectiva, nuestro análisis concuerda con la idea de que “la desigualdad genera inestabilidad”, en la misma línea que la apuntada por Fernandez et ál. (2008). En este sentido, las clases más desfavorecidas – fruto de una política generadora de desigualdades de renta - que no reunían las condiciones necesarias para hacer frente a los compromisos futuros no deberían haber sido inducidas, en ningún caso, a entrar en un negocio hipotecario ficticio.

¹⁶ En el Anexo I se presenta un cuadro de síntesis de las principales causas inmediatas y estructurales establecidas en el epígrafe anterior.

Para finalizar, es evidente que la crisis global precisa soluciones definitivas y no paliativas para que un problema de esa magnitud no sea recurrente. Las soluciones deben ir más allá de tratar de perfeccionar la regulación del sistema financiero. Tales soluciones deben concentrar los recursos disponibles para resolver los problemas de la desigualdad, donde el papel del Estado necesita ser recuperado, ya no como ayuda a entidades financieras irresponsables, sino como articulador de un desarrollo más justo y sostenible, así como con una fuerte participación de la sociedad.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, N.; Medialdea, B. (2009): “Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas”, *Viento Sur*, 100, 21-32.
- Baily, M. N.; Litan, R.; Johnson, M. S. (2008): “The Origins of the Financial Crisis”, *Fixing Finance Series*, Paper 3, Business and Public Policy at Brookings.
- Bean, C. (2009): *Causes of the crisis: Key Lessons*, Presentation to the G20 Workshop on the Global Economy. Bombay, 24-26 May.
- Buiter, W. (2007): “Lessons from the 2007 Financial Crisis”, Centre for Economic Policy Research, *Policy Insight*, 18, 1-33.
- Calvo, A. (2007): “La Crisis de Las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch”, *Revista de Economía Mundial*, 18, 195-204.
- Carvalho, F. C. (2008): “Entendendo a Recente Crise Financeira Global” en *Dossiê da Crise*, 16-22. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.
- Chesnais, F. (2008): *Exposición sobre la crisis económica actual* realizada no encuentro organizado por Herramienta el 18 de septiembre de 2008, traducida por Aldo Casas.
- Crotty, J. (2008): *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture*. (Working Paper Series 2008-14). University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute (PERI).
- Crotty, J. e Epstein, G (2008): *Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System To Avoid Yet Another Meltdown*. (Working Paper Series 2008-181). University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute (PERI).
- Eichengreen, B. (2009): *The Financial Crisis and Global Policy Reforms*, paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco’s conference on Asia and the Financial Crisis, Santa Barbara, California, 19-21 October.
- Epstein, G. (2001): *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December.

- Epstein, G. (2009): *A crise financeira global: evitar uma Grande Depressão e para o actual Ciclo Destrutivo*. Economia Global, Mercadorização e Interesses Coletivos – Ciclo Integrado de Cinema, Debates e Colóquios na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Farhi, M.; Prates, D.; Freitas, M. C.; e Cintra, M. A. (2008): “A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional” en *Dossiê da Crise*, 23-28. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.
- Fernández de Lis, S. (2008): “La crisis financiera: origen, diagnostico y algunas cuestiones”, en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, 13-30. Madrid: Ediciones Empresa Global.
- Fernandez, L.; Kaboub, F.; Todorova, Z. (2008): *On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis*. (Working Paper 548). Washington D.C.: The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies.
- Krugman, P. (2009): *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Editora Critica.
- Medialdea, B.; y Álvarez P., N. (2008): *Liberalización Financiera Internacional, Inversores institucionales y Gobierno Corporativo de la Empresa*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid.
- Orlowski, L. T. (2008): “Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?”, *Economics, The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 43, 1-40.
- Persaud, A. (2009): “Credit rating agencies – their role in the last crash and their regulation”, en D. Mayes, R. Pringle and M. Taylor: *Toward a New Framework for Financial Stability*, 307-314. Central Banking Publications.
- Rodríguez, F. (2010): “Crisis económica global y nuevos paradigmas económicos”, *Revista de Economía Mundial*, 26, 177-201.
- Sapir, J. (2008): “Global financial in crisis: a provisional account of the subprime crisis and how we got into it”, *Real-World Economic Review*, 46, 82-101.
- Sobreira, R. (2008): “Os Derivativos e a Crise de Crédito”, en *Dossiê da Crise*, pp.35-38, Porto Alegre; Associação Keynesiana Brasileira.
- Stockhammer, E.(2009):“The Finance-dominated Accumulation Regime, Income Distribution and the Present Crisis”, *Papeles de Europa*, 19, 58-81.
- Stiglitz, J. E. (2008): *How to prevent next Wall Street crisis*, Commentary to CNN, September 17, 2008.
- Stiglitz, J. E. (2010): *Caída Libre: el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Madrid; Taurus Pensamiento.
- Taylor, J. B. (1993): Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North Holland.

- Taylor, J. B. (2007): *Housing and monetary policy*, Policy Panel at the Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy. Stanford University.
- Taylor, J. B. (2009): *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER Working Paper, 14631, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Varela, M.; Varela, F. (2007): “La actual crisis financiera y los hedge funds”, *Revista de Economía Mundial*, 18, 169-182.
- Vence, X. (2008): “Da Burbulla Financeiro/Imobiliária às Novas Burbullas Especulativas da Energia e dos Alimentos. A Crise do Modelo Neoliberal e Propostas Alternativas”, *A Trabe de ouro*, 74, 13-38
- Visco, I. (2009): *The Global Crisis: The Role of Policies and the Monetary System*, Presentation to the G20 Workshop on the Global Economy, Bombay, 24-26 May.
- Wade, R. (2008): “Estamos vivendo uma mudança de regime financeiro?”, *Carta Maior, New Left Review*, www.cartamaior.com.br. (16/11/2008).

ANEXO 1: CUADRO DE SÍNTESIS DE LAS PRINCIPALES CAUSAS INMEDIATAS Y ESTRUCTURALES DE LA CRISIS

<i>Causas Inmediatas</i>
La crisis financiera es resultado de una regulación negligente de las entidades del sistema financiero (Buiter 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Krugman 2009; Stiglitz 2008) y de fallos de FED en la gestión de la política monetaria, al practicar excesos monetarios con una estrategia expansionista de tipos de interés bajos en el período precedente a la crisis (Buiter 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Stiglitz 2008; Taylor 2007 y 2009; Visco 2009).
La crisis es el resultado de una infravaloración de los riesgos incurridos por los inversores y por las agencias de <i>rating</i> que no evalúan adecuadamente los productos financieros securitizados (Buiter 2007; Eichengreen 2009; Fernández de Lis 2008; Persaud 2009).
La crisis fue causada por prácticas nocivas en la concesión de créditos, de créditos concedidos a deudores no solventes y de créditos hipotecarios ofrecidos sobre la base del valor de la garantía (Fernández de Lis 2008).
Las entidades financieras tienen la culpa, teniendo en cuenta que sus incentivos no estaban alineados con las necesidades de la economía, estando proyectados en resultados de corto plazo, sin importar los riesgos contraídos (Stiglitz 2008).
<i>Causas Estructurales</i>
La crisis financiera es resultado de una multiplicidad de causas que van más allá de los fallos en la regulación del sistema financiero (Alvarez y Medialdea 2009; Fernandez et ál. 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Wade 2008).
La crisis financiera es atribuida al sistema neoliberal que permitió la desregulación de los mercados financieros, creando la “Nueva Arquitectura Financiera”, fundamentada en la hipótesis de que los mercados de capitales son eficientes, necesitando del mínimo de monitorización y regulación (Crotty 2008; Crotty y Epstein 2008; Epstein 2009).
La crisis es consecuencia de la fragilidad del modelo económico neoconservador que consintió el agravamiento del escenario de la distribución desigual de la renta, empobreciendo todavía más a las clases menos favorecidas (Fernandez et ál. 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Vence 2008).
La crisis no es el resultado de una anomalía coyuntural, sino de un problema estructural del modelo, que permitió la creación y la propagación de negocios ficticios, a través de la formación de burbujas de precios que se inflan durante un tiempo y después se rompen (Chesnais 2008; Vence 2008)

Fuente: Elaboración propia.