

Las burbujas financieras en el contexto de los modelos de crecimiento de los Estados Unidos

Jorge Vázquez Sánchez

Aportes, Revista de la Facultad de Economía, BUAP, Año XIII, Número 37, Enero - Abril 2008

El objetivo de este trabajo es interpretar la burbuja financiera norteamericana bajo el encuadre del enfoque de Kindleberger sobre las crisis financieras. El orden monetario actual ha potencializado la magnitud de la burbuja y ésta por sí misma se revela como un proceso mediante el cual el capital, especialmente el capital financiero, concretiza la creación y distribución de valor. Puntualizando, la naturaleza y las principales tendencias de innovación del sistema monetario internacional se presentan en la teoría de las crisis financieras de Kindleberger, estableciendo los dos recientes modelos de crecimiento de los Estados Unidos a partir de los cuales se desarrolló la burbuja hipotecaria. Así se concluye que el malestar financiero norteamericano ha sumido al mundo en una situación complicada, ya que se ha privilegiado la reactivación económica en sus consideraciones de política monetaria, de tal manera que la depreciación del dólar respecto al euro ha introducido factores recesivos buscando reactivar su economía a costa de la de los países europeos. Si la situación evoluciona de tal manera que se alivie el malestar, los norteamericanos proseguirán con un modelo de desarrollo basado en el consumo financiado con deuda y la especulación financiera; si no es así, se precipitan al crac bursátil y a la recesión con la necesidad de cambiar su modelo de crecimiento.

The financial bubbles in the context of the growth models of the United States

The objective of this work is to interpret the North American financial bubble under the frame of the approach of Kindleberger about the financial crises. The present monetary order has potentialised the magnitude of the bubble and this by itself is revealed like a process by means of which the capital, especially the financial capital, lays down the creation and distribution of value. Emphasizing the nature and the main tendencies of innovation of international the monetary system they appear in the theory of the financial crises of Kindleberger; establishing two recent models of growth of the United States from which the mortgage bubble was developed. Thus it is concluded that the North American financial discontent has sunk to the world in a complicated situation, since the economic reactivation in its considerations of monetary policy has been privileged, in such a way that the

depreciation of the dollar with respect to the Euro has introduced recessive factors and hope to reactivate its economy leaning on the one of the European countries. If the situation evolves in such a way that the discontent is alleviated, the North Americans will continue with a model of development based on the consumption financed with debt and the financial speculation, if it is not thus, They face to a stock-exchange crack and the recession with the necessity to change their model of growth.

Introducción

Estados Unidos experimenta actualmente una situación aguda de falta de liquidez que ha restringido el crédito. Los valores han entrado en un proceso de desvalorización; las instituciones financieras han tenido que reconocer grandes pérdidas en sus posiciones vinculadas a las hipotecas afectando su capital y sus balances. Esta situación por sí misma muy grave, ha comenzado a afectar negativamente el comportamiento de la actividad económica, desacelerándola. Se ha generado la expectativa de que ésta situación puede empeorar, lo cual llevaría a un crash financiero y a una fuerte recesión. Hay voces muy reconocidas, como la del magnate George Soros, que se refieren a esta situación como la peor crisis de los Estados Unidos desde la Gran Depresión de 1929.

El problema financiero ha comenzado como un desinflativo de la llamada burbuja hipotecaria, específicamente en el segmento *subprime*¹ y poco a poco se ha extendido

¹ Gómez-Tagle nos aclara que el término *subprime* se refiere a que el grado crediticio del beneficiario del financiamiento es menor debido a su historial crediticio deficiente. También se usa para referirse a «papeles financieros» que no pueden ser intercambiados en el mercado primario. El financiamiento *subprime* engloba una gran variedad de instrumentos de crédito, entre otros, hipotecas, financiamientos automotores y tarjetas de crédito. Es riesgoso debido a altas tasas de interés, pobre historial crediticio y situaciones financieras adversas.

a todo el sector, a otros sectores como el de las acciones de las tiendas minoristas, y a la economía real. Pero además también se ha extendido a los mercados financieros europeos cuyos inversionistas han comprado posiciones hipotecarias norteamericanas.

En general el mundo ha experimentado desorden financiero en sus bolsas de valores y en sus monedas y está a la expectativa de ver cual es la magnitud de la desaceleración económica para medir las repercusiones en países específicos.

En este breve trabajo me planteo como objetivo el de interpretar la burbuja financiera norteamericana bajo el encuadre del enfoque de Kindleberger sobre las crisis financieras. Mi punto de vista es que el orden monetario actual ha potencializado la magnitud de la burbuja y que ésta por sí misma se revela como un proceso mediante el cual el capital, especialmente el capital financiero, concretiza la creación y distribución de valor.

Inicio el trabajo puntualizando la naturaleza y las principales tendencias de innovación del sistema monetario internacional; a continuación presento la teoría de las crisis financieras de Kindleberger; prosigo estableciendo los dos recientes modelos de crecimiento de los Estados Unidos a partir de los cuales se desarrolló la burbuja hipotecaria, misma que se analiza en el penúltimo apartado, y, finalmente, se presentan las conclusiones.

1. El contexto: el sistema monetario internacional y las tendencias e innovaciones en los mercados financieros globales

Después de la segunda guerra mundial las economías tenían un marcado carácter de estado nacional; el comercio entre naciones era escaso y los movimientos de capital bajo la forma de inversiones directas o de operaciones financieras eran prácticamente inexistentes; por ello, el orden monetario de Bretton Woods se sustentó en la instauración de organismos multinacionales de cooperación y ayuda financiera, tales como el Banco Mundial y el Fondo monetario Internacional, el primero para compensar la falta de inversiones directas y el segundo para proveer el crédito que se requería para financiar el déficit externo. Además, se estableció el patrón oro-dólar de cambio fijo y tasas de cambio estables del dólar con las demás monedas, todo lo cual contribuyó a impulsar un vigoroso crecimiento económico, estable en los aspectos cambiarios y financieros.

Fue el fin del sistema de Bretton Woods hacia el principio de los años setenta, con la declaración de inconvertibilidad del dólar en oro y la adopción de tasas de cambio flexibles con las demás monedas del mundo, lo que introdujo la inestabilidad cambiaria como característica del nuevo sistema monetario. Efectivamente, los sistemas cambiarios flotantes alentaron los movimientos masivos de capital entre países en busca de ganancias especulativas, ya fuera en los movimientos cambiarios, ya en los movimientos de precios de las acciones o en los movimientos de los precios de los bonos. El mundo de alguna manera se convirtió en una especie de casino.

En este nuevo orden las tendencias financieras que se han configurado son: integración y globalización, debido a la liberalización de los mercados, el rápido progreso tecnológico y los notables avances en telecomunicaciones; aumento en la bursatilización, fomentada por el desarrollo del sistema monetario europeo; y, expansión de los mercados de instrumentos derivados, gracias a la ingeniería financiera y la administración de riesgos (Duisenberg, 2000).

La integración y la globalización han significado el posicionamiento dominante de las finanzas en la actividad mundial. El libre movimiento de capitales entre países ha expandido las oportunidades de negocios financieros, los cuales se han visto redimensionados por la doctrina financiera de la creación de valor para los accionistas², al amparo de la cual han surgido toda una gama de agencias administradoras/valoradoras y agencias calificadoras que «guían» a los inversionistas en la conformación de sus carteras. El resultado es que el valor de mercado de las empresas que cotizan en bolsa llega a superar con mucho el valor en libros.

La bursatilización de los créditos bancarios, especialmente en Estados Unidos y Europa se ha intensificado debido al fenómeno conocido como *valorización* (Kindleberger, 1992), consistente en la conver-

² La importancia del principio de la creación de valor en la actividad financiera queda de relieve cuando se consideran casos recientes como el de Japón, país en el que las cotizaciones en bolsa no repuntan debido a que los administradores de las corporaciones se han alejado de este principio. Según información del canal de televisión CNN el grueso de las empresas que cotizan en la bolsa japonesa (el Nikkey) tienen valores de mercado inferiores a su valor contable.

sión de paquetes de créditos de similares características en bonos negociables. De esta manera los bancos obtienen remuneraciones tales como comisiones, beneficios transaccionales y otros ingresos no relacionados con el cobro de intereses³. Los créditos bursatilizados dejan de ser un activo para el banco, por lo que constituyen operaciones fuera de balance que no requieren la correspondiente provisión de capital⁴.

La valorización tuvo su origen en los Estados Unidos como un medio para conseguir el desarrollo del mercado del crédito hipotecario sobre la vivienda. Las hipotecas fueron vendidas por los bancos y compañías de seguros a dos agencias gubernamentales, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), quienes emitieron sus propios valores para financiar sus adquisiciones⁵. Hacia

³ En estas operaciones los bancos asumen un riesgo residual de incumplimiento de pago, ya que por lo general soportan alguna responsabilidad en caso de que algún prestatario importante quiebre.

⁴ La preocupación por la capitalización bancaria se desarrolló en las décadas de 1960 y 1970 cuando en el mercado europeo las empresas pedían prestado a largo plazo y depositaban el dinero recibido a corto plazo, dispuestas a soportar las diferencias de intereses a condición de tener liquidez. Esta práctica contribuyó a elevar los activos bancarios. En este sentido comenzaron a establecerse requerimientos de adecuadas razones capital/activo.

⁵ La evolución del mercado hipotecario estadounidense ilustra un desplazamiento gradual de los mercados crediticios de un ámbito local a uno regional y de un ámbito nacional a otro internacional. Originariamente, los préstamos hipotecarios sólo se podían conseguir a nivel local y, en gran medida, a partir de las instituciones crediticias tales como las cajas de ahorro y otros establecimientos de préstamo y ahorro. Dado que la construcción se desarrolló más

rápidamente en la costa oeste que en la costa este de los Estados Unidos, las cajas de ahorro californianas pusieron anuncios en el New York Times demandando depósitos. Las compañías de seguros acumularon fondos a nivel nacional y los invirtieron donde la demanda era más intensa, después de la segunda guerra mundial, el crédito hipotecario especial otorgado a los veteranos de la misma ayudó a articular un mercado nacional. Luego vino la uniformización: primero las agencias gubernamentales y después los bancos y compañías de seguros unificaron los tipos de interés devengados por las hipotecas a nivel nacional. El último eslabón de este proceso tuvo lugar en 1986, al producirse la venta de algunos paquetes de préstamos hipotecarios en los mercados europeos (Kindleberger, 1992).

1985, poderosos bancos estadounidenses con capacidad de operar en Europa y Asia expandieron sus negocios de valorización hacia los mercados europeos. Los bancos alemanes, franceses y holandeses incursionaron tardíamente en este formato de negocios.

El éxito en la colocación de dichos paquetes de préstamos hipotecarios ha conducido a valorizar otros préstamos registrados en sus balances mediante la emisión de valores destinados a ser colocados entre el público: préstamos originados por compras a plazos, compras de automóviles y, en el Reino Unido, lotes de créditos para la exportación que tiene garantía oficial.

Así es que la valorización ha creado mercados adicionales de bonos, los cuales se negocian como un activo financiero bajo el supuesto de la solvencia del acreditado. Estos mercados se han globalizado en el sentido de que los tenedores de bonos de un país han comprado deuda de los acreditados de otro país, involucrando en el proceso transacciones cambiarias y financieras complejas.

Respecto al surgimiento de los produc-

rápidamente en la costa oeste que en la costa este de los Estados Unidos, las cajas de ahorro californianas pusieron anuncios en el New York Times demandando depósitos. Las compañías de seguros acumularon fondos a nivel nacional y los invirtieron donde la demanda era más intensa, después de la segunda guerra mundial, el crédito hipotecario especial otorgado a los veteranos de la misma ayudó a articular un mercado nacional. Luego vino la uniformización: primero las agencias gubernamentales y después los bancos y compañías de seguros unificaron los tipos de interés devengados por las hipotecas a nivel nacional. El último eslabón de este proceso tuvo lugar en 1986, al producirse la venta de algunos paquetes de préstamos hipotecarios en los mercados europeos (Kindleberger, 1992).

tos derivados, éstos se desarrollaron con el fin de cubrir el riesgo financiero, dando lugar a la aparición de fondos de inversión especializados en las operaciones con estos instrumentos, los *hedge funds*.

Sin embargo, el magnate Warren Buffet se ha referido a ellos como «armas de destrucción masiva», toda vez que un derivado no es un valor «tangible», no opera necesariamente en los mercados con reglas y supervisión normales, y tiene el potencial de multiplicar muchas veces el riesgo implícito en el valor subyacente (Suárez-Vélez; 2008a). Buffet ha observado dos situaciones: primera, los derivados son instrumentos que brindan un extraordinario margen para maniobras financieras, de tal manera que permiten ocultar cuantiosas pérdidas por un tiempo considerable; y, segunda, es muy difícil deshacerse de esas posiciones dada la dificultad para encontrar contrapartes dispuesta a tomar el otro lado de la transacción (Suárez-Vélez, 2008b).

Dentro de los instrumentos derivados se han desarrollado los *Credit Default Swaps* o CDS's que son seguros⁶ que cubren el riesgo de contraparte⁷. Estos instrumentos se cotizan en el mercado OTC (*over the counter*) de manera independiente respecto al bono que aseguran, lo que significa que nadie supervisa la capacidad del asegurador para hacer frente a su obligación, en su caso (Suárez-Vélez, 2008a).

El *collateralized bond obligation* o CDO es un estructurado, transfiere el ries-

⁶ Típicamente se pagan mil dólares por cada centésimo de punto de tasa, para cubrir diez millones de dólares por cinco años.

⁷ Este riesgo es la posibilidad de que al llegar el vencimiento de un bono la empresa emisora no tenga la capacidad de pagar.

go de crédito de todo un portafolio de bonos, no solo de un bono individual. Dicho portafolio se divide en deferentes rebanadas, asignándole menos riesgo a las rebanadas que cobran la primera parte del flujo de pagos que genera el portafolio y un mayor riesgo — y mayor potencial rendimiento— a las rebanadas que cobran después. La calificación otorgada a las rebanadas del portafolio es independiente de la calificación de los bonos subyacentes, así es posible adquirir rebanadas del portafolio con calificación AAA cuyos bonos subyacentes tengan menor calificación.

También ha surgido una institución muy peculiar los *monoliners*, aseguradoras cuyo objetivo es mejorar la calificación de emisiones de deuda⁸. En términos prácticos la monoliner traspasa su calificación AAA a la emisora que aseguran (Suárez-Vélez, 2008b). El problema de esta institución es que si llegara a perder su calificación, automáticamente degradaría todo el papel al cual traspaso su excelente calificación.

Estas innovaciones si bien en tiempos de estabilidad y bonanza permiten cubrir riesgos y multiplican las posibilidades de inversión, introducen gran incertidumbre cuando comienzan a presentarse problemas de liquidez y finalmente terminan por acentuarla.

Una práctica que intensifica aún más el riesgo de las operaciones financieras consiste en efectuar compras de activos pidiendo prestado el capital necesario para hacerlas. Así se han desarrollado por ejemplo las operaciones de carrusel (*carrie trade*) que

⁸ Este sería el caso: una empresa emite bonos con calificación A, lo cual permite lograr una tasa de 6 por ciento. La empresa emisora puede pagar una prima a la monoliner para obtener una calificación AAA y bajar el costo de su emisión a 5 por ciento.

consisten en pedir prestado en un país con bajas tasas de interés para invertir en otros países.

Por todo lo anterior, en el sistema monetario actual los financieros y las finanzas de gran calado han adquirido una posición dominante en el mundo y su poder tiene la capacidad de maniatar a las autoridades del Estado y obligarlas a la instrumentación de políticas que preserven sus intereses.

La historia del sistema monetario actual deja ver con cierta claridad que el capital financiero crea burbujas como medio para concretar y distribuir el valor.

La explicación de las burbujas se inscribe en general, en el enfoque psicológico de las crisis financieras, tema que tocaremos a continuación.

2. La teoría sobre las crisis financieras

Kindleberger (1992) plantea un modelo de la crisis financiera que combina las dos principales explicaciones al respecto, la de expectativas racionales y la psicológica.

La explicación de expectativas racionales establece que el comportamiento racional de los inversionistas, evaluando los fundamentales de la economía, lleva los precios hacia un valor justo. En este sentido no hay razón para pensar en el desarrollo de un proceso de sobreinversión, más allá del nivel de equilibrio, sobre todo cuando desde la perspectiva monetarista se argumenta que este fenómeno puede fácilmente prevenirse con una política monetaria que asegure que la cantidad de dinero crece de manera estable y a una tasa apropiada. Para este enfoque el colapso de las bolsas está relacionado con alguna inesperada noticia que presagie cambios reales.

La explicación psicológica de las crisis bursátiles, sin negar el enfoque fundamental, enfatiza el elemento psicológico como el determinante principal de la dinámica de los precios, de tal manera que el desarrollo de manías se expresa en euforia compradora, en sobredemanda, llevando las valuaciones muy por encima de las que serían razonables en base a los fundamentos económicos.

Charles Kindleberger, ha planteado un proceso de varias fases en el desarrollo de la crisis financiera⁹: desplazamiento, seguido de euforia (sobredemanda) y, posiblemente, de malestar, lo que comporta la probabilidad de una futura convulsión (un crac y/o pánico) que conduce de nuevo —probablemente, a menos que la actuación de un prestamista de última instancia alivie la situación— a un profundo encarecimiento del crédito, a serios problemas para el sistema bancario y a la depresión económica.

El desplazamiento es un choque exógeno, real o financiero, tal como una guerra, una innovación, un avance científico incorporado a la actividad económica, una nueva ruta comercial, entre otros, que pone fin a las viejas y abre nuevas oportunidades de inversión. Es un proceso expansivo, abre oportunidades de inversión en un sector

⁹ El planteamiento de las fases de las crisis financieras se ha encontrado ya en los economistas clásicos. Smith se ocupó de las crisis financieras en los siguientes términos: exceso de demanda, seguida de revulsión y de ausencia de créditos. Lord Overstone amplió a nueve las fases de la crisis financiera: reposo, afirmación de la confianza, prosperidad, excitación, exceso de demanda, convulsión, contracción, estancamiento y finalmente, de nuevo quietud. La actual interpretación ha sido planteada por Hyman Minsky: desplazamiento o choque, euforia, malestar y probable crisis.

específico, después éstas se multiplican en otros sectores y de ahí se trasladan al sector financiero a través de mayores valuaciones de los títulos de las empresas en prosperidad, pero más aún, este aumento de los precios sustentados en los fundamentales llega a adquirir dinámica propia, al desarrollarse manías de compra que llevan a burbujas financieras.

La euforia compradora puede concretarse debido a una expansión crediticia, la cual logra monetizarse, creando más dinero en formas innovadoras, en un proceso acumulativo de expansión de la liquidez que se dirige a los objetos de inversión y/o especulación, incrementando los valores de mercado hasta el punto en el que comienza a dudarse de la sostenibilidad del proceso.

En un entorno financiero altamente excitado los activos se monetizan con facilidad, llegando a considerárseles un tipo de moneda que devenga intereses. En esta situación pueden usarse como garantía para préstamos o cambiarse directamente por otros activos. La reventa de esa deuda en los mercados genera más deuda. Cada inversionista compra bonos endeudándose con la expectativa de tener ganancias de capital. Por supuesto que este encadenamiento crea un cúmulo ficticio de valor, el cual es la antesala del malestar.

El término malestar se acuñó en el ámbito de las corporaciones financieras para hacer referencia a la posibilidad de ir a la quiebra. El malestar solo es una posibilidad toda vez que los determinantes de una quiebra, los flujos de ingresos y egresos son inciertos, se hallan sujetos a la concreción de escenarios. Por tanto, un mercado financiero se halla en una situación de malestar cuando considera la probabilidad de una

aguda contracción de la liquidez. Los detonantes pueden ser del tipo de conductas que hagan descender la demanda de inversión, lo cual por supuesto afecta al valor de los activos financieros, o también pueden ser políticas monetarias restrictivas que, buscando controlar la inflación, restringen el crédito.

Las crisis suelen ser precipitadas por eventos tales como la quiebra de un banco u otro tipo de institución financiera, que revelan a los inversionistas la gravedad y la profundidad de la situación financiera y que suelen entenderse como señales de salida masiva de los mercados.

Los mercados comienzan a experimentar problemas de liquidez desde la etapa de malestar; estos problemas se van agudizando y constituyen el escenario en el se desarrollan las crisis o convulsiones: nadie quiere comprar, nadie quiere prestar.

Dada la magnitud de la masa de activos involucrados en un desastre financiero, la severidad de contracción de la liquidez y el crédito sólo puede ser mitigada por el Banco central a través de reducción de la tasa de interés y de provisionar crédito a las instituciones financieras, en este sentido, no resuelve los problemas, sino que alivia la amenaza de un colapso financiero y permite ganar tiempo para que los ajustes a largo plazo se vayan produciendo.

Existe una larga lista de problemas asociados a la intervención del banco central. Uno de los más incómodos es el planteado por el riesgo moral de salvar a los inversionistas ambiciosos e irresponsables, pero el banco central llega a un callejón sin salida, a pesar del riesgo moral se ve obligado por la fuerza de las circunstancias a salvar a los mercados, pero este tipo de intervención

reactiva los incentivos a la compra de activos, realimentando la euforia. Otro problema está planteado por los límites que el objetivo de inflación pone a una política de expansión de la liquidez, se enfrenta así a la disyuntiva: inflación versus recesión.

La facilidad con la que una crisis financiera puede traducirse en una gran recesión, otorga al capital financiero una gran capacidad de negociación ante las autoridades monetarias, las cuales terminan cediendo, a pesar del riesgo moral y a pesar del riesgo de inflación.

Las fases de una crisis financiera y su papel en la concreción y distribución de valor, así como la sumisión de la política monetaria a los intereses del capital financiero quedan bien ejemplificadas en la reciente burbuja hipotecaria de los Estados Unidos.

Dado que el desarrollo de la burbuja hipotecaria ha estado vinculado al modelo de crecimiento americano, a continuación tratamos este tópico.

3. Los modelos de crecimiento en los Estados Unidos

Entre 1985 y 2007 Estados Unidos ha transitado por dos modelos de crecimiento económico, el primero de ellos sustentado en las exportaciones favorecidas por la competitividad del dólar y, el segundo, sustentado en un círculo «virtuoso» de endeudamiento-consumo, toda vez que el dólar entró en proceso de apreciación respecto al marco y el yen.

El primer modelo inicia en 1985, con el acuerdo de plaza¹⁰, el cual permitió la devaluación del dólar¹¹, lo que conjuntamente con un incremento de la rentabilidad de la inversión industrial privada, el estancamiento de los salarios reales, la reconversión industrial, la disminución de los tipos de interés reales y una política de equilibrio presupuestal, sustentó la expansión económica de Estados Unidos. En contrapartida Japón y Alemania continuaron con economías deprimidas, especialmente el primero de estos países¹² (Brenner; 2001).

La recesión americana de 1990-1991 evidenció el agotamiento del modelo de crecimiento industrial exportador y dio inicio a un período de transición hacia otro modelo de crecimiento sustentado en la especulación financiera y el endeudamiento privado. En todo este proceso de cambio de modelo, la reserva federal, mediante su política monetaria, tuvo un papel muy relevante.

Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos) se reunieron en Nueva York, en el hotel Plaza. La intención de la reunión fue llegar a un acuerdo para restaurar equilibrio comercial entre Estados Unidos (deficitario), Japón y Alemania (Superavitarios), previniendo los desajustes en los mercados de divisas. Se creía que la rápida apreciación del dólar frente a las otras monedas era el culpable de estos desajustes. En la reunión del Hotel Plaza, los Estados Unidos convencieron a los demás asistentes para que se coordinara una intervención en los mercados cambiarios y en septiembre 22 de 1985, se creó el Plaza Accord o Acuerdo del Hotel Plaza. Este acuerdo tenía como objetivo devaluar de manera controlada el dólar y revaluar las principales monedas de sus países socios.

¹⁰ En 1985, los ministros de finanzas y los presidentes de los bancos centrales de las principales potencias económicas mundiales (Francia, Alemania, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos) se reunieron en Nueva York, en el hotel Plaza. La intención de la reunión fue llegar a un acuerdo para restaurar equilibrio comercial entre Estados Unidos (deficitario), Japón y Alemania (Superavitarios), previniendo los desajustes en los mercados de divisas. Se creía que la rápida apreciación del dólar frente a las otras monedas era el culpable de estos desajustes. En la reunión del Hotel Plaza, los Estados Unidos convencieron a los demás asistentes para que se coordinara una intervención en los mercados cambiarios y en septiembre 22 de 1985, se creó el Plaza Accord o Acuerdo del Hotel Plaza. Este acuerdo tenía como objetivo devaluar de manera controlada el dólar y revaluar las principales monedas de sus países socios.

¹¹ Entre 1985 y 1995 el dólar cayó cerca de un 40 por ciento frente al marco y un 60 por ciento frente al yen.

¹² La devaluación del dólar detonó una explosión sin precedentes de las industrias exportadoras en todas las economías asiáticas, ya que sus respectivas monedas estaban vinculadas al dólar. Este no fue el caso de Japón.

Efectivamente, con el fin de evitar la profundización de la recesión el banco central americano redujo a cero los intereses reales de corto plazo. Esto tuvo un doble efecto: propició grandes ganancias en la venta de bonos y redujo el costo de los pasivos de los bancos. Así éstos pudieron reequilibrar sus balances y reanudar la actividad crediticia a largo plazo, obteniendo una rentabilidad históricamente alta. Como resultado de la expansión masiva de la liquidez y del aumento de la rentabilidad de los bancos, las cotizaciones de las acciones se fueron al alza. El mensaje a los mercados fue que la autoridad monetaria nunca permitiría el colapso financiero¹³.

La conducción de la política monetaria evitó que la recesión se profundizara y permitió el restablecimiento de la rentabilidad del conjunto del sector no financiero, lo cual sustentó alza proporcional del rendimiento de las acciones¹⁴.

El nuevo modelo de crecimiento constituyó la otra cara del modelo anterior. La fortaleza de las exportaciones americanas vinculadas a la devaluación del dólar había significado la continuidad de las recesiones de Japón y Alemania y, en general, el estancamiento económico del mundo. Hacia abril de 1995 la apreciación del yen llegó a un nivel histórico de 79 por dólar, poniendo

en jaque la actividad industrial en Japón. Una crisis japonesa podía implicar la liquidación a gran escala de activos norteamericanos propiedad de japoneses, especialmente bonos del tesoro, precipitando desorden financiero mayúsculo en Estados Unidos. En estas circunstancias, Estados Unidos consintió el Acuerdo de Plaza inverso en el que se apreciaría el dólar y se devaluaría el yen y el marco.

El modelo de crecimiento industrial sustentado en las exportaciones fue herido de muerte¹⁵, la apreciación del dólar entre 1995 y 2001 acabó con la competitividad de las exportaciones, incrementó las importaciones y la entrada masiva de capitales a los mercados financieros, mismos que alimentaron una burbuja financiera de acciones de empresas de tecnología de la información¹⁶. A partir de 1996 la rentabilidad bursátil creció muchísimo más que la rentabilidad de las empresas.

El acuerdo de plaza inverso al elevar la cotización del dólar valorizó los activos estadounidenses y motivó la afluencia de un torrente de dinero desde Japón¹⁷, Asia orien-

¹³ Más tarde, entre febrero de 1994 y febrero de 1995, Greenspan elevó bruscamente los tipos de interés en dos puntos y medio porcentuales, para atajar el problema de inflación por recalentamiento económico, ofreciendo así garantía de protección al valor real de los beneficios.

¹⁴ Entre 1980 y 1995, el índice de precios de las acciones en la Bolsa de Nueva York se multiplicó por 4.28, mientras que los beneficios después de impuestos de las empresas se multiplicaban por 4.68.

¹⁵ El crecimiento de las exportaciones estadounidenses motor esencial de la expansión, cayó en términos reales del 14 por ciento en 1997 al 2 por ciento en 1998.

¹⁶ De acuerdo con Brenner, entre 1980 y 1985, el aumento del precio de las acciones se sustentó en un incremento de la rentabilidad no financiera, con múltiplos de 4.28 y 4.68 respectivamente. Pero a partir de ese momento los precios de las acciones dejaron muy atrás a los beneficios de las empresas.

¹⁷ Para incentivar la depreciación del yen respecto del dólar, Japón redujo la tasa de interés oficial desde 1.75 hasta el 0.5 por ciento, entre abril y septiembre de 1995, pero la baja tasa de rentabilidad industrial impidió la inversión fija de largo plazo, en su lugar bombeo el capital hacia los mercados financieros del exterior.

tal y el resto del mundo, especialmente a través de los *hedge funds*, hacia los mercados financieros estadounidenses¹⁸, reduciendo tremendamente el coste del endeudamiento para comprar acciones. Se desarrollaron las *operaciones de carrusel* mediante las cuales los inversionistas americanos pedían prestado en yenes para invertir en el mercado financiero americano en dólares.

El nuevo modelo de crecimiento dejó de sustentarse en el aparato industrial exportador y se apoyó en la inversión residencial y en el consumo interno de bienes no comercializables. Este modelo se vinculó estrechamente a la burbuja hipotecaria.

4. La burbuja hipotecaria y su fase de malestar

4.1 la política monetaria de la reserva federal y la configuración del nuevo modelo.

En el caso americano el desplazamiento que generó la burbuja inmobiliaria fue la política de relajamiento monetario y expansión de la liquidez de la Reserva Federal¹⁹, lo que redujo los intereses a largo plazo impulsando sobre todo la contratación de hipotecas.

La política de la reserva federal fue puesta en práctica para enfrentar la recesión de 1990/1991, significando también la renuencia del gobierno de Bill Clinton a

¹⁸ En tres años, 1995, 1996 y 1997, el resto del mundo compró medio billón de dólares de títulos del Tesoro estadounidense.

¹⁹ Entre enero de 1995 y enero de 1996, los tipos de interés de los títulos a treinta años cayeron abruptamente de 7.85 al 6.05 por ciento, casi un 25 por ciento.

utilizar el déficit fiscal como la estrategia para estimular la economía, como se había hecho en el pasado. Así se fue configurando un escenario en el que la reactivación económica provendría del gasto privado y no del gasto público. Con la caída rápida del dólar, la reducción de tasas de interés y la afluencia de capitales desde Asia, el mercado de valores no podía sino dispararse²⁰.

Las familias compraron acciones: el valor de los títulos en posesión de las familias estadounidenses se elevó de 4.5 a 11.5 billones de dólares entre 1994 y el primer trimestre del 2000. Entre 1994 y 1999, las familias fueron en cada año, vendedoras netas de títulos, por un total de 218 000 millones de dólares. Por su puesto, las compras netas las hicieron las empresas financiándose con deuda.

En un contexto en el que los participantes en los mercados financieros crecían en número por la excitación compradora, floreció la industria de la nueva tecnología, surgían más y más empresas de la Internet, cuyas cotizaciones en el mercado tecnológico Nasdaq se elevaban sin parar.

La cotización de las acciones fue impulsada directa y conscientemente por las empresas al comprar sus propias acciones²¹: Entre 1994 y 1999 las deudas contraí-

²⁰ El Dow Jones subió un 1.8 por ciento en 1994, un 14.6 por ciento en 1995, un 23 por ciento en 1996 y un 27 por ciento en 1997, haciendo caso omiso de las advertencias de exhuberancia irracional que hiciera Greenspan en 1996.

²¹ La práctica de las empresas de comprar sus propias acciones inició en la década de los 80 durante la fiebre de fusiones y absorciones apalancadas. Entre 1983 y 1990 la recompra de acciones representó el 72.5 por ciento de la compra total de títulos y el 100 por ciento de estas compras se financiaron con endeudamiento. Esta práctica se interrumpió entre 1990 y

das por las empresas no financieras sumaron 1.22 billones de dólares, de ese monto el 57 por ciento se usó para la compra de acciones propias.

En este contexto empresarial, el creciente endeudamiento perdía relevancia comparado con la revalorización que experimentaban los activos, pese a que el grueso de esta valorización se sustentaba en el incremento de los activos financieros (Palazuelos, 2007); así, la posición financiera de las empresas dependía por completo de la bonanza en los mercados de acciones, tanto para valorizar sus activos como para financiar sus obligaciones de pago.

La fiebre por la compra de títulos impulsó la burbuja bursátil, de 1995 a 2000 la capitalización de mercado como porcentaje del PIB se triplicó, pasando del 50 al 150 por ciento, pese a que los beneficios después de impuestos de las empresas solo crecieron en un 42 por ciento durante ese periodo.

El boom bursátil generó un efecto riqueza que inhibió el ahorro y estimuló tanto el consumo como el endeudamiento de las familias. Entre 1992 y el primer trimestre de 2000 la tasa personal de ahorro se desplomó del 8.7 por ciento al 0.3 por ciento. Por su parte, hacia 1999 la deuda de las familias como proporción del ingreso personal disponible alcanzó el máximo histórico del 97 por ciento.

En este contexto, las empresas financieras tuvieron que endeudarse para poder satisfacer la demanda de créditos. Entre 1995 y 1999, el endeudamiento del sector financiero creció en dos veces y media, llegando a 10 por ciento del PIB, más del

1993 a raíz de la crisis de la deuda empresarial, pero se aceleró a partir de 1994.

doble del promedio de la década anterior. Esta situación sólo puede concebirse con la anuencia de la Reserva Federal. El propio gobierno a través de entidades como la *Federal National Mortgage Association* y la *Federal Home Loan Mortgage Association*, prestó 600 000 millones de dólares a los consumidores para compras domésticas y asuntos parecidos.

El consumo impulsó el crecimiento, los gastos de las familias crecieron con un ritmo anual promedio del 4.2 por ciento entre 1995 y 1999, siendo responsables del 73 por ciento del incremento del PIB.

Si bien Japón y Alemania se recuperaban, el reacomodo económico generado por la apreciación del dólar, se expresó durante 1997 y 1998 en turbulencia financiera. En el verano de 1997 comenzó una serie de crisis bursátiles, Corea, Indonesia y Tailandia en 1997; países cuyas monedas estaban ligadas al dólar; después les siguieron, México (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999); hacia octubre de 1998, una grave crisis de liquidez amenazó arrastrar a la economía norteamericana²²; fue necesario que la Reserva Federal salvara al *Long Term Capital Manangement*, uno de los *Hedge Fund*

²²La quiebra rusa de 1998 desencadenó una huida de capitales de países subdesarrollados a los bonos del Tesoro Americano; esto hizo caer el precio de las acciones de grandes bancos ante el temor de pérdidas cuantiosas en sus préstamos a los países emergentes. Las mayores pérdidas las sufrieron los hedge funds y las carteras de inversión de los bancos de inversión y comerciales conocidos colectivamente como highly leveraged financial institutions que perdieron miles de millones de dólares después de acumular enormes posiciones a largo en activos financieros de alto riesgo, baja calidad y elevada rentabilidad, compensadas por posiciones a corto en títulos de deuda pública de los países desarrollados.

más grandes de los Estados Unidos²³, y también rebajara las tasas de interés en tres ocasiones. Con ello evitó un efecto dominó de quiebra de instituciones financieras, coadyuvó a restablecer el crédito y reimpulsó al mercado accionario²⁴. La reserva federal sustituyó el viejo tipo de estímulo de la demanda de corte keynesiano basado en déficits públicos, por el estímulo de la demanda a partir del endeudamiento privado, tanto de las empresa como de los consumidores.

La Reserva Federal volvió a tranquilizar a los mercados de crédito respecto al riesgo del eventual efecto (tecnológico) 2000, inyectando liquidez en el sistema bancario y bajando la *Federal Funds Rate* del 5.5 a menos del 4 por ciento, lo cual suponía la mayor desviación de la tasa prefijada en nueve años; de este modo, Greenspan abrió la vía a un frenético estirón final de las bolsas²⁵.

Sin embargo, con los precios deprimidos de las exportaciones y de las importaciones, la rentabilidad de la industria americana cayó presionando a la baja sus cotizaciones en bolsa²⁶. Este declive amenazaba poner fin a la expansión estadounidense.

²³ El 20 de septiembre la Reserva Federal constituyó un consorcio de 14 bancos y sociedades intermediarias de Wall Street para respaldar con 3600 millones de dólares al LTCM.

²⁴ En 1997 y 1998 el Dow Jones creció 20.5 y 12.5 por ciento respectivamente a pesar de que los beneficios empresariales netos de intereses después de impuestos decrecieron un 3.9 y un 4.6 por ciento en los mismos años.

²⁵ En marzo, el índice S&P 500 llegó a elevarse un 20 por ciento por encima de su nivel a finales de octubre de 1999, por su parte, el índice NASDAQ creció de 2736 puntos a principios de octubre de 1999 a 5000 puntos en marzo de 2000.

²⁶ Los precios de las acciones de las empresas más pequeñas representadas en el Russell 2000 fueron los

De cualquier manera, hacia mediados del año 2000 la burbuja tecnológica se desinfló y los índices accionarios entraron en una fase *Bear*. Entre los meses de marzo de 2000 y 2003 las caídas del Dow Jones, el S&P y el NASDAQ fueron, respectivamente, del 30, 45 y 75 por ciento. Las empresas de la tecnología de computación perdieron entre el 60 y el 90 por ciento del valor previo al estallido de la burbuja; otras grandes empresas quebraron. Los activos de las familias y las empresas se desvalorizaron, no así sus deudas. La recesión se precipitó debido al desinfe tanto de la bolsa como de la inversión en el sector tecnológico. La economía atravesó su peor momento en el bienio 2001-2002, cuando la tasa de crecimiento del PIB fue, sucesivamente, del 0.8 y 1.6 por ciento, la inversión privada fijano residencial se situó en tasas negativas de -4.2 por ciento y -9.2 por ciento (Palazuelos, 2007), en el periodo 2003-2006 la economía se reactivó, alcanzando una tasa media de crecimiento de 3.2 por ciento.

El carácter atípico de la evolución de los bienes de consumo duradero ha sido una de las características más destacables de la situación económica de esos años. En anteriores fases recesivas, la demanda de ese tipo de bienes sufrió duras contracciones (-3 por ciento en 1990-1991), mientras que en bienio 2001-2002 creció a una tasa media del 5.7 por ciento anual debido a la concurrencia de tres elementos principales: el rápido descenso de las tasas de interés,

más vulnerables, cayendo un 20% entre abril y la primera semana de agosto de 1998. El S&P 500 había empezado también a caer perdiendo el 10% de su valor alcanzado a mediados de julio; a raíz de la bancarrota rusa cayó otro 10%.

las reducciones de impuestos y las grandes ofertas de automóviles y electrodomésticos que lanzaron las empresas para desprenderse de sus stocks. Posteriormente esos bienes duraderos y el conjunto de la demanda de consumo han mantenido un buen ritmo de crecimiento, con medias anuales del 5.7 y del 3.4 por ciento, respectivamente en el cuatrienio 2003-2006.

Ya que las rentas salariales han crecido con lentitud, el consumo se ha financiado con la ganancia de la especulación financiera y el endeudamiento de los hogares, en menor medida con las reducciones de impuestos.

Para frenar la recesión, nuevamente la Reserva Federal redujo en 11 ocasiones la tasa de interés de corto plazo, llevándola del 6.5 por ciento al 0.75%, en el curso de 4 años, sin embargo, esta política no logró detener el ajuste de la sobreinversión. La burbuja tecnológica terminó con una crisis bursátil hacia el año 2000 y a mediados de 2001 se reconoció que técnicamente la economía estaba en recesión.

3.2 *El desarrollo de la burbuja inmobiliaria y la fase de malestar*

En los Estados Unidos, desde la década de los 80 se vinieron gestando una serie de innovaciones que contribuyeron a sobredimensionar los beneficios en la industria de los bienes inmuebles. En la primera mitad de la década de los 80 instituciones no bancarias, como las cajas de crédito y ahorro (*saving&Loans*) incursionaron en la actividad y compitieron con los bancos. Al final de la década la burbuja inmobiliaria se desinfló llevando a la quiebra a varios bancos y forzando el salvamento de cajas de crédito y ahorro, con un gran costo fiscal.

En esa misma década, la incursión de competidores no bancarios, como las compañías de seguros y financiación, en el jugoso negocio de las fusiones y las adquisiciones, introdujo la tendencia a la titularización de los instrumentos crediticios.

Con el empuje bursátil que se observó desde 1995 en Estados Unidos, el precio de la vivienda, en términos reales aumentó²⁷. La recesión del año 2000 favoreció la burbuja en el sentido de que buena cantidad de capitales que salieron de la bolsa se trasladaron a la actividad inmobiliaria especialmente atraídos por las bajas tasas del crédito de largo plazo.

La caída recurrente de los tipos de interés entre 2001 y 2004 favoreció la renegociación a la baja de las hipotecas sobre la compra de vivienda en un contexto de aguda competencia entre los bancos comerciales y otras entidades financieras y en presencia de una legislación que protege notoriamente a los suscriptores de créditos hipotecarios.

La revaluación de las viviendas permitió al sistema financiero instrumentar nuevas estrategias para aumentar aun más la actividad crediticia: las casas podían venderse a precios que sobrepasaban la deuda hipotecaria; también podían solicitarse nuevos créditos dejando como garantía la diferencia entre el valor de la vivienda y la deuda hipotecaria pendiente (segunda hipoteca).

El consecuente incremento de la renta personal disponible de las familias dio un

²⁷ El precio real de la vivienda en 1995 era, más o menos el mismo que en 1985 y 1979. Pero entre 1995 y 2003 la subida del Índice de precios de la vivienda superó la del IPC en más de un 35 por ciento, lo que supone históricamente un aumento inaudito de su coste real (Brenner, 2004).

vigoroso impulso al consumo: mejoras a las viviendas, compra de vehículos, vacaciones, educación, gastos médicos y el consumo común y corriente. Por supuesto que este fenómeno benefició sobre todo a las familias acaudaladas.

El retroceso de las cotizaciones bursátiles iniciado en el año 2000 tocó fondo en el primer trimestre de 2003, volviendo a una tónica alcista que se ha consolidado más en 2006, con incrementos cercanos al 9 por ciento, el Dow Jones recuperó su nivel de 11000 puntos alcanzado en 1999 y después superó los 12000 puntos, llegando hasta los 14 000 puntos hacia 2006.

Se generó así una nueva espiral especulativa que se ha reproducido hasta finales de 2006, con una incesante actividad de compraventa de activos inmobiliarios en busca de ganancias rápidas, que provocaba una incesante subida de los precios y que contó con la febril participación de empresas constructoras, promotoras, bancos comerciales, bancos de inversión y otros intermediarios y un numeroso grupo social que ha podido valorizar su patrimonio a través de este boom.

El segmento del mercado financiero que se nutre de esa actividad inmobiliaria no ha cesado de crecer sobre todo con la creación de instrumentos de titulización de préstamos hipotecarios, que se negocian en un amplísimo mercado secundario que ha atraído a grandes inversiones nacionales y extranjeras. En el trienio 2003–2005 la inversión residencial creció a una tasa media del 9 por ciento anual, elevando casi en un punto y medio su presencia en el PIB hasta superar el 6 por ciento, siendo el componente de la inversión con mayor dinamismo gracias a la contribución del sector domés-

tico que protagoniza alrededor del 85 por ciento de dicha inversión (La Caixa, 2007).

Esa nueva burbuja financiera ha reportado importantes ganancias a ciertos grupos financieros y a los hogares con altos niveles de renta²⁸. Simultáneamente se ha desencadenado un proceso de endeudamiento todavía más intenso que el desatado a finales de los años 90. En 2002 la deuda representaba el 112 por ciento de la renta personal disponible y en 2006 el 137 por ciento.

Entre 2003 y 2006 mientras que el salario real por hora trabajada se ha incrementado un 6 por ciento, el consumo privado lo ha hecho un 15 por ciento a costa de las rentas aportadas por el negocio inmobiliario, la desaparición del ahorro y el aumento de su deuda en 4.5 billones de dólares, cuyo peso relativo ha pasado del 84 al 100 por ciento del PIB. La fragilidad financiera quedaba al descubierto en el otoño del 2006, cuando concluyó la tendencia alcista del sector inmobiliario. Los precios han comenzado a descender, la nueva inversión residencial se ha reducido y las rentas derivadas de ese negocio se han contraído mientras que las deudas permanecen y el acceso a nuevos créditos es más difícil conforme cae el valor de los inmuebles que ha ejercido de colateral, a la vez que se incrementa la tasa de morosidad y las consiguientes dificultades para los acreedores que concedie-

²⁸ Hay que considerar que el 1 por ciento de los hogares más ricos detenta la tercera parte del patrimonio inmobiliario, o bien que el 10 por ciento de los hogares con mayor renta concentra el 70 por ciento de dicho patrimonio, mientras que los cuatro deciles siguientes disponen del 27 por ciento, de manera que la otra mitad de los hogares, los de menor renta, sólo poseen el 3% de esa riqueza inmobiliaria.

ron créditos hipotecarios o para quienes después adquirieron *facilities* basados en el mayor valor de sus propiedades.

El boom real y financiero en el sector de las viviendas se extendió hacia un segmento altamente sensible a un cambio de las condiciones financieras de las hipotecas, el sector subprime. Efectivamente, muchos créditos se otorgaron a tasas ajustables a sectores de población de bajos ingresos y/o con pobres historiales crediticios. Estos créditos hipotecarios entraron de lleno al circuito de los valores financieros. Un cambio en la política monetaria detuvo el proceso de «creación de valor» y cambió las expectativas: la Reserva Federal comenzó a incrementar las tasas de interés a partir del verano de 2004 y hasta agosto 2006.

El gran riesgo de una convulsión bursátil es que se genere un efecto riqueza negativo que termine con el boom del consumo e induzca una recesión. En febrero de 2007 Alan Greenspan, ya expresidente de la Reserva Federal expresó su intuición del desarrollo de una recesión hacia finales de ese año. Durante los primeros meses de 2007 el punto de vista más difundido, incluyendo el de los miembros de la Reserva Federal, era el de que el problema estaba focalizado en el sector subprime y que no se extendería. Sin embargo, la evolución de la crisis en 2007 y 2008 ha derivado en una crisis de liquidez muy fuerte que ya ha afectado a los fundamentos económicos, el empleo, los gastos de consumo, la actividad empresarial y sus expectativas de ganancias, la producción.

El epicentro de una convulsión financiera está los *Credit Default Swaps* o CDS's. Hay en el mercado 45 millones de millones de dólares de valor nacional de CDS's

emitidos sobre 5 millones de millones de dólares de crédito subyacente.

Otro tipo de institución financiera implicada en la restricción crediticia actual son las *monoliners*. Las *monoliners* expandieron sus negocios hasta el segmento de bonos *subprime*. En la situación actual el fuerte crecimiento de los defaults de los bonos asegurados ha llevado a perder el 75 por ciento del precio de las acciones de las *monoliners*. En conjunto, las *monoliners* tienen 22 mil millones de dólares de capital para asegurar emisiones que valen 3.3 millones de millones de dólares. El costo de asegurar emisiones se ha incrementado desde fines de 2006 hasta la primera semana de 2008 en más de 650 centésimas de punto porcentual, la propia deuda emitida por las *monoliners* está cotizando en niveles de bonos chatarra (Suárez-Vélez, 2008b). El problema más fuerte consiste entonces en que si las *monoliners* pierden su calificación, automáticamente degradan los precios de miles de emisoras²⁹: por cada punto porcentual de caída en el precio de los bonos asegurados, el valor de los portafolios invertidos en esos bonos bajará en alrededor de diez mil millones de dólares. Pero la situación puede ir más allá, toda vez que ante la degradación de calificaciones, muchos *hedge funds* tendrían que salir obligadamente a vender papel degradado, induciendo con ello una caída pronunciada de precios y un aumento de los spreads.

Entre los problemas de los CDS's y el de los *monoliners* podría haber pérdidas en

²⁹ Fitch redujo a AA la calificación del monoliner Ambac, e inmediatamente después procedió a reducir la calificación de 137 500 emisiones de bonos que estaban aseguradas por Ambac.

valor de los primeros y de los créditos subyacentes por entre 365 mil millones y 425 mil millones de dólares.

El efecto sobre los bancos es muy cuantioso, por ejemplo, Merrill Lynch ha tomado enormes provisiones por la crisis subprime, pero además ha tomado reservas adicionales por 3000 millones de dólares por posiciones «aseguradas» por el monoliner ACA y 935 millones más como reserva por contrapartes que potencialmente no pueden cumplir sus obligaciones (Suárez-Vélez, 2008c). A pesar de sus esfuerzos por capitalizarse, la falta de liquidez ahogó a este banco, el 14 de marzo de 2008 tuvo que ser rescatado concertadamente por la Reserva Federal y un importante banco de inversión privado.

Los bancos se descapitalizan peligrosamente, esto limita fuertemente la capacidad de los bancos de otorgar crédito, según datos de Suárez-Vélez, por cada dólar que se reduce el capital de un banco pierde alrededor de doce dólares de su capacidad de prestar. Así que la restricción de crédito es un hecho y puede agudizarse.

La falta de liquidez en el mercado y la restricción crediticia elevó las tasas de corto plazo por encima de las tasas de largo plazo, invirtiendo la curva de tasas de interés, característica previa al desencadenamiento de la mayoría de las recesiones en el pasado.

Con la reducción de la tasa de referencia de la reserva federal la curva de tasas que estaba invertida, ahora vuelve a tener pendiente positiva. Esto estimula la rentabilidad del negocio bancario. Sin embargo, se requiere que los bancos estén bien capitalizados para volver a prestar; este proceso parece estar lejos de volver a iniciar.

El papel de la Reserva Federal fue

titubeante, al principio negando la necesidad de su intervención bajo los argumentos de que la crisis estaba acotada y que no le correspondía salvar a inversionistas irresponsables; después tuvo que reducir tardíamente la tasa de los fondos federales, iniciando un ciclo de bajas llevándola del 5.5 por ciento hasta el 3.0 por ciento, sin que este ciclo haya concluido. Analistas del mercado estiman que llevará la tasa de los fondos federales a niveles de 1 por ciento en 2008. Sin embargo, en el escenario que se ha configurado, la reducción de la tasa de los fondos federales no ha logrado reducir la tasa a la que se fondean los bancos en el mercado, poniendo en entredicho la efectividad de la política monetaria.

La viabilidad de la política monetaria de la Reserva Federal se ha complicado por la presión inflacionaria que en el mundo han generado el alto precio del petróleo, las materias primas y los alimentos³⁰. De tal manera que los países europeos, Japón y los de América latina no han podido seguir la política de rebaja de tasas de interés. Esto ha traído como consecuencia una fuerte depreciación del dólar, lo que a su vez ha contribuido a incrementar la presión especulativa en el precio del petróleo y las materias primas. Rebajas adicionales de la tasa de referencia inducirán mayor devaluación del dólar y mayor inflación. No obstante, al parecer, la devaluación ordenada del dólar es vista por el Secretario del tesoro y el mismo Presidente de los Estados

³⁰ El alto de precio del petróleo, las materias primas y los alimentos se debe a dos factores: la alta demanda de países con alto crecimiento como India y China; y, la especulación financiera debido a la devaluación del dólar.

Unidos como un medio para contrarrestar la recesión a costa del crecimiento de otros países, sobre todo los europeos, países altamente expuestos a la crisis hipotecaria.

La reserva federal también ha inyectado liquidez al mercado otorgando créditos en títulos del Tesoro a corredores primarios. Este programa de préstamos de valores a plazo apunta a promover la liquidez en los mercados de financiamiento para instrumentos del Tesoro y otros colaterales, además de fomentar la función de los mercados financieros en general. La provisión de liquidez a los mercados sólo en Estados Unidos ha superado los 300 mil millones de dólares³¹.

En realidad el mercado ha obligado a Ben Bernanky a prometer que la reserva federal hará lo necesario para evitar el colapso financiero y una severa recesión. Las actuaciones de la reserva federal se han dado en respuesta a sendas caídas de los mercados accionarios.

Resumiendo, la burbuja hipotecaria se ha pinchado, ha perdido aire y ha evolucionado hacia la etapa de malestar, amenazando con desencadenar un crac bursátil que llevaría a la economía americana a una severa recesión. La actuación de la reserva federal ha quedado sometida a los intereses

del capital financiero que piden más reducciones de tasas de interés, provisión de liquidez y hasta programas de fondos públicos para comprar papel sin valor. En el lenguaje de los analistas financieros, el primer zapato cayó con las caídas bursátiles y la restricción de la liquidez, el segundo zapato está por caer con la quiebra de algunas instituciones financieras y el crac bursátil. Hay tiburones en el mercado esperando el olor a sangre.

5. Conclusión

En este trabajo hemos puntualizado que en el sistema monetario actual ha configurado un contexto propicio para que el capital especulativo induzca el desarrollo de innovaciones que si bien expanden las oportunidades de inversión también elevan al máximo el riesgo financiero sistémico.

La burbuja se infló en un contexto interno caracterizado por el famoso déficit gemelo. Este déficit significa que el gobierno tiene que utilizar ahorro externo para financiar el crecimiento americano y también que la producción del resto del mundo financiada con la cuenta de capital satisface el alto nivel de consumo de los americanos. Los vehículos de este proceso son un dólar sobrevaluado y un pujante mercado de valores. De tal manera que buena parte de la riqueza generada en el resto del mundo, ya sea como mercancías o bien traducida a capital financiero se transfiere a los mercados de bienes y a los mercados financieros de Estados Unidos.

En este contexto, la política monetaria expansiva de la reserva federal generó el tipo de desplazamiento financiero que abre nuevas oportunidades de inversión. La

³¹ Tan sólo el día martes 11 de marzo de 2008, la reserva federal tuvo que inyectar 200 mil millones de dólares de liquidez, actuando concertadamente con los bancos de Canadá, Inglaterra y Suiza, así como el Banco Central Europeo quienes en conjunto inyectaron 45 mil millones de dólares a sus mercados. Lo novedoso de la intervención de la reserva federal en este caso es que se trató de una especie de intercambio entre los valores del gobierno y deuda hipotecaria, incluso de baja calidad, otorgando liquidez a la cartera mala y mejorando los balances de los bancos.

afluencia de capital especulativo a los mercados estadounidenses creó la sobre demanda necesaria para la manía compradora, la cual encontró sus límites en el segmento hipotecario subprime: el cambio de expectativas fue también propiciado por el cambio de política de la Reserva Federal, misma que puso en duda la capacidad de pago de los acreditados de más alto riesgo. El proceso de la burbuja ha entrado en reversa, la fase de malestar está muy avanzada, la desvalorización de los activos está en un proceso que tiende a adquirir dinámica propia a la baja, al mismo tiempo que acrecienta las pérdidas, presiona para la venta masiva de activos acentuando la tendencia de baja. La Reserva Federal se ha visto obligada a proveer liquidez y a bajar las tasas de interés a pesar del riesgo moral y a pesar del riesgo inflacionario. La severidad de la situación está orillando al banco central a proveer liquidez al mercado aceptando como «garantía» papel basura, lo cual

implicará un alto costo fiscal.

El malestar financiero norteamericano ha sumido al mundo en una situación bastante complicada. A diferencia de Estados Unidos que ha privilegiado la reactivación económica en sus consideraciones de política monetaria, Europa ha privilegiado el control de las presiones inflacionarias en su respectiva política, de tal manera que la depreciación del dólar respecto al euro ha introducido factores recesivos adicionales en las economías de aquel continente; nuevamente Estados Unidos espera reactivar su economía a costa de la de los países europeos.

Si la situación evoluciona de tal manera que se alivie el malestar, los norteamericanos proseguirán con un modelo de desarrollo basado en el consumo financiado con deuda y la especulación financiera, si no es así, si se precipita el crac bursátil y la recesión, se verán en la necesidad de cambiar su modelo de crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

- Brenner, Robert (2001). "La expansión económica y la burbuja bursátil" *New left review*, ISSN 1575-9776, N° 6, 2001, pags. 72-107
- Brenner, Robert (2004). "¿Nueva expansión o nueva burbuja?: la trayectoria de la economía estadounidense" *New left review*, ISSN 1575-9776, N° 25, 2004, pags. 55-96
- Duisenberg, Pillen F. (2000) "Acontecimientos y tendencias recientes en los mercados financieros mundiales" ponencia presentada en el Seminario *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional*, efectuado los días 14 y 15 de noviembre, Banco de México
<http://www.bancomexico.gob.mx/tipo/publicaciones/seminarios/WillenF.pdf>
- Gómez-Tagle, Rangel Rocío. (2007) "Lecciones para México tras el financiamiento subprime en EU". Diario *El financiero*, lunes 17 de diciembre, p. 12.
- Kindleberger, Charles P. (1992) *El orden Económico Internacional*. Traducción castellana de Pere Pascual, Editorial Crítica, Barcelona, España.
- Levy, Carciente Sary. *De Bretón Woods a la Globalización Financiera: nuevas reglas del juego*. Unidad de Investigación en Asuntos Internacionales, IIES-FACES-UCV.
- Palazuelos, Enrique (2007) *Dinámica Macroeconómica de Estados Unidos: ¿Transición entre dos recesiones*. Grupo de Investigación sobre Crecimiento de la Economía Mundial (GICEM). Instituto Complutense de Estudios Internacionales. Universidad Complutense de Madrid.
- Campus de Somosaguas.
- Stiglitz, Joseph E. (2004). *Los felices 90. La semilla de la destrucción*. Editorial Taurus, México.
- Suárez-Veléz, Jorge (2008a) *La banca de cristal: lloviendo sobre mojado*, Yahoo México – Finanzas, 25 de enero
http://espanol.pfinance.yahoo.com/inversion_sin_fronteras/96/la-banca-de-cristal-lloviendo-sobre-mojado-i
- Suárez-Veléz, Jorge (2008b) *La banca de cristal: lloviendo sobre mojado* (II). Yahoo México – Finanzas, 25 de enero
http://mx.pfinance.yahoo.com/inversion_sin_fronteras/97/la-banca-de-cristal-lloviendo-sobre-mojado-ii
- Suárez-Veléz, Jorge (2008c) *La banca de cristal: lloviendo sobre mojado III*. Yahoo México – Finanzas, 8 de febrero
http://mx.pfinance.yahoo.com/inversion_sin_fronteras/98/la-banca-de-cristal-lloviendo-sobre-mojado-iii
- La Caixa (2007) *El sector inmobiliario y la desaceleración de la economía estadounidense*. Informe mensual, enero.
www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/200701aft_esp.pdf
- León, José Enrique *¿Qué se sabe acerca de la innovación financiera?*.
www.saber.uia.ve/db/ssaber/Educ/visionerencial/año5num1/articulo6