

La crisis económica global: causas y efectos

CARLOS GARCÍA, ECONOMISTA, JEFE DE LA OFICINA DE ESTUDIOS INTERNACIONALES
LIVIA PORTILLO, ECONOMISTA, COORDINADORA TÉCNICA DE LA OFICINA DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

La crisis que actualmente enfrenta el mundo empezó a manifestarse a mediados de 2007, cuando se vio deteriorada la calidad crediticia de los respaldos hipotecarios, sobre los cuales se montó una ola de innovación financiera que expandió globalmente el mercado de capitales desde 2001. Los clientes de alto riesgo que habían recibido pródigamente préstamos para adquirir inmuebles se declaraban insolventes. Poco más de un año después, en septiembre de 2008, desaparece la banca de inversión en Estados Unidos, con la conversión a banca comercial de los gigantes Morgan Stanley y Goldman Sachs, la bancarrota de Bear Stearns en mayo previo, y la adquisición de Merrill Lynch por el Bank of America.

La raíz de estos acontecimientos se puede rastrear a través del ascenso de los precios de las viviendas en Estados Unidos y algunos países europeos, reflejo de una abundante liquidez monetaria

de varios países emergentes. Sus efectos significaron una reducción sustancial de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, que generó un auge de consumo y un fuerte crecimiento en los precios de activos como la vivienda, en virtud de tasas hipotecarias atractivas.

A comienzos de la década actual, la creciente liquidez en manos de los inversionistas y hogares no se dirigió hacia los mercados bursátiles como lo había hecho en la década de los noventa. En ese período la fiebre de la nueva economía atrajo muchos capitales hacia las empresas *puntocom* fundadas sobre la facilidad de Internet.

El estímulo monetario que siguió a la corta recesión vivida por Estados Unidos en 2001, al decrecer el PIB 1,6% y 0,3% en el segundo y tercer trimestres, respectivamente, se dirigió, fundamentalmente, hacia inversiones no bursátiles. De manera particular, se concentró en los mercados financieros y de viviendas. Por otro lado, la inversión en maquinarias y equipos tampoco atrajo capitales mientras se corregían los excesos acumulados en bienes de alta tecnología desde la mitad de los noventa.

Este ajuste en la inversión en activos fijos, la ruptura de la burbuja bursátil en 2001, las bajas tasas de ganancia de las inversiones financieras alternativas no residenciales y el crecimiento en los precios de la vivienda, aumentaron el interés de los inversionistas en el mercado inmobiliario. Aunque los hogares vieron destruir parte de su riqueza neta entre los años 2000 y 2002, debido al colapso del valor de las acciones corporativas, atenuaron sus pérdidas al sostener sus inversiones en bienes raíces en 2001 y hacerlas avanzar a un ritmo fuerte hasta 2005.

El crecimiento del precio de las viviendas fue alentado por la demanda hasta alcanzar un tope en 2006. Ese año se observó una notable

y condiciones crediticias ventajosas propiciadas por una política monetaria de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) que sobreestimularon la actividad económica desde 2001, en el marco de una política fiscal deficitaria alentada por un creciente gasto militar.

Los incentivos económicos se justificaron en un contexto de control de la inflación que incluía temores de deflación y reciclaje de ahorro externo procedente de holgados superávit en cuenta corriente

CAMBIOS EN LA RIQUEZA NETA DE HOGARES Y ORGANIZACIONES SIN FINES DE LUCRO EN MILLARDO DE USD

AÑO	BIENES RAÍCES	ACCIONES CORPORATIVAS	VARIACIÓN RIQUEZA NETA
1995	190,5	1.208,9	2.760,9
1996	232,3	966,1	2.594,7
1997	297,7	1.788,8	3.681,4
1998	645,3	1.176,9	3.385,0
1999	708,1	2.344,5	4.943,1
2000	781,0	(1.054,4)	(617,2)
2001	730,5	(1.197,3)	(990,8)
2002	977,7	(1.700,5)	(1.584,4)
2003	1.079,9	1.227,0	5.040,6
2004	1.492,8	437,2	4.009,9
2005	1.757,2	360,2	3.683,3
2006	936,7	963,2	3.997,3
2007	199,5	532,6	2.137,8

Fuente: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf>

desaceleración; en 2007 inicia su declive; y en 2008, aunque no hay datos, la continuación del descenso del precio de las viviendas lleva a estimar una importante destrucción de las riquezas de los hogares en este renglón.

■ El efecto dominó de la ruptura de la burbuja inmobiliaria

La cronología de la crisis hipotecaria, trastocada luego en crisis financiera general, revela un efecto dominó al ir cayendo todos los participantes internos y externos involucrados en la red que se tejió en el mercado de obligaciones colateralizadas por deudas. Esta participación revela la expansión de la globalización financiera en la actual década.

La aceleración de este evento se produjo en julio de 2007 a partir de la declaración de bancarrota de un fondo de inversión vinculado al banco de inversión estadounidense Bear Stearns. Además, este banco reveló que los activos de otros dos fondos tenían poco valor de mercado.

Estos fondos de inversión llamados también "fondos a riesgo" son patrocinados por los bancos de inversión y se crearon para intermediar en el negocio de las obligaciones colateralizadas. Sus activos se deterioraron ya que las empresas financieras especializadas en hipotecas de alto riesgo fueron a la quiebra. La onda expansiva secó la liquidez del sistema en virtud de la elevada exposición que había con estas obligaciones.

En primer lugar se elevó fuertemente la tasa interbancaria con lo cual se encarecieron las tasas de interés de muchos créditos hipotecarios otorgados a tasa variable. Luego, se aceleró la insolvencia y liquidación de las hipotecas de alto riesgo al entrarse en un círculo vicioso de degradación de los colaterales, iliquidez e insolvencia.

Los bancos centrales se vieron forzados, en agosto de 2007, a intervenir masivamente e inyectar liquidez en los mercados financieros. En septiembre, la FED tuvo que recortar 50 puntos básicos de su tasa de interés para suplir las necesidades de liquidez debido a las cuantiosas pérdidas de los bancos.

Mientras tanto, las secuelas se llevaron por delante a bancos dedicados al negocio hipotecario en el Reino Unido al intervenir el gobierno el banco Northern Rock y nacionalizarlo seis meses después, en febrero de 2008. En Alemania entraron en crisis entidades con alta exposición en hipotecas de alto riesgo.

En Suiza, el gigante bancario UBS reveló pérdidas trimestrales cuantiosas por su alta proporción de créditos hipotecarios incobrables. Igua les resultados mostraron los bancos de inversión Merrill Lynch y Morgan Stanley y el banco comercial Wachovia. El Citigroup anunció fuerte reducción de ganancias.

Las pérdidas se cifraron en USD 400 millardos y luego fueron elevadas a USD 1.400 millardos por el FMI. El banco de inversión Bear Stearns sucumbió y fue absorbido por el JPMorgan Chase por USD 240 millones en marzo de 2008 con apoyo de la FED.

El rescate de un banco de esta naturaleza fue el primero desde la Gran Depresión en 1929, al extender el ente emisor estadounidense una línea de crédito de emergencia de USD 29 millardos por 28 días a través de JPMorgan Chase. Bear Stearns no podía acceder directamente a la ventanilla de liquidez de la FED por ser un banco de inversión. A partir de entonces, al resto de bancos de inversión se les permitió acceder a préstamos directos de la FED.

Esto trajo un respiro hasta el mes de julio de este año, gracias a la inyección de liquidez de los bancos centrales. Mientras tanto, el mercado interbancario no se alivió, debido al problema de desconfianza, producto de la asimetría de información asociada al sistema bancario bajo la sombra que se creó con las obligaciones colateralizadas.

■ La asimetría de los derivados financieros en problemas paraliza el crédito

Entender la asimetría es importante para tener una real dimensión de la crisis financiera y dilucidar por qué se mantiene la parálisis crediticia en el mercado interbancario desde julio de 2007. La falta de transparencia en el negocio de titularización y su división en segmentos lleva a que los tenedores de las obligaciones colateralizadas no conozcan a ciencia cierta cuáles hipotecas específicas poseen mientras no presenten problemas de insolvencia.

Debido al auge que vivía el mercado inmobiliario nadie reparaba en los problemas de esta asimetría. Los clientes que adquirían el paquete de deudas titularizadas se sentían protegidos por el seguro financiero y la evaluación que recibía el producto por parte de una calificadora de riesgo.

El riesgo implícito en la asimetría sobre la calidad del crédito trajo dificultades al revertirse el mercado de viviendas y generar una enorme

desconfianza sobre el verdadero valor de estas inversiones. Estas dudas fueron potenciadas por las bajas en las calificaciones que recibieron de las calificadoras de riesgo.

Un trabajo de la Reserva Federal en 2004 refería la vulnerabilidad de las obligaciones colateralizadas al ciclo de negocios y Robin Blackburn (2008) en su trabajo "La crisis de las hipotecas *subprime*" (p. 73) señala que, "los inversores, grandes o pequeños, no tenían un método viable para hacer frente a las interrelaciones o al riesgo de correlación de morosidad...".

Esta reticencia fue mayor en el caso de los bancos que intermediaron en el negocio de los colaterales hipotecarios y pusieron fuera de balance sus operaciones de esta naturaleza. Por esta razón, en 2006 se cayó la demanda por las obligaciones colateralizadas y muchos de los fondos de inversión y de pensiones que las compraban, al sospechar de su dudosa calidad, se resistieron a seguir adquiriéndolas.

Los bancos se vieron en problemas debido a que se habían fondeado a corto plazo con papeles comerciales para financiar las obligaciones colateralizadas. Otra desventaja de estas obligaciones se puso al descubierto al intentar su tenedor deshacerse de ellas debido a la falta de un mercado activo donde pudieran ser liquidadas rápidamente.



La crisis acaba con la banca de inversión

En julio de 2008, la crisis se tornó más virulenta ya que las agencias hipotecarias privadas Fannie Mae y Freddie Mac, creadas por el gobierno estadounidense en los años treinta para ocuparse del mercado hipotecario, debieron ser estatizadas al poseer estas entidades o conceder garantías a más del 50% del financiamiento de viviendas en este país. En julio también fue intervenido el IndyMac un banco hipotecario grande.

En septiembre quiebra Lehman Brothers, uno de los grandes bancos de inversión en Estados Unidos; Bank of America compra a Merrill Lynch por USD 50 millardos y se transforman en bancos comerciales Goldman Sachs y Morgan Stanley, con lo cual desaparece la banca de inversión.

En este mes también colapsa la mayor entidad de ahorro y préstamo de Estados Unidos, Washington Mutual. El gobierno la cierra el 03 de octubre y vende sus activos a JPMorgan Chase por USD

1,9 millardos. Finalmente, se derrumba el quinto banco comercial del país, Wachovia, y se disputan su compra los bancos Wells Fargo y Citigroup con lo cual se reordena el panorama bancario en Estados Unidos al emerger con un mayor grado de concentración.

La agudización de la crisis obligó también al gobierno federal a asistir a través de la FED a empresas no bancarias. En tal sentido, en septiembre, otorgó un préstamo por USD 85 millardos a la mayor compañía de seguros de Estados Unidos, la American International Group (AIG). A cambio el gobierno federal recibió el 80% de sus acciones. Esta medida fue forzada debido a que AIG no es una entidad financiera que pueda recibir liquidez en las ventanillas del banco central. Además, su caída hubiera tenido un efecto sistémico catastrófico.

La FED invocó una cláusula del Acta de Poderes de Emergencia aprobada durante la Gran Depresión de 1929, que le permite prestarle dinero e involucrarse con cualquier institución, que de manera significativa, afecte la estabilidad financiera. Esta cláusula nunca había sido empleada.

Vale decir que AIG completó el circuito creado con las obligaciones colateralizadas a través de la emisión, desde un brazo financiero de la empresa, de un derivado que fungía como un seguro ante riesgo de *default* que hacía más atractiva estas obligaciones.



El plan de rescate financiero

La onda destructiva provocada por la llamada deuda tóxica obligó al gobierno de Estados Unidos a elaborar un paquete de rescate financiero por USD 700.000 millones. Su objetivo es limpiar el sistema financiero y devolver la confianza al sistema bancario. En Europa, los bancos fueron intervenidos y/o nacionalizados por los gobiernos del Reino Unido, Holanda, Islandia, Bélgica y Alemania. Además, en varios países de este continente se anunció un respaldo general a los depósitos bancarios.

Estas medidas le dan un protagonismo de primera línea al Estado para introducir reformas que corrijan los excesos creados por una desregulación exagerada inspirada en la filosofía del autocontrol de los mercados. Su antecedente reciente es el programa de reformas de vigilancia y supervisión del sistema financiero presentado el 01 de abril pasado por el Secretario del Tesoro, Henry Paulson, luego de la debacle de Bear Stearns. Aquí se

proponía incrementar el poder de supervisión de la FED hasta abarcar entidades que estaban bajo vigilancia de otras instituciones reguladoras. Además, se planteaba ampliar sus poderes estabilizadores del mercado a través de la monitorización de las actividades de inversión de los bancos y la toma de acciones correctivas si fuere necesario.

Antes que esta propuesta del Secretario del Tesoro, Henry Paulson, fuera discutida y votada por el Congreso estadounidense, se impuso el plan de rescate ante la espiral catastrófica que asumió la crisis a partir de julio. Este Plan de emergencia fue aprobado el 03-10-08 y firmado una hora después por el presidente George Bush. Sus principales puntos fueron los siguientes:

- El Departamento del Tesoro tendrá a su disposición un máximo de 700.000 millones de dólares para comprar deuda de mala calidad a bancos, planes de pensiones y gobiernos locales.

- De ellos, podrá usar USD 250.000 millones inmediatamente y otros USD 100.000 millones si el presidente de Estados Unidos determina que los necesita.

- El Congreso podría retener los otros USD 350.000 millones si no estuviera satisfecho con el desempeño del programa.

- Los contribuyentes recibirán derechos de compra de acciones (*warrants*), con lo que se beneficiarán si las empresas que reciben la ayuda se recuperan.

- El Gobierno limitará los ingresos de los directivos de las compañías participantes en el programa. Los jefes de empresas fallidas no podrán recibir beneficios multimillonarios si son despedidos.

- Se eleva de 100.000 a 250.000 dólares la garantía que se aplica a los depósitos de los clientes si una entidad cierra o va a la quiebra. Esa medida tiene por objeto mantener la confianza en el sistema bancario y evitar la fuga de dinero de una entidad a otra.

- Millones de contribuyentes con ingresos medios se beneficiarán de la exención a la llamada "tasa mínima alternativa", una norma que, en general, implica impuestos más elevados.

- La Comisión de Valores podrá suspender la norma de contabilizar los activos a valor de mercado.

Paralelamente, dentro de las acciones que implementaron los bancos centrales en un marco de fuerte iliquidez, menores presiones inflacionarias y temores de recesión global, destacó la rebaja coordinada de las tasas de interés oficiales para proporcionar alivio a los mercados de dinero.

Los efectos de esta crisis financiera que nació en Estados Unidos y se propagó al mundo entero se están empezando a ver. Una evidencia de ello, es el retroceso del comercio mundial y la entrada en recesión de manera simultánea, por primera vez en más de 60 años, de los países de la Eurozona, Japón, Estados Unidos y Canadá. Asimismo, están aumentando las tasas de desempleo, miles de familias pierden sus hogares, se elevan las barreras proteccionistas al comercio, se reordena el negocio bancario global hacia una mayor concentración y emergen presiones deflacionarias.

Conclusiones

La crisis hipotecaria estadounidense se convirtió en una crisis financiera global debido a las nuevas formas de apalancamiento riesgoso e innovación financiera en un contexto de desregulación. La banca de inversión, además de otras instituciones financieras como la banca comercial y empresas aseguradoras obtuvieron grandes ganancias, producto del negocio de los colaterales hipotecarios.

El coste súbito y creciente de la liquidez acabó con el negocio de garantías hipotecarias ante la imposibilidad de valorar los activos producidos por la asimetría de información de los derivados financieros. Las consecuencias fueron: insolvencia y quiebra de instituciones hipotecarias, la estatización y nacionalización del sistema financiero en Europa y Estados Unidos, la desaparición de la banca de inversión y el colapso de parte del sistema financiero global.

Para resolver el problema del sistema financiero y devolver la confianza a la banca la intervención de Estado es insoslayable. En este marco se aprobó en Estados Unidos el plan de rescate financiero y los bancos centrales crearon nuevos mecanismos para drenar liquidez y coordinaron bajas conjuntas de tasas de interés.