

CONTINGENCIAS Y DESENLACES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

(Recibido:24 Octubre 2011-Aceptado: 18 Noviembre 2011)

Juan Carlos Baltazar Hernandez* 

Resumen

Este trabajo expone la experiencia histórica de prácticas financieras hacedoras de burbujas, la supuesta causa crucial que propicia su estallido, el efecto devastador que produce en la economía, la incubación de coyunturas políticas intervencionistas, la estrategia empleada para estabilizar el mercado, por último, describe el origen, implicaciones que la crisis financiera suscita en Estados Unidos, el resultado que produce la política de estímulos y gasto implementada por el gobierno del presidente Barak Obama, así como también el nulo resultado que presenta la aplicación de la política monetaria del *Quantitative easing* o Relajamiento cuantitativo de la Fed.

Palabras claves: Burbujas financieras, activos tóxicos, rescate financiero, insolvencia, estímulo gubernamental, inyección de liquidez.

Clasificación JEL: E44, G15, H6

Abstract

This paper has the intention main of to prove history experience, the financial practice of make bubble, crucial cause that to assist financial crack, devastating effect on the economy, incubation of interventionist policy, strategy to stabilize markets, finally expound the origin of financial crack of United State, the result of the incentive and public expenditure of president Obama and the effects of quantitative easing of the Federal Reserve.

* Doctor en Relaciones Internacionales, UAM-Xochimilco, Profesor de Finanzas Internacionales en la Sección de Estudios de Posgrado e Investigación de la ESE-IPN

Introducción

El trabajo pretende realizar una exposición puntual de la formación y estallido de burbujas en el sistema financiero internacional, con el objetivo central de exhibir el origen, despliegue e implementación de políticas intervencionistas para estabilizar la crisis del mercado financiero y fundamentar que el resultado que propicia la intervención profundiza aun más la contracción económica de Estados Unidos. Para semejante cometido, el trabajo discurre más sobre el sentido común que sobre el uso dogmático de una doctrina económica en boga. El trabajo se ciñe implícitamente al inquebrantable principio teórico del libre mercado, más exactamente con el legado de la “mano invisible” del pensamiento de Adam Smith. El razonamiento que recorre el artículo fluye del evolucionismo económico darwiniano que desemboca en la teoría económica austriaca representada por J. Schumpeter con su principio crucial de “destrucción creativa” y que en conjunto constituye, para el sistema financiero internacional, el mejor mecanismo que conoce la historia humana para asignar con eficiencia los recursos que requiere el mercado. Para fundamentar este propósito, se adoptó un método analítico sobre información documental y empírica, con objeto de examinar el primer quebranto bursátil global de 1929, la ruina de las Asociaciones de Ahorro y Préstamos, la cuantiosa caída bursátil del puntocom, el derrumbe financiero de Enron, la dolorosa humillación de Long-Term Capital Management (LTCM), el estallido de los créditos *subprime* y finalmente la crítica al objetivo y resultados que propicia la política de estímulos y gasto gubernamental del presidente Obama para reactivar el consumo interno y la política monetaria implementada por la Reserva Federal que busca inyectar liquidez al mercado para rehabilitar el sistema crediticio.

1. Desenvolvimiento histórico del sistema financiero internacional

La aparición del dinero, hace más de dos mil años, creó en su cauce evolutivo la tríada acreedor-dinero-deudor y con el devenir del sistema financiero internacional moderno se institucionalizaron bancos y cámaras de compensación con propósitos de tomar, prestar e invertir dinero. Durante el siglo XIII surgieron los bonos, la titularización de tasas de interés provenientes del beneficio que reportaban los bonos del gobierno que simultáneamente propiciaba prácticas de negociación y fijación de precios de los valores que cotizaba el mercado. En el siglo XVII aparecieron las acciones emitidas por empresas privadas, con objeto de financiar proyectos de inversión y conjuntamente con los bonos gubernamentales dominaban el mercado de valores. Durante el siglo XVIII inicia el fondo de seguros y poco después aparece el fondo de pensiones, ambos instrumentos impulsan vigorosamente economías de escala y el empleo de métodos estadísticos con el fin de proporcionar protección financiera frente a incertidumbres mensurables o riesgos calculables. Posteriormente a mediados del siglo XIX surge el mercado institucional de futuros y opciones, en la medida en que estas innovaciones financieras adquirirían notoriedad, emerge el mercado de derivados con diseño de instrumentos especializados, de mayor sofisticación y para el siglo XX, la política de expansión financiera permite propósitos inductivos de apalancar familias, empresas y entidades financieras para adquirir valores o para hacer cumplir

el objetivo político de la democracia hipotecaria, propiciando el desvío de carteras de inversión productivas para adquirir propiedades inmobiliarias. En resumen, el crédito y la deuda conforman los componentes básicos del desarrollo económico de magnitudes cruciales para crear la riqueza de las naciones como la minería, industrias o las telecomunicaciones (Galbraith, 1978).

Este proceso histórico conformó el sistema financiero internacional y de acuerdo a la siguiente definición: “constituye el cerebro de la economía, es la savia de la actividad económica, actúa como mecanismo coordinador eficaz en asignar capital para usos más productivos por parte de familias y empresas. Si el capital se asigna a usos equivocados o no fluye en absoluto, la economía opera de manera ineficiente y en última instancia, el crecimiento económico será exiguo” (Mishkin, 2006).

La evolución de la banca constituye el proceso fundamental en la construcción actual del sistema financiero internacional y la crisis financiera que estalló en septiembre de 2008 fue distante de la práctica convencional de los préstamos bancarios, el origen principal de la crisis se produjo con el auge y caída del crédito titularizado que permitió a los bancos emplear su función prestataria para clasificar, reempaquetar deudas y después venderlas a confines remotos del planeta. El auge de la titularización del crédito hipotecario fue incentivado por el intenso despliegue del mercado de bonos que constituye uno de los pilares centrales del sistema financiero global.

2. Formación y ruptura de burbujas financieras

Resulta imprescindible destacar la función que desempeñan los mercados de bonos, valores, divisas, seguros e inmobiliarios dentro del proceso extraordinario de globalización bursátil, sin embargo, el núcleo central de la crisis gravita en función del dinero y el desenvolvimiento bancario. Por esta razón es insoslayable la realidad que surge después de 1971 cuando se produjo la ruptura del vínculo entre creación de dinero y el oro de 1945, la disolución provocó una expansión monetaria inusitada, sin precedente, que simultáneamente promovió la propagación notable del crédito nunca experimentada. La liquidez de la economía, medida en proporción entre la base monetaria y el PIB creció en Estados Unidos del 80 por ciento en 1970 al 100 por ciento en 2005 y en la eurozona del 60 al 90 por ciento respectivamente, considerando que la eurozona fue instituida en el año 2000 (Ferguson-Wyman: 2007).

El quebranto del acuerdo de Bretton Woods a principio de los setenta, propició que el mercado de valores delineara movimientos estadísticos en su comportamiento mensual en forma de un gráfico de “cola pesada” y no bajo la forma de “distribución normal” o “curva acampanada”, ya que existe una agrupación en los extremos donde presenta bajadas y subidas muy pronunciadas y no en torno a la media del conjunto de los acontecimientos. Esta característica insólita identifica los “días negros” del mercado bursátil post-Bretton Woods. Hasta hoy día, las caídas máximas y alarmantes del mercado financiero alcanzan un máximo de 20 por ciento acumulado, un porcentaje superior sería completamente inconcebible, en relación al crack histórico del “lunes negro” del 28 de octubre de 1929 cuando cayó 13 por ciento y al día siguiente volvió a caer 12 por ciento y en el transcurso de dos años se desplomó un 89 por ciento (Nicholas, 2007).

2.1 La burbuja de octubre de 1929

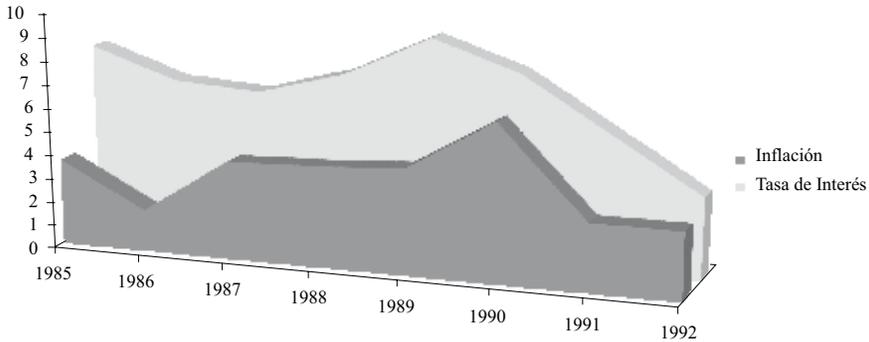
La prolongación temporal y espacial del quebranto financiero del 29 y que derivó en depresión durante la primera mitad de los años treinta, fue por una política monetaria errónea e inflexible adoptada por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), como consecuencia de la brusca caída de precios de los activos que en lugar de ejecutar una corrección propició una recesión y ésta fue convertida en depresión. La explicación del problema fue expuesta de forma magistral por los profesores Friedman y Schwartz, cuando sostienen que la Fed debió de inyectar liquidez al sistema bancario a partir de 1929, empleando operaciones de mercado abierto a gran escala, con propósito de hacer expansivo el crédito a través de la ventanilla de descuento y no contraerlo como ocurrió (Friedman y Schwartz: 1963). Además, la urgencia de la economía por liquidez fue abandonada por la preocupación de la salida masiva de oro de las reservas de la Fed, en consecuencia, fue el patrón oro el transmisor principal de la profundización de la crisis, por tanto, el tipo de cambio fijo reveló su incapacidad para impedir el proceso deflacionario que se apoderó de la economía. La historia financiera constituye un baluarte de aprendizaje para encontrar respuestas eficaces y enfrentar crisis financieras semejantes a la que desafía actualmente al mercado global de valores.

2.2 La burbuja de las asociaciones de ahorro y préstamo

Las vicisitudes financieras ocurridas durante la década de los setenta en Estados Unidos, como el precio inestable del petróleo, inflación de dos dígitos, adopción del tipo de cambio flexible internacional, incremento discrepante de la tasa de interés, un déficit fiscal y presupuestal excepcional que espoléó la deuda de alrededor de dos billones de dólares y que fungieron como vestíbulo para la formación de la burbuja bursátil del 19 de octubre de 1987, cuando el Índice Dow Jones cayó 10 por ciento en una sola sesión. La causa que provocó el hundimiento del índice bursátil fueron atribuidas a múltiples motivos: a) el incremento de la tasa de interés de 5.0 al 6.0 por ciento (Figura: 1), b) un grupo reducido de instituciones que ejecutaron estrategias de mercado comprando seguros de cartera y por efecto contagio, asociaciones pequeñas de fondos mutuos o asociaciones de ahorro y préstamo reaccionaron sobre sus amortizaciones y en consecuencia, un conjunto de instituciones comenzaron a vender sus posiciones, buscando anticiparse a la caída del mercado, c) la situación adquirió mayor gravedad, cuando el sistema automatizado de la Bolsa de New York reportó una falla técnica que interrumpió las transacciones del mercado de futuros y de opciones por unas horas (Brady, Nicholas, 1988).

Las sociedades de ahorro y préstamos (S&L: por sus siglas en inglés), fueron creadas por F.D. Roosevelt con objeto de financiar la supuesta democracia hipotecaria, no obstante que mantenían fracasos evidentes respecto a su funcionamiento, regulaciones mal ejecutadas, la inflación de los años setenta y sus múltiples operaciones de fraude, condujeron a su colapso a finales de 1987. El funcionamiento de las S&L es muy simple: el cliente típico depositaba

Figura 1
Estados Unidos: Inflación y tasa de Interés
(1985-1992)



Fuente: Federal Reserve Statistical Release (2009)

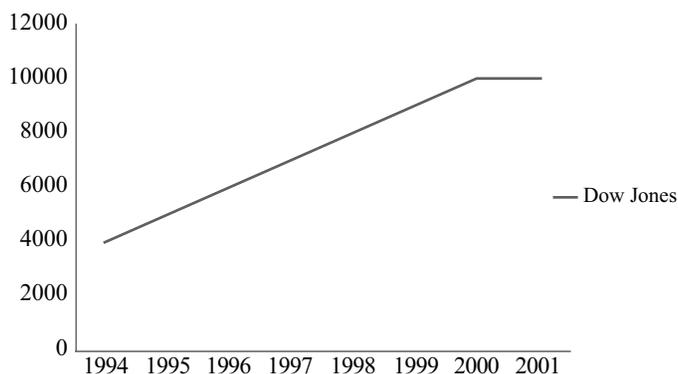
sus ahorros en una libreta de ahorro y obtiene una tasa de interés del 3 por ciento, el saldo-depósito posee una protección federal de hasta 40,000 mil dólares y a finales de los ochenta la salvaguarda gubernamental fue extendida hasta 100,000 dólares; posteriormente la S&L empleaba el fondo depositado en inversiones hipotecarias a 30 años con tasa de interés del 6 por ciento; la práctica crediticia reportó en 1987 1.5 billones de dólares (billones de doce ceros) entre 3600 instituciones de ahorro y préstamos, sin embargo, la inflación los envió a quiebra, cuando la tasa de interés se movió bruscamente hacia arriba, tanto a corto como a largo plazo, fue cuando los depósitos crecieron a una tasa de interés alta, mientras la contratación y retorno de los intereses del crédito disminuyeron gravemente y las S&L enfrentaron el enorme problema de pagar intereses de los depósitos y la única salida fue la declaración de insolvencia, sin embargo, las S&L sabían que la salvaguarda gubernamental impediría la quiebra de los ahorradores, dicho de otra forma, los S&L recurrieron sin ningún empacho al riesgo moral (Moral Hazard) (Greenspan: 2008).

La estrategia empleada para afrontar el *lunes negro* de 1987 fue a través de la *Resolution Trust Corporation* (RTC) o Corporación Fiduciaria de Resolución creada por el congreso de Estados Unidos y en coordinación con la Reserva Federal se atacó la crisis de la siguiente manera: a) el presidente Alan Greenspan decretó que la Reserva Federal afrontaría el desequilibrio financiero con determinación inyectando liquidez a los mercados, comprando bonos del Estado en la ventanilla de mercado abierto, b) la RTC diseñó una idea novedosa denominada “venta creadora” que consistió en agrupar los créditos hipotecarios en bloques de 1,000 millones de dólares, subastarse en forma de ganga y garantizadas por el congreso. La venta del crédito hipotecario titularizado mitigaron el problema, no obstante, desaparecieron 744 S&L, una cuarta parte del total y el costo que pagó el contribuyente estadounidense fue de 87 mil millones de dólares y en 1995 se extinguió la RTC (Greenspan: 2008).

2.3 La burbuja financiera del puntocom

A mediados de los noventa, apareció la burbuja bursátil del punto com, generada por el ímpetu que adquirió la expansión del boom tecnológico, la industria del Software, chip, construcción de redes de tecnología de la información en fábricas, oficinas, entretenimiento y la computadora personal con internet, comenzó con la oferta pública de Netscape, un productor de Silicon Valley, cuando las acciones salieron a subasta con un precio inicial de 28 dólares se dispararon de manera inmediata a 71 dólares, éste acontecimiento sorprendió a inversores de Wall Street, propició la fiebre del oro de internet, impulsó el despegue del mercado bursátil, promoviendo al índice Dow Jones superar marcas de 3000, 4000, hasta 5000 en tan sólo tres años (Figura 2).

Figura 2
Mercado de valores: Índice industrial Dow Jones
(Unidades cotizadas)



Fuente: Wall Street Journal: (2003).

“El efecto riqueza” suscitado por el mercado de innovación tecnológica influyó indicativamente sobre variables macroeconómicas fiscalizadas por la Fed. Sin embargo, el mercado bursátil no constituye responsabilidad directa de la Reserva Federal, su función esencial es observar la estabilidad de precios dentro de la economía real y los efectos que producen el aumento del precio de las acciones de renta variable con la inversión productiva en plantas y equipos, entre el diferencial existente en nuevas adquisiciones de maquinaria y la productividad empresarial, es decir, entre la reciprocidad que implica construir edificios de oficinas nuevas con costo superior al valor de mercado.

El boom tecnológico impactó en la incertidumbre del consumidor y del empleo de la actividad empresarial, tomó decisiones rotundas, apoyado en información creada con días de retrasos, facilitó la elaboración de stock de existencias y planeación de contratación de empleados para responder a contingencias inusitadas.

Los consumidores emplearon la red para buscar información con mayor rapidez, realizan seguimiento de entrega de paquetes de un día a otro, el efecto sobre el empleo fue devasta-

dor, por un lado, demostró sin controversia el efecto “destrucción creativa” de Schumpeter al efectuar pérdida y creación de empleos de igual magnitud. La economía de EUA registró una caída del desempleo del 6 al 4 por ciento de 1994-2000, durante el lapso la economía generó 16 millones de nuevos empleos, por otro lado, engendró el dilema de la incertidumbre laboral, expuso la inoperancia de algunas funciones administrativas y secretariados que fueron adsorbidas por la informática, los dibujantes de arquitecturas, diseñadores de automóviles e industriales y el conjunto de trabajadores manuales.

El alza de los precios de las acciones durante la década de los noventa no incentivó el crecimiento inflacionario ni sobrecalentó la economía y el presidente de la Reserva Federal sólo se circunscribió a exhortar a inversores que inflar burbujas accionarias prevaricaría una “exuberancia irracional” por riquezas de papel y que tarde o temprano su estallido afectaría negativamente a la economía real.

2.4 La crisis financiera del sudeste asiático y Rusia

En el verano de 1997, surgió una serie de crisis financieras en Asia que comenzó con el derrumbe del bath tailandés, el ringgit malasio y la rupia indonesia. Las economías tailandesa y malaya se hundieron en recesión mientras que en Indonesia, con 200 millones de habitantes, se quebrantó la bolsa de valores y descalabró la economía, produciendo disturbios sociales por hambre, miseria generalizada y concluyó con la caída de la dictadura del presidente Suharto. La contención de la crisis de la región provino del Fondo Monetario Internacional (FMI) junto con el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos con la implementación de un paquete de rescate financiero de 55 mil millones de dólares. La crisis asiática transmitió el contagio a Rusia. El detonante del desequilibrio ruso provino del desplome del precio de petróleo hasta 11 dólares por barril en 1998, la agudización de la caída del precio del crudo ruso, fue a consecuencia de la recesión en las economías del sudeste asiático. La economía rusa depende crucialmente del ingreso petrolero para financiar su gasto social y la caída de las exportaciones petroleras imposibilitó el pago de intereses de sus deudas y en agosto de 1998, Rusia declaró el impago de su descomunal deuda en dólares.

La onda expansiva del impago ruso dañó con severidad el mercado de valores de Wall Street, el Dow Jones cayó 1000 puntos, equivalente al 12 por ciento del valor total. Ante la contingencia, los inversionistas buscaron refugio en otros mercados, los bancos comerciales restringieron el mercado de crédito, incrementaron tasas de interés del crédito comercial y así se puso fin a la “exuberancia irracional” del boom tecnológico en el mundo (Greenspan: 2008).

2.5 El derrumbe financiero de Enron

Desde mediados del 2000, el mercado de valores de New York despuntó un descenso de precios de las acciones del índice Industrial Dow Jones, en agosto de 2001, la Reserva Federal recortó en varias etapas la tasa de interés del 6.5 al 3.3 por ciento, de súbito apareció el “Día Negro

de New York” con el atentado del 11 de septiembre y de nuevo la FED bajó aceleradamente la tasa de interés desde 3.5 al 3.0 por ciento y continuó disminuyéndola hasta el 1.0 por ciento en 2003, en resumen, la Reserva Federal bombeó liquidez de forma inmoderada y aún con esta formidable inyección de liquidez no pudo impedir que Enron entrara en bancarrota el 2 de diciembre de 2001.

Históricamente la industria de energía en EUA estaba dominada por empresas gigantes, proporcionaban energía extrayendo el gas, generaban electricidad y la vendían a los consumidores. Enron era una pequeña compañía de gas del condado de Omaha, Nebraska, sin embargo, la desregulación del sector energético y la eliminación del control de precios por el gobierno, favoreció a Enron, por un proyecto simple que proponía Kennet Lay y Jeffry Skilling consistente en crear un banco energético que fungiera como intermediario entre proveedores y consumidores (McLean y Elkind: 2003). A finales del 2000, Enron constituía la cuarta empresa más grande de EUA, empleaba 21 mil personas, controlaba una cuarta parte de la venta del gas natural, tenía participación en valores en casi toda Sudamérica y al tercer año del surgimiento global de Enron, sus acciones, subastadas inicialmente en 20 dólares, en 1998 costaban 90 dólares (McLean-Elkind: 2003).

La imagen de expansión y prosperidad que reflejaba Enron estaba montada sobre fraudes, manipulación del mercado y doble contabilidad, los activos y beneficios que reportaba se inflaron de forma extraordinaria, ocultaba deudas y pérdidas en rubros denominados “entidades con fines especiales” no incluidas en el balance de situaciones consolidadas de la empresa, sin embargo, todo el fraude, cortinas de humo y juegos de espejos empleados para falsear las pérdidas, al final fueron insostenibles y el 14 de agosto de 2001, con la renuncia de Jeffry Skilling, las cotizaciones comenzaron a caer por debajo de 40 dólares por acción, para el 16 de octubre declaraba pérdidas por 618 millones de dólares, una reducción de 1,200 millones de dólares de sus activos netos, cuando el 2 de diciembre Enron se declaraba en impago, la realidad de su balance general, el fraude ascendía a 38,000 millones de dólares, por último, a fines de diciembre una acción de Enron costaba 30 centavos de dólar (Ferguson: 2009).

2.6 La humillación de Long-Term Capital Management (LTCM)

El fin de la guerra fría propició el surgimiento de una nueva generación de especuladores institucionales del sistema financiero global, más amedrentadores sin recurrir a la violencia y definían como éxito asestar un golpe legal de mil millones de dólares al régimen financiero mundial. Este grupo financiero recurrió al singular instrumento de derivados en su forma de “fondos de riesgo” (Hedge Funds) con su carácter estandarizado, contextualizado como negocio bursátil y regulado por la normatividad de valores semejante al conjunto de activos que cotiza el mercado. Actualmente, la mayoría de los fondos de riesgo constituyen sociedades anónimas de responsabilidad limitada, por tanto, está exenta de regulaciones de ley, los fondos de riesgo significan el retorno del “dinero caliente” después del enfriamiento que implicó

la gran depresión hasta la caída del sistema de Bretton Woods, entre los representantes más conspicuos están: George Soros, Warren Buffet, Kenneth Griffin, John Paulson.

Fisher Black de Goldman Sachs, Myron Scholes de la Universidad de Stanford y Robert Merton de Harvard Business School desarrollaron una teoría para asignar precio a las opciones. Estos dos últimos fueron galardonados con premios Nobel de economía por emplear las matemáticas en las finanzas y sintetizaron el modelo cuantitativo con objeto de incursionar en el mundo financiero, denominándolo “modelo Black-Scholes” o “caja negra”, el contrato de opciones constituyó el instrumento base cuya operación consiste de la siguiente manera: suponga que existe una acción de 100 dólares, creemos que a futuro, dentro de un año, valdrá más, o sea, 200 dólares, entonces es conveniente tener la opción de compra en una fecha futura en 150 dólares, si resulta la apuesta, se obtiene un beneficio, si no resulta el acierto y como se trata de una opción se deja pasar o se nulifica la opción de compra, el enigma que resuelve el modelo Black-Scholes reside en determinar el precio futuro de la opción. El modelo matemático para determinar el precio de la opción fue expuesto resumidamente así:

$$C = SN(d_1) - X e^{-rT} N(d_2) \quad (1)$$

$$d_1 = \frac{\text{Log}\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad (2)$$

De acuerdo con Black-Scholes el valor de la opción está determinado por 5 variables fundamentales, estas son: S = precio de mercado actual de las acciones, X = precio futuro acordado para ejercer la opción, T = fecha de expiración de la opción, r = tasa de rendimiento libre de riesgos de la economía en su conjunto y σ = la variable esencial, la inestabilidad anual esperada de las acciones, es decir, las probables fluctuaciones de cotización entre el momento de compra y fecha de expiración.

La muerte prematura de Fisher Black obligó a Scholes y Merton recurrir a John Meriwether jefe de arbitraje de bonos de Salomon Brother con objeto de organizar la empresa de fondos de riesgo denominada Long-Term Capital Management (LTCM) o gestión de capital a largo plazo, que de inicio reclutó miembros prominentes como el ex vicepresidente de la reserva federal de los EUA David Mullins, Eric Rosenfeld profesor de la Universidad de Harvard, un grupo selecto de ex operadores de riesgos de Salomon Brothers, Victor Haghani, Larry Hilibrand y Hans Hufschmid. LTCM atrajo también a grandes bancos comerciales y de inversiones de Nueva York, Merrill Lynch y Bear Stearns, bancos suizos como Julius Baer y USB, por último, Bear Stearns fue la institución que fungió como intermediaria para ejecutar las operaciones de LTCM en Wall Street (Ferguson: 2009).

El capital inicial de LTCM en 1994 fue de 40 millones de dólares, para 1997 el capital neto del fondo alcanzaba la cifra de 6000 millones de dólares, la multiplicación de este enorme rendimiento con reservas de gestión implicó recursos de apalancamiento, en consecuencia,

la decisión involucró dinero propio y capital apalancado, para 1997 el fondo de riesgo consignaba en su balance general deudas por apalancamiento de 126400 millones, para 1998 registraba 134000 millones de dólares. LTCM estaba recurriendo a deudas para realizar negocios con opciones, además, incursionó en discrepancia de precios en múltiples mercados, como el mercado hipotecario con tasa de interés fija, bonos del tesoro EUA, Europa y Japón, no obstante, el modelo Black-Scholes fue formulado para vender opciones de largo plazo a inversionistas individuales e institucionales, cuya atracción original consistía en revelar a través del cálculo matemático la volatilidad de las opciones en condiciones futuras anormales a partir de la volatilidad alta normal del 22 por ciento y de acuerdo con la valoración de la “caja negra” de LTCM una volatilidad futura real sólo podía alcanzar un rango de 10 a 13 por ciento (Ferguson: 2009).

74

Sin embargo, en junio de 1998, la “caja negra” de cotizaciones de precios de las opciones comenzó a mostrar grietas turbulentas, los mercados empezaron a descender propiciado por la declaración del impago ruso el 17 de agosto de 1998, a consecuencia de la volatilidad del mercado financiero global inducida por la crisis asiática de 1997, inmediatamente la volatilidad ascendió hasta el 29 por ciento, más del doble de la media calculada por la fórmula mágica, el fondo de riesgo comenzó a perder dinero, de inició perdió 6.7 por ciento, después descendió 10.1 por ciento e insólitamente cuando menos costaban los activos más se acrecentaba el apalancamiento, es decir, la proporción entre deuda y capital alcanzó una relación de 31 a 1. El 21 de agosto de 1998 LTCM perdió 550 millones de dólares 15 por ciento de su capital y se apalancó nuevamente con 42.1 por ciento, sin embargo, los mercados descendían, al final del mes, el *hedge fund* declinó 44 por ciento que representaba una pérdida total de 1.800 millones de dólares, el fondo de riesgo estaba en quiebra (Lowenstein, Roger: 2000).

El rescate financiero de LTCM provino de la Reserva Federal de Nueva York con un monto de 3665 millones de dólares proporcionado por 14 bancos de Wall Street, no obstante, los creadores de LTCM, previa a la intervención de la FED de Nueva York, recurrieron a un benefactor financiero privado, inicialmente a Warren Buffet que rechazó la oferta, después George Soros sólo ofreció 500 millones, J. P. Morgan procuró 200 millones y Goldman Sachs comprometió 100 millones de dólares, sin embargo, la cuantía privada fue insuficiente y el último recurso fue la Reserva Federal de Estados Unidos.

2.7. Estallido y contagio global de la burbuja de los créditos subprime

El crédito hipotecario subprime o hipoteca basura fue ofrecido por agentes financieros inmobiliarios a familias con historial crediticio insuficiente o irregular, constituyen créditos no sujetos a certificaciones de garantías que otorga FannieMae y Freddie Mac, es decir, no poseían la aprobación y garantía del Estado, los prestadores del crédito hipotecario podían ejecutar un contrato del 100 por ciento del valor total de tasación que posteriormente fue denominado como “crédito ninja” que significaba otorgar crédito a personas “no income, no job or assets”, (no ingreso, no trabajo o valores) por esta razón, la hipoteca subprime mantiene

intrínsecamente riesgos muy altos, con tasas de interés ajustables (ARM, por sus siglas en inglés) o sea, la tasa de interés varía en función de la tasa de interés del crédito a corto plazo, la mayoría establecía hipotecas solo de intereses, sin amortización, tenía “períodos inicial de carencia”, esto es, los dos primeros años ofrecía una tasa de interés artificialmente baja concentrando el costo del crédito al final del plazo.

Muchos analistas, (K. Rogoff:2008 y M. Whitehouse: 2008) sitúan el inicio expansivo del crédito subprime, cuando el presidente George Bush firmó en 2003 la Ley de Pago Inicial para el Sueño Americano (The American Dream Down payment initiative: ADDI). La iniciativa pretendía subvencionar a ciudadanos, entre los grupos de bajos ingresos, la adquisición de una vivienda por vez primera y para alcanzar este propósito el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (U.S. Department of Housing and Urban Development) alentaba a instituciones de vivienda para facilitar el acceso al crédito, flexibilizando las exigencias crediticias hipotecarias y presionaba también a las dos importantes instituciones inmobiliarias públicas FannieMae y Freddie Mac.

El mercado *subprime* funcionó muy bien mientras la tasa de interés continuaba baja, el deudor conservara su empleo y el precio de los bienes inmuebles continuara al alza, naturalmente era ilusorio confiar que este escenario fuera permanente, donde los prestadores de créditos *subprime* prosiguieran obteniendo abundante ganancias por comisiones derivadas de firmas de contratos hipotecarios *subprime* que inmediatamente después revendían en paquetes a bancos de Wall Street, los bancos simultáneamente empaquetaban los créditos en Residential Mortgage backed security (RMB), (Títulos con Garantías Hipotecarias Residenciales) de alto rendimiento, vendiéndolos a inversores individuales e institucionales o fondos de inversión en todo el mundo. Los valores subprime convertidos en Collateralised Debt Obligation (CDO) Obligaciones de Deuda Colateralizada fueron convertidos en valores de primera calidad, calificadas con triple A, no obstante que carecían de la certificación de Standard & Poors o Moddy's entidades calificadoras de valores en el mundo reconocidas por Basilea II, y la oferta de los CDO la volvían automáticamente valores globales de alto riesgo.

El fulgor del crédito subprime coincidió con el despunte declinante de la industria automotriz e incremento de la tasa de interés del 1.0 al 5.25 por ciento de corto plazo que impactó a la tasa de interés hipotecaria franqueando el rango de 5.34 a 6.66 por ciento, en consecuencia el pago del crédito *subprime* fue demoledor y para el verano de 2007, dos de cada tres hipoteca *subprime* entró en impago, situándose dentro del umbral de la ejecución judicial. El estallido de la burbuja inmobiliaria propició que el precio de la hipoteca descendiera drásticamente, los propietarios de “créditos ninja” descubrieron que el valor total de tasación de la vivienda contratada era muy superior al valor actual de mercado, mientras más caía el precio hipotecario más propietarios poseían un patrimonio neto negativo, este entorno presagió el comienzo de una crisis generalizada del mercado inmobiliario, ramificándose en todo el sistema financiero del mundo occidental hasta sus cimientos.

El efecto contagio del mercado hipotecario se propagó en todo el sistema crediticio moderno, devastó fondos de riesgos y causó pérdidas de cientos de miles de millones de dólares a bancos, instituciones financieras y dejó en ruina a una cantidad aun no cuantificada de ahorradores en todo el mundo. El problema principal fue perpetrado por la colocación indiscriminada de Obligaciones de Deudas Colateralizadas, en 2006 fueron vendidas en mercados del mundo más de 500 mil millones de dólares, donde el 60 por ciento correspondía a créditos *subprime* que contenían precios inflados por cálculos erróneos respecto a tasas de impagos y las *subprime* calificadas con triple A comenzaron a registrar impagos y las primeras instituciones financieras que resintieron el quebranto fueron los Fondos de riesgos especializados en adquirir paquetes de CDO y RMBS como Lehman Brother, Bear Stearns, Merrill Lynch, HSBC.

76

El conjunto de *Hedge Fund* que compraban paquetes de CDO y RMBS se realizó a través de apalancamiento con bancos de inversión, tenía objetivos de multiplicar rendimientos, mientras que los bancos de inversión justificaban el ingreso de estos activos relacionados con *subprime* en un apartado inédito en la hoja de balance denominado “conductos” y “vehículo estructurado de inversión” provenientes del contrato de crédito a corto plazo en mercados de letras de cambio y préstamos interbancarios a un día. La práctica bancaria hizo que irrumpiera el “riesgo de contraparte” y surge cuando la parte contratante del crédito mantiene una incapacidad o condiciones nulas de liquidez para enfrentar el compromiso crediticio y fue por este resquicio que el sistema de crédito global fue paralizado.

Cuadro 1

Instituciones financieras quebradas, fusionadas y rescatadas en Estado Unidos

		<i>Año de Fundación</i>	<i>Núm de empleados</i>	<i>Ámbito (Países)</i>	<i>Beneficios (miles de millones de dólares)</i>	<i>Actividad Financiera</i>
Lehman Brother	Bancarrota	1850	25,935	60	35,935	Banco de Inversión
Goldman Sach	Adquirida por Warren Buffet	1869	30,500	20	11,600	Banco de Inversión
Morgan Stanley	Adquirida por Mitsubishi	1935	46,363	33	3,200	Banco de Inversión

Fuente: Elaboración propia con información de Wall Street Journal, 2009.

La aparición de la crisis de liquidez del mercado crediticio comenzó en agosto de 2007 cuando American Home Mortgage se declaró en insolvencia, BNP Paribus suspendió sus fondos de inversiones hipotecarias, Country Wide Financial acabó su línea de crédito, Northern Rock Bank fue nacionalizado, Bear Stears fue rematado y adquirido por JP Morgan, el 60 por ciento de los *Hedge Fund* fueron finiquitados y una pérdida total de un billón 400 mil millones de dólares no previstas para la economía de Estados Unidos (Whitehouse, M. 2008).

Cuadro 2
Instituciones financieras quebradas, fusionadas y rescatadas en Estado Unidos

		<i>Año de Fundación</i>	<i>Núm de empleados</i>	<i>Ámbito (Países)</i>	<i>Beneficios (miles de millones de dólares)</i>	<i>Actividad Financiera</i>
Fannie Mae	Intitución Hipotecaria	1938	8,300	1	153,800	Crédito Hipotecario
Freddie Mac	Intitución Hipotecaria	1970	5,281	1	43,104	Crédito Hipotecario
American Invest- ment Group (AIG)	Intitución de seguros	1919	116,000	130	116,000	Seguros

Fuente: Elaboración propia con información de Wall Street Journal, 2009.

3. El plan de rescate financiero de Estados Unidos

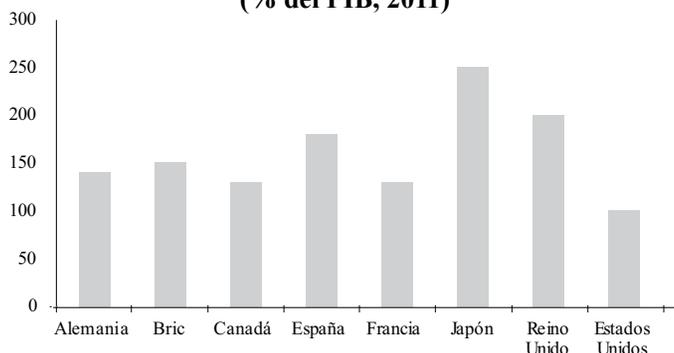
La burbuja financiera que estalló en Estados Unidos en septiembre del 2008 comenzó en el mercado hipotecario, convirtiéndose luego en crisis de liquidez, afectando funestamente al sistema crediticio global y conforme se busca resolver la capitalización bancaria, la implementación de políticas intervencionistas propicia una gigantesca crisis de deuda pública (Figura 3).

Siempre que aparece una crisis de crédito en seguida irrumpe una crisis de deuda soberana, derivada de la reacción del gobierno en evitar el desplome de la economía. Con la intervención, el gobierno busca compensar la caída de la demanda con más estímulo fiscal y gasto público. El dilema surge cuando aumenta el gasto en un contexto de recaudación deprimida, originando un déficit fiscal endémico, en consecuencia, la credibilidad de emitir más bonos atiza la desconfianza y el temor provoca aumento en la tasa de interés de largo plazo que encarece las nuevas emisiones de deudas.

El plan de rescate estadounidense tiene como objetivo básico el cumplimiento político de la democracia hipotecaria, es decir apoyar y estabilizar el mercado inmobiliario y confronta la crisis en dos frentes: a) la intervención gubernamental y b) la política monetaria del Banco Central. Hasta hoy, ambas políticas intervencionistas sólo han mostrado un resultado ineficiente y desastroso, la política de estímulos del gobierno no coadyuva al crecimiento de la economía, crea distorsiones peligrosas en el mercado, como el programa de otorgar un crédito de 8 mil dólares a personas que por primera vez adquieran una casa, financia a ciudadanos que decidan cambiar su auto viejo por uno nuevo (cash forclunker), continua entregando crédito hipotecario *subprime*, a través de la agencia Federal Housing Authority (FHA), a familias que no presentan perfiles crediticios bancarios aceptables, ofrece enganches mínimos del 3 % del valor total de la vivienda para familias con escasos recursos, Fannie Mae y Freddie Mac han titularizado el 90% de las hipotecas vendidas por bancos y la pérdida hasta hoy asciende cerca de 150 mil millones de dólares y alcanzará en 2012 los 400 mil millones, según la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos (CBO, 2010).

La situación operativa del mercado inmobiliario en condiciones normales, sin la intervención política, no mantendría tasas de interés catastróficamente subsidiadas, como la tasa de interés del 4.37% para hipotecas a 30 años y 3.87% para hipotecas a 15 años, sencilla-

Figura 3
Deuda de países desarrollados
(% del PIB, 2011)



Fuente: Elaboración propia con información de *El País*, (2010).

mente porque destruye la creación de utilidades que persiguen las instituciones financieras. En resumen, la política cortoplacista implementada por el gobierno del presidente Obama ensombrece aun más la salida del túnel, cuando economistas y académicos esperaban una política de estímulo y gasto para modernizar la infraestructura económica, (hacer carreteras, construir aeropuertos, ferrocarriles de alta velocidad, desarrollar infraestructura portuaria e instalar banda ancha en ciudades etc.), es decir una política de largo plazo, sin embargo, El presidente Obama gastó más de 800 mil millones de dólares con un resultado exiguo y potencialmente creó el umbral de una segunda fase de contracción económica, más grave aún, podría ser el *double dip* de los Estados Unidos.

La estrategia del Banco central fue concebida por su presidente Ben Bernanke cuando implementó, en noviembre de 2010, la política monetaria denominada Quantitative easing (relajamiento cuantitativo). El instrumento monetario convencional que la FED emplea para desarticular presiones sobre la economía es la tasa de interés, emplea esta política cuando busca estimular la economía, por tanto, reducir la tasa de interés obliga a disminuir el costo del crédito para que las empresas inviertan, contraten más personal y simultáneamente induce a las familias a gastar más y ahorrar menos, sin embargo, la tasa de interés en Estados Unidos se encuentra prácticamente en cero (0.25%), situación que complica en forma excepcional el uso del instrumento monetario de la tasa de interés para sortear el bajo crecimiento.

Analistas financieros, economistas y académicos han expuesto las siguientes causas del porqué la tasa de interés cercana a cero no promueve el crecimiento económico ni disminuye el alto desempleo, estas son: a) conforme el desempleo continué aumentando, los bancos continuarán reteniendo el crédito porque reconocen que un desempleo alto incuba riesgos latentes sobre la cartera de crédito y visualizan serias dificultades para recuperarlos, sencillamente porque los deudores dejarán de pagar sus hipotecas y tarjetas de crédito por falta de ingresos; b) los bancos admiten que frente al desenvolvimiento de la crisis puede engendrarse un escenario político adverso que impida la continuidad del rescate bancario y c) El consu-

mo enfrenta una enorme dificultad proveniente del endeudamiento desproporcionado de la familia americana, que entendió que su casa, principal activo colateral de deuda, entró en un proceso acelerado de depreciación y asume la decisión de ahorrar una parte proporcional de su ingreso (6.0%). Este hecho induce el decaimiento vigoroso del consumo.

El escenario expuesto obligó a la FED a implementar la política del relajamiento monetario que consiste en emitir cerca de 1.3 billones de dólares para comprar bonos del tesoro en el mercado, con el propósito de alentar a instituciones bancarias y ahorradores invertir en acciones, bonos de menor calidad crediticia o activos tangibles y a medida que el rendimiento de estos instrumentos financieros disminuyan obligará a la banca a prestar dinero, en consecuencia las empresas aprovecharán el abaratamiento del crédito e invertirán en actividades productivas.

Sin embargo, la aplicación del relajamiento cuantitativo produjo resultados diferentes al proyectado, la inyección de capital líquido a bancos se emplea hoy para realizar operaciones *carry trade* y compra de deudas de países emergentes que ofrecen altas tasas de rendimientos. Ante ésta realidad extraordinaria los países emergentes enfrentan la presión de esterilizar su economía, revaluar sus monedas, mientras tanto, menoscaban la competitividad de sus exportaciones y en consecuencia el precio internacional de los *commodities* se incrementa. Por último, la aplicación estratégica de trasladar capital fresco proveniente del relajamiento cuantitativo crea un efecto político internacional perverso en los países emergentes que consiste en someter a impuesto cualquier capital que ingrese en la economía, es decir, obstaculizar el libre flujo de capital a mercados internacionales, como el caso de Brasil.

La estrategia de corto plazo, implementada por el gobierno y el banco central de Estados Unidos para encarar la crisis financiera, advierte una enorme pesadilla, comenzará con el vencimiento de la deuda soberana en 2012, cuando el dique que sujeta la inflación exija el retiro del enorme volumen de dinero introducido por el estímulo gubernamental y la política del Quantitative easing para estabilizar el mercado, dentro de un contexto de un dólar débil, un déficit fiscal en total deterioro, un gobierno dividido e incapaz de articular una política fiscal inteligente de largo plazo y la presión del mercado demandando tasas de interés más altas, sin duda desencadenarán una contingencia letal sobre la deuda.

Conclusiones

Las contingencias perniciosas que irrumpen el devenir natural del mercado financiero internacional se sintetizan en prácticas políticas intervencionistas, una recurrencia persistente de la política monetaria y una codicia humana siniestra que entorpecen la edificación inusitada del sistema financiero. Desde la catástrofe financiera de 1929 hasta el colapso de los activos *subprime* de 2008, fue propiciada por implementación de políticas injerencistas del gobierno y del banco central en los mercados.

La recesión del 29 y después la depresión de los años 30, fue producto de una política monetaria errónea de la Fed. La utilización cínica del moral hazard (riesgo moral) evitó la desaparición de las instituciones S&L. Aunque no constituye su responsabilidad jurisdiccional,

la FED tuvo que intervenir en la bolsa de valores para detener los estragos que producía en la economía el mercado tecnológico de las punto com, sentenciando que el efecto riqueza es resultado de una exuberancia irracional de inversionistas institucionales. La crisis asiática fue resuelta con la intervención del FMI y el Departamento del Tesoro. El colapso de Enron fue engendrado por fraude, manipulación del mercado, inflación premeditada de activos, ocultamiento de deudas etc., y fue intervenida por el gobierno. La voracidad por el apalancamiento para realizar negocios con derivados produjo la desaparición del hedge fund LTCM. El comienzo de la crisis actual fue por deuda hipotecaria, se volvió parálisis crediticia, después se convirtió en problema de liquidez, luego en crisis de deuda soberana, ahora constituye una crisis de confianza y la estrategia para solucionarla es el recurso obcecado de políticas intervencionistas para avasallar el mercado.

Bibliografía

- Brady, Nicholas, Cotting, James, et. (1988), "Task force on market mechanisms", *Report of the president*, Washington, January.
- Ferguson, Nial (2009), *El triunfo del dinero*, Ed. Debate, Barcelona.
- Ferguson, Nial y Wyman, Oliver (2007), *The evolution of financial service*, New York.
- Friedman, Milton y Schwartz, Anna (1963), *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton.
- Galbraith, John K. (1978) *El dinero, de donde vino, adonde fue*, ed. Plaza & Janes, Barcelona.
- Lowenstein, Roger (2000), *When genius failed: the rise and fall at Long-term capital management*, New York.
- Mclean, Bethany y Elkind, Peter (2003), *The smartest guy in the room: the amazing rise and scandalous fall of Enro*, New York.
- Mishkin, Frederic (2006), "Weissman Center Distinguished Lecture", Baruch College, New York.
- Nicholas, Thomas (2007), "Trouble With a bubble", *Harvard Business School*, case No. 9.
- Rogoff, Kenneth y Reinhart, Carmen (2008) "Is the 2007 subprime financial crisis so different? *An International Historical Comparison*", Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Whitehouse, Mark (2008), "Debt bomb: Inside the subprime mortgage debacles", *Wall Street Journal*, January 30.