

## **Un repaso de la crisis estadounidense y lo que viene**

**Oscar Ugarteche (\*)**, *Revista Pueblos, 09/12/2008*

La crisis financiera del 2008, la mayor de todas las crisis financieras desde hace casi ocho décadas tiene elementos de los que hay que sacar lecciones. En este artículo indagamos en las razones que nos han llevado hasta aquí y aventuramos sobre lo que podría pasar a partir de ahora...

### **Para entender la palabra crisis**

El Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española define a la crisis como: “Cambio brusco en el curso de una enfermedad, ya sea para mejorarse, ya para agravarse el paciente; Mutación importante en el desarrollo de otros procesos, ya de orden físico, ya históricos o espirituales; Situación de un asunto o proceso cuando está en duda la continuación, modificación o cese; Momento decisivo de un negocio grave y de consecuencias importantes; Juicio que se hace de algo después de haberlo examinado cuidadosamente; Escasez, carestía; Situación dificultosa o complicada.”

Cuando la referencia es a crisis económicas hay al menos tres vertientes: las que explican el cambio brusco por el subconsumo; las que ven el momento decisivo por la sobreproducción y las que ven la situación dificultosa a partir de las teorías del ciclo, como un elemento recurrente cada cierto tiempo. Hay ciclos cortos y ciclos largos de diversas características. Para entender esta crisis hay que mirar el ciclo largo de Kondratieff [1], la sobre producción en Estados Unidos, el subconsumo en Asia, y la variable cambio tecnológico. Esta crisis también puede ser vista como una crisis de relevo para ponerlo en términos de Carlota Pérez [2], donde la tecnología de la información introducida en los años 70 recién va a masificarse.

En la etapa del despliegue tecnológico, que va de los años 70 a los primeros años del siglo XXI, la rentabilidad de los innovadores era muy baja o negativa y buscaron las utilidades a partir de la financiarización de los balances. Las empresas, en esta etapa, sacan sus utilidades del modo como manejan sus saldos de dinero y no de la tecnología que están introduciendo e innovando porque la velocidad de las innovaciones se come su rentabilidad, argumenta Ugarteche [3]. Concluye Pérez que cuando la financiarización se convierte en maníaca, por usar un término de Kindleberger [4], termina. O por decirlo, en términos de Minsky [5], en la etapa del despliegue los financistas están tranquilos y asumen progresivamente más riesgo al tiempo que se requiere de más capital para masificar las tecnologías recién innovadas. Esta combinación de empresas que necesitan financiarizar sus balances para compensar su falta de utilidades y la actitud riesgosa de los financistas en algún momento revienta. Lo hace cuando la producción y los precios caminan por senderos inversos.

En la etapa más reciente, en los Estados Unidos esto ocurrió primero en los años 2000 – 2003 cuando la producción de bienes tecnológicos crecía y los precios de las

acciones de bienes tecnológicos caían. El segundo momento fue cuando el PBI de la construcción en Estados Unidos se contrajo a partir de 2004 y los precios de las viviendas se incrementaron de forma irracional. Los empresarios de la construcción no sacaban sus utilidades de la producción de viviendas sino de los precios exorbitantes que el mercado estaba dispuesto a pagar aunque muchas casas quedaran sin venderse. Esto, a su vez, fue el reflejo de tasas de interés nulas o negativas para reactivar la economía estadounidense a partir del 2001 y de la breve reactivación que tuvo dicha economía como fruto de la invasión a Irak en marzo del 2003. Los compradores tomaban hipotecas con tasas de interés cercanas a cero y sin enganche, de forma que el integro del riesgo lo asumía el banco hipotecario. El banco hipotecario a su vez le vendía la hipoteca a un banco de inversión que lo colocaba en un fondo de cobertura para emitir bonos, y de este modo se fue potenciando el mercado financiero.

Es notable la falta de crecimiento de la economía de los Estados Unidos en la primera década del siglo XXI cuando el déficit fiscal fue incrementado para empujar una política bélica y de seguridad contra enemigos varios. El gobierno de los Estados Unidos ha fomentado la creación de una conciencia de que Occidente está asediado por fuerzas del mal, esencialmente musulmanas, y mediante eso ha transformado tanto la política exterior, como la migratoria y, además su política económica. En la etapa de la caída del crecimiento de la economía mayor –entre el segundo trimestre del 2004 y el tercer trimestre del 2008– se produjo un auge en los precios de las materias primas explicado en parte por la financiarización de dicho mercado y en parte por el dinamismo del mercado asiático. No es evidente aún cuánto aportó cada parte y éstas dependerán de las explicaciones que se van a dar más adelante.

Los acontecimientos se precipitaron en septiembre del año 2008 cuando se hizo evidente que la banca de inversión en Estados Unidos estaba quebrada y que se podría llevar consigo a todos los fondos de pensiones del mundo.

### **El rescate bancario estadounidense**

El viernes 19 de septiembre del 2008, el secretario del Tesoro estadounidense, Hank Paulson, conminó al Congreso de su país a autorizarlo a usar 700,000 millones de dólares para la compra de activos financieros en manos de la banca y con el poder discrecional para hacerlo sin preguntas ni rendición de cuentas. A esas alturas, la banca de inversión ya había desaparecido y se habían transformado en holdings bancarios. Estos son los casos de Morgan Stanley y de Goldman Sachs. El Plan Paulson aparece luego de que nacionalizaran, en un 80%, Fannie Mae y Freddie Mac, las dos instituciones de garantías hipotecarias más grandes de Estados Unidos. Luego también de la nacionalización de la compañía de seguros más grande de ese país, AIG, y de la quiebra de Lehman Brothers. En todos estos casos, el gobierno estadounidense ha tomado posesión de la propiedad del ente que está rescatando o la administración de los activos que hay que liquidar. La propuesta de un fondo bancario para el rescate de activos financieros (FOBAPROA por sus siglas en español), muy parecida a la mejicana de 1995 y distinta de lo que hicieron cuando nacionalizaron. En el nuevo esquema de Paulson, el Estado compra los activos sin tomar control de los bancos quebrados y más bien alivia la situación de estos al inyectarle fondos mediante estas compras. De esta forma lo más importante es el precio al cual el Estado compra los activos y el precio al cual los vende. En particular si se los vende de regreso a los mismos bancos (créditos) y a los mismos inversionistas (acciones). Por ejemplo, si el Estado compra a valor en

libros un activo financiero que en el mercado vale 5% del valor en libros, y luego se los regresa a los mismos, traslada 95% del valor del activo, del Estado a los banqueros. Por esto es que los rescates bancarios de esta naturaleza son vistos con sospecha.

La oposición a este Plan ha surgido desde la calle y desde el mundo académico. La calle dice “porqué vamos a rescatar a los banqueros ricos” y los académicos dicen “porqué vamos a rescatar a bancos antes de haber hecho las tareas de ajustar la economía y de contener el consumo”. También dicen “el mercado funciona y hay que dejarlo que funcione o estaremos trasladando un problema de hoy a la próxima generación y frenando el crecimiento económico de los próximos años con mayores impuestos” La crisis financiera estadounidense y el Plan Paulson ha desatado pasiones hasta en las calles en centenares de ciudades de dicho país con la ciudadanía oponiéndose abiertamente. A la postre, la aprobación permite la compra de acciones en los bancos, sin derecho a voto, dice Bush, para permitir que el mercado funcione. Estas intervenciones agregadas han dado lugar a que Alberto Graña [6] en Lima y Nouriel Roubini en Nueva York hablen del socialismo estadounidense promovido por Bush. Lo que sabemos se hizo evidente, la teoría del mercado se fue por el desagüe.

### **¿Quién es Paulson?**

Con información de cuando Bush propuso a Hank Paulson, sabemos que el actual secretario del Tesoro es el ex presidente ejecutivo de Goldman Sachs, el banco de inversión más grande de Wall Street y el que más funcionarios de alto nivel ha dado a los gobiernos del país del norte en los últimos años. El ex secretario del Tesoro, Robert Rubin también venía de Goldman Sachs así como el actual gobernador del estado de Nueva Jersey. Paulson fue presentado por Bush como un hombre que durante ocho años fue presidente ejecutivo de Goldman Sachs y que fue funcionario allí toda su vida desde 1974. Es un banquero de inversión puro y duro. Según Bloomberg, Paulson ganó 38 millones de dólares en el año 2005 y otros tantos en el 2006 antes de ser secretario del Tesoro. Bloomberg dice que tiene 3.2 millones de acciones de Goldman Sachs que valen más de 400 millones de dólares y otras fuentes ponen su patrimonio total en 700 millones de dólares.

Hank Paulson fue nombrado por Bush quien dijo entonces: “Paulson comparte mi filosofía que la economía próspera cuando confiamos en los americanos para ahorrar, gastar e invertir su dinero como ellos tienen a bien... También entiende que el gobierno debería gastar el dinero de los contribuyentes sabiamente o no hacerlo en lo absoluto. Él trabajará estrechamente con el Congreso para ayudar a refrenar el apetito de gastos del gobierno federal y nos mantendrá sobre la pista para lograr nuestro objetivo de cortar el déficit en la mitad hacia 2009.” [7]

Finalmente dijo Bush “Como uno de los ejecutivos más prominentes de los Estados Unidos de América, ha sido una voz fuerte y constante para la responsabilidad corporativa. Cuando los escándalos corporativos se rompieron –Enron, World Com, Arthur Andersen–, Hank mostró su mando y carácter por pedir las reformas que reforzarían el modo en que las empresas son administradas y mejorar sus contabilidades. Y como ministro de economía y hacienda, traerá aquellas altas normas a uno de los puestos más importantes en Washington”.

### **El impasse**

La campaña hecha por Bush y Paulson sobre la urgencia de pasar la ley que le permitiría al Secretario del Tesoro manejar 700,000 millones de dólares libremente sin explicaciones y con inmunidad, se asemeja a la campaña para hacer la guerra contra Irak, porque, igual que aquella, urgía y debía hacerse sin titubeos, según la prensa estadounidense. Esta última, dice, además, que se equivocaron entonces y que ahora no se pueden volver a equivocar. Darle a un banquero de inversión, que es accionista en un banco, dinero en efectivo para que invierta sin explicaciones, es no solo alimentar el conflicto de intereses y la corrupción de alto nivel sino además una estafa a los contribuyentes. Que la banca quiebre y que los mercados funcionen o que nacionalicen los bancos, pero de ningún modo que permitan el desenlace de lo que es un traslado de riqueza de los pobres a los ricos otra vez, como se vio antes en América Latina en la última parte de los años 90, era la consigna. Ganaron Paulson y su plan.

### **Cuando se aprobó el rescate financiero, las bolsas se desplomaron**

El Plan Paulson de rescate financiero de bancos fue aprobado tras muchas discusiones el viernes 3 de octubre del 2008. Como se recordará, el Plan fue visto adversamente al inicio de la semana cuando se identificó al secretario del Tesoro como juez y parte del rescate al ser parte de la argolla de Wall Street de banqueros de inversión, hoy quebrados y con sus carteras en proceso de rescate.

El gobierno de Bush puso como una prioridad nacional la aprobación del plan de rescate de 700 mil millones de dólares, equivalente al 5% del PBI de los Estados Unidos. Proporcionalmente, fue la cuarta parte del rescate bancario mexicano de 1995 cuando el gobierno mexicano compró cartera bancaria por 20% del PBI que sumaba 120,000 millones de dólares. La esperanza del plan de rescate era que cambiara el ánimo en la bolsa de valores y que se recuperaría la confianza en la economía para retornar a un sendero de inversión más estable. Esto, sin embargo, la tarde del viernes 3 de octubre no se vio. Al contrario de la expectativa, las bolsas cayeron fuertemente y la semana del 29 de septiembre al 3 de octubre del 2008 podría ser recordada como la peor semana de la bolsa de valores desde el ataque del 11 de septiembre del 2001 y quizás comparable a la de octubre de 1987. Solo fue rebasada por la semana siguiente que es análoga a la semana de octubre de 1929.

Hay dos elementos nuevos en la reacción del viernes 3 de octubre. El primero es que hay un reconocimiento de parte de los analistas que la caída de la bolsa está afectando a los jubilados quienes están retirando su dinero de la bolsa en la medida en que lo puedan hacer. Esto, lo que implica río abajo, es que puede haber una retracción de la demanda de parte de la población jubilada que en Estados Unidos es una parte sustantiva de la población total.

El segundo elemento es que llegó a casa la noticia de que el empleo está en la peor situación desde 1982. Este dato es muy malo y vaticina un futuro muy complicado porque hasta la fecha la información económica había estado siendo manejada con cierto doble rasero y de forma poco transparente al no querer reconocer la existencia de una recesión en el año electoral. Inclusive los anuncios de crecimiento económico trimestral han sido sobre estimados todos los trimestres desde mediados del 2007 y luego de dos trimestres recién se los reajusta a lo que es la verdad – ojalá–. Lo mismo ocurrió con el índice de precios que en una de sus versiones no incluye ni petróleo ni alimentos que fue lo que más subió. Lentamente la realidad económica está emergiendo y se va dibujando una recesión de grandes

proporciones. Hay que recordar, además, que el dato de desempleo en los Estados Unidos dice relativamente poco porque los trabajadores ilegales son una gran parte de la población empleada y porque un desempleado deja de serlo tras un año de buscar empleo sin éxito. Cuando deja de buscar empleo, deja de ser desempleado y deja de ser parte de la población económicamente activa, al margen de la edad. Los inversionistas creen que el rescate es insuficiente y los agentes económicos piensan que la economía estadounidense está en una peor situación que la que se quiere reconocer.

### **Tras el Plan Paulson, llegó el pánico**

Tras haberse jugado Bush su virilidad en la aprobación de un paquete de rescate bancario de 700,000 millones de dólares que deja en las manos de Hank Paulson secretario del Tesoro y ex presidente de Goldman Sachs, el rescate de Goldman Sachs y Morgan Stanley, así como de otros bancos en sus operaciones de derivados crediticios, esencialmente seguros contra hipotecas impagas, el mercado consideró que esto fue insuficiente. La reacción al anuncio de la aprobación del paquete del Plan Paulson fue un desplome en el mercado de Nueva York, en ese momento todavía activo. Las noticias que siguieron el sábado 4 de octubre de que el Hypo Bank (alemán) estaba por quebrar, requirió de un rescate de 70 mil millones de dólares. Y la reunión de la cumbre de jefes de Estado de Alemania, Francia, Italia y Gran Bretaña, el domingo 5, donde acordaron no tener un esquema análogo al Plan Paulson, llevó a una caída brusca de las bolsas asiáticas de 4.5%, las primeras en abrir en la semana, ya que lo hacen el domingo en hora del hemisferio occidental. Esto fue seguido por un derrumbe en las bolsas europeas que abrieron el lunes 6 de octubre a la baja y siguieron derrumbándose otro 4.5% en medio de noticias alarmantes sobre la caída de la demanda de automóviles.

Octubre es el mes de las grandes crisis financieras. La de 1827, la de 1872, la de 1929, la de 1987 y la del 2008 ocurrieron en octubre. Las pérdidas en las bolsas alrededor del mundo de esa semana de octubre fueron iguales a las pérdidas de todo el año anterior cuando comenzó el declive. La razón de que sea octubre es que la información sobre la economía estadounidense se actualiza cada tres meses y la última información antes del cierre del año sale a fines de septiembre, por eso son en octubre. Este año la noticia fue que la suma de pérdida de empleos del año es de 800,000 puestos de trabajo y que hay una caída en la demanda automotriz de más de dos dígitos. La tasa de crecimiento fue menor que la esperada y la de inflación creciente. Por todo esto, más los problemas de los bancos que han quebrado y cambiado de manos entre la última quincena de septiembre e inicios de octubre, octubre del 2008 será recordado en los libros de la historia financiera [8]. Y aún falta la noticia de ingresos y gastos de personas que debía salir publicada el 29 de septiembre y no ha sido hecha pública al momento de la redacción. (26 de octubre de 2008)

Desde octubre del 2007, en que los índices de bolsa comenzaron a caer, se supo que se entraba en una situación financiera crítica. Cuán crítica era la pregunta que todos se hacían. La otra pregunta era si tendría relación con el sector real o no. Primero fue que las hipotecas no estaban siendo pagadas a tiempo, luego fue que los derivados crediticios, diseñados para cubrir a los poseedores de hipotecas en caso de incumplimiento, fallaron. Los montos asegurados eran mucho mayores que lo que podía cubrir realísticamente porque en el diseño del instrumento no estaba un cese de pagos masivo. A esto le siguió la quiebra del banco IndyMac en California en julio del 2008. Siete bancos colapsaron en el año 2007 y hasta la fecha, 12 en el

2008 en Estados Unidos, en Inglaterra se nacionalizaron dos, en Islandia todos, y en Alemania ninguno. Desapareció la venerable banca de inversión completa llevándose consigo a Merrill Lynch, cuyo edificio es esencia de Wall Street, Lehman Brothers, el más antiguo de todos, y las divisiones de banca de inversión de Citibank y de UBS. Hay veinte bancos expuestos a los riesgos de los derivados crediticios relacionados a hipotecas. Diez de estos han desaparecido. Faltan los otros diez que incluyen a UBS de Suiza, Deutsche Bank de Alemania, Barclays de Inglaterra entre los más vistos. Citibank y Bank of America junto con JP Morgan están en esta lista y fueron parte de la idea de Paulson de rescatar bancos.

Mientras la crisis se desarrolla, la tasa de interés interbancaria de Londres, LIBOR, ha llegado a un record histórico porque el crédito interbancario se ha secado ante la incertidumbre sobre garantías, dejando el funcionamiento del sistema atascado mientras que el manejo de las tasas de interés por el FED estadounidense ha sido de reducción. La tasa de interés real en Estados Unidos está en  $-4\%$  si consideramos  $5.5\%$  de inflación en el país del norte. No obstante esto, los bancos no le prestan a otros bancos y el LIBOR está en niveles record. Sin créditos no hay ventas en el mundo moderno, y devolver créditos sin renovarlos, descapitalizará las empresas. El comercio internacional en este contexto se frena abruptamente al no poder abrirse cartas de crédito. Las empresas que sobrevivan serán más fuertes en el futuro y se regresará a un orden económico más real. La etapa del auge maniaco descrito por Kindleberger terminó y pasamos al pánico. “Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras” es lectura obligada hoy día. También lo es el capítulo 24 del tercer tomo del Capital de Marx que ha recuperado vigencia al analizar el proceso mediante el cual ocurren estas crisis.

### **El contagio**

Para terminar con la interrogante de cómo se contagian las bolsas podemos auscultar varios aspectos. Una primera evidencia es que donde hay bolsas de valores, los agentes internacionales retiran sus inversiones al mismo tiempo que lo hacen de las bolsas mayores. De esta forma todas las bolsas caen en simultáneo. Esto es lo más sistémico y más evidente de la crisis.

En segundo lugar, si los bancos utilizan acciones como garantías para préstamos bancarios, de pronto, éstos se encuentran sobreexposados en relación al tamaño de las garantías. Entonces quiebran. Aquí radica la importancia de tener regulaciones bancarias que impidan el uso de acciones como garantías crediticias de forma irrestricta.

En tercer lugar, si los bancos ingresan al mercado de derivados crediticios por ser rentable, sin duda, al ser un problema masivo el de las hipotecas, y los derivados en cierta parte importante estar relacionados a ellas, entonces éstos quiebran. En líneas generales los bancos latinoamericanos, medio orientales y asiáticos no entraron en derivados ni tampoco los africanos. En cambio, hay empresas muy grandes en todo el mundo que entraron en derivados y que se verán muy afectados. En México quebró la Comercial Mexicana por esta razón, por ejemplo.

En cuarto lugar, cuando sube la tasa de interés interbancaria en dólares, presiona a todos los agentes bancarios que operan en esa moneda. En la medida en que utilizan las líneas en euros o en otras monedas hay mucha menos presión o no hay presión. Para los bancos que utilizan líneas de crédito en dólares, la tasa de interés puede subir, como pasó en 1998, llevando entonces a una crisis bancaria en todo el

mundo al quebrarse las cadenas de pagos por el alto costo del dinero. Ahora la cadena de pagos se ha roto en los Estados Unidos y esto no ha repercutido aún masivamente en el resto del mundo. Lo que ha repercutido en Europa sobre todo es la caída de las hipotecas y los derivados vinculados a ellas. Esto se está llevando a bancos ingleses, alemanes e islandeses y posiblemente suizos que invirtieron en esos instrumentos. La crisis parece global pero es de Estados Unidos.

En quinto lugar, río abajo, los efectos inflacionarios de los aumentos desmesurados de liquidez en la economía estadounidense llevarán a un alza en las tasa de interés. Esto no lo puede hacer el FED en el año 2008 porque precipitaría una crisis aún más profunda pero lo tendrá que hacer en el 2009 en algún momento. Cuando esa alza ocurra, llegará a ser positiva, es decir por encima de la tasa de inflación, en dos o tres puntos y eso va a afectar la tasa de crecimiento de todos en la medida en que estemos enganchados al mercado crediticio en dólares. En ese momento se producirá la desaceleración global, no antes.

Para Ecuador, Panamá y El Salvador, este puede ser un buen momento para desdolarizarse, porque el dólar les puede traer más inflación y problemas bancarios que operar en su propia moneda. Jorge Granda (2008) hace ese análisis para Ecuador de forma convincente [9]. En este marco de pánico lo que está claro es que la mejor moneda es la propia en América del Sur, y que las economías más insertas a los Estados Unidos van a sentir más pesadamente el contagio de la crisis, es decir Canadá, México y Centroamérica.

### **El efecto jazz y el tipo de cambio**

Finalmente, hay una carrera a favor del dólar, que le ha llevado a revaluarse hasta 1.26 dólares por euro desde su pico de 1.60. El argumento de los analistas estadounidenses es que su economía está sólida y es la moneda más sólida del mundo. En realidad lo que está pasando es que los agentes desde Estados Unidos están vendiendo sus posiciones en las bolsas alrededor del mundo y poniendo ese dinero en dólares junto con posiblemente la actuación del fondo de estabilización monetario establecido en 1936 para estos casos. La economía de los Estados Unidos puede entrar en una profunda recesión acompañada de una inflación importante.

Usando las mismas categorías de análisis que se han utilizado en el pasado para ver la propagación de la crisis cambiaria mexicana, o argentina o la de la bolsa y cambiaria tailandesa de 1997 ahora se puede bautizar al efecto de contagio que emerge de la crisis de bolsa estadounidense como el “efecto jazz”. Este fue el nombre que le puso en octubre la jefa de Estado argentina en Nueva York. A diferencia de las crisis anteriormente nombradas, la estadounidense es, según la prensa de ese país, una crisis global. No lo es. Es una crisis estadounidense que tiene un contagio a instituciones que compraron derivados créditos que aseguran contra el impago de hipotecas. Eso ha generado un problema de quiebras de bancos de inversión que llevará eventualmente a la eliminación de dichos instrumentos del mercado, como ya han sido eliminados del mercado los bancos de inversión como categoría.

El “lunes negro” del 2008, 6 de octubre, comenzó el viernes 3 en la tarde en Nueva York tras el anuncio del rescate bancario que todos identificaron con la necesidad de rescatar a Goldman Sachs y Morgan Stanley, bancos de inversión grandes donde el secretario del Tesoro Paulson tiene intereses. Lo que ocurrió, aparentemente, es

que dada la sequía del mercado de papeles comerciales, instrumentos de crédito de corto plazo emitidos por empresas y vendidos en bolsa, los agentes que están en el mercado consideraron que era muy poco y muy tarde. El esquema no fue diseñado para comprar papeles comerciales de empresas sino para rescatar a los bancos de inversión de sus posiciones en derivados crediticios vinculados a hipotecas.

Ese desencanto generó una estampida de la bolsa de Nueva York que fue contagiado a las bolsas asiática y europea, y regresó el lunes 6 a contagiar generalizadamente a todas las bolsas del mundo. Junto con el contagio del pánico estuvo el efecto sobre el tipo de cambio. Al salir de las bolsas, los agentes pasan de moneda nacional a dólares y eso produjo una devaluación de todas las monedas del mundo ante el dólar estadounidense que trae la imagen distorsionada de una moneda fuerte cuando es evidente que no lo es. El mercado de Nueva York medido en el índice Dow Jones, cayó 800 puntos, casi 8% en la sesión del día 6 de octubre y tuvo una recuperación al final del día cuando el mercado fue claramente intervenido. El equipo de prevención de crisis formado por el Tesoro, el FED, algunos bancos y la Casa Blanca hicieron intervenciones para evitar caídas catastróficas. Era evidente que de no intervenir cerrarían con 10% de pérdidas y el mercado tendría que suspender operaciones, cosa que ocurrió en Buenos Aires, San Pablo, Moscú y México, por nombrar algunas.

### **Cómo, cuándo y dónde comenzó esta parte de la crisis**

Las bolsas de valores dieron la vuelta y cambiaron su tendencia en octubre del año 2007 cuando fue evidente que la burbuja de bienes raíces de los Estados Unidos era insostenible y algunos bancos hipotecarios o fondos de inversión que habían comprado hipotecas reconocieron que tenían entre manos una cartera de créditos de mala calidad. Con cuotas iniciales muy bajas y calificación de riesgo crediticio muy laxo, se vendieron bienes raíces entre los años 2004 y 2007 mientras el PBI de construcción en los Estados Unidos se contraía a tasas de hasta 20% anuales. Es decir que en un estancamiento de la actividad de construcción, los agentes financieros vendían viviendas a cualquiera sin cuota inicial y sin calificar su riesgo crediticio. Eso alimentó la burbuja de precios de bienes raíces pero era irreal. Cuando creció en exceso reventó la burbuja en octubre del 2007 y todas las bolsas del mundo se vieron contagiadas del cambio de ánimo. Esto no significa que las actividades del sector real de Argentina, Brasil o Rusia sean hoy menos rentables ni que los inversionistas de Estados Unidos se retiraron de los mercados, primero lentamente, y luego más rápidamente hasta que les dio pánico y salieron fugados el lunes 7.

En los propios mercados llamados emergentes los agentes nacionales siguieron la tendencia de los internacionales y vendieron, llevando a una acentuación de la tendencia neoyorkina. El efecto jazz ha sido entonces sobre los mercados de valores y sobre los tipos de cambio al salir de las monedas nacionales y pasarse a dólares sobre todo los agentes extranjeros. Esto pudo haber sido una catástrofe generada por las posturas de los inversionistas institucionales estadounidenses en los mercados emergentes. No lo fue, es decir cayeron las bolsas pero no se produjo una corrida cambiaria, por la intervención de todos los bancos centrales para evitarlo inyectando liquidez al sistema.

### **Lo que estamos aprendiendo en la crisis financiera del 2008**

La crisis financiera del 2008, la mayor de todas las crisis financieras desde hace casi ocho décadas tiene elementos de los que hay que sacar lecciones. Cuando se trató de la crisis de México en 1995 al contagio que produjo se le llamó “Efecto Tequila”, y tenía sabor a resaca. Cuando se trató de la crisis de Tailandia y de Asia, de Rusia, de Brasil y de Argentina, se les llamó contagios, aunque recordamos el “Efecto tango” y el “Efecto samba”. Cuando se trató de la llamada crisis de las dot.com o crisis de las tecnológicas, no hubo ninguna mención de contagio. Estados Unidos no contagiaba, era la idea. Los contagios eran de bolsas infectadas no de bolsas sólidas. La moneda era esencial para el contagio vía las devaluaciones bruscas. En la visión de los analistas anglosajones el dólar no se puede devaluar porque el mundo se relaciona con el dólar. Entonces lo que ocurría eran apreciaciones frente al dólar.

En esta crisis hemos aprendido que para los analistas anglosajones cuando se trata de una crisis mayor de bolsa de Estados Unidos, aunada a problemas en la economía, entonces no hay contagio sino que se le llama “crisis global”. La quiebra de la banca de inversión estadounidense y el arrastre de esto sobre las bolsas de valores es “una crisis global”. No hay contagio sino algo malo en general. Quizás lo que esté malo en general es que todas las bolsas se abrieron para permitir inversionistas del exterior y que cuando éstos se retiran de la bolsa de Nueva York, se retiran de todas las bolsas al mismo tiempo. Esto es acentuado por los actores nacionales que siguen la tendencia.

Lo segundo que estamos aprendiendo es el uso de la palabra “mundial”. Se habla de una crisis bancaria mundial. Hay una crisis bancaria –de inversión, arrastrada por inversiones en derivados crediticios vinculados a hipotecas– en Estados Unidos, España, Irlanda, Alemania, Gran Bretaña e Islandia. Esto es una “crisis bancaria mundial” que requiere del rescate inmediato para evitar el “colapso mundial”. Durante la segunda guerra mundial, los europeos entraron en guerra entre ellos y luego el mundo tomó posiciones. Ese fue un sentido de “mundial”. En el béisbol, hay la “serie mundial” que es básicamente Estados Unidos, México, el Caribe y Japón. Cuando hoy se habla de crisis mundial la referencia es a una crisis estadounidense que se ha contagiado a aquellos países con bancos que han estado más expuestos a derivados crediticios vinculados a las hipotecas y cuyos sistemas bancarios han estado aún más desregulados a la americana.

Tercero, cuando el pánico financiero opera, los inversionistas salen de la bolsa de Nueva York, madre de todas las bolsas del mundo y se retiran de todo el resto de las bolsas presionando sobre los tipos de cambio de todo el mundo. Si los bancos centrales no intervienen se puede producir un alza brusca de los tipos de cambio y generar pánico en el mercado de divisas. Si los bancos centrales intervienen, deben estar dispuestos a perder una porción significativa de las reservas con el objetivo que el impacto inflacionario e una devaluación no llegue a la economía nacional.

Cuarto, cuando los inversionistas estadounidenses esencialmente se retiran de los mercados del resto del mundo, venden moneda nacional en el resto del mundo y compran dólares de Estados Unidos para regresar a casa mientras piensan donde y cómo colocan ese dinero mientras pasa la crisis. Eso da el espejismo de un dólar fuerte por un periodo. Como es absurdo un dólar fuerte en una crisis financiera que comienza en Estados Unidos, en el siguiente momento, los agentes venderán el dólar y comprarán monedas más sólidas como el yen, el yuan o eventualmente algunas latinoamericanas y por supuesto, oro. El momento cumbre del tsunami

cambiario es cuando el dólar aparece fuerte en medio de la crisis. Luego viene el temblor cambiario real del dólar, moneda de la economía que tiene el problema.

Quinto, cuando hay una crisis bancaria en el mundo que no incluye al G7, son crisis menores. Como efecto de la desregulación bancaria de 1990–92 América Latina se sumió en una crisis bancaria descomunal cuando ocurrió la crisis asiática y el crédito interbancario sufrió un alza en la tasa de interés. El efecto fue la quiebra masiva de bancos entre 1998 y 2002 en toda América Latina menos México donde ya se había pasado por la quiebra masiva en 1995. Fruto de esas quiebras las regulaciones se fortalecieron y los requisitos de capital se aumentaron.

Entonces aprendimos que los bancos trasnacionales dejan de serlo cuando hay una crisis y que cuando una sucursal quiebra, quien debe salvarlo es el gobierno del país y no la casa matriz. Es decir un banco trasnacional es la mejor inversión, ganas cuando ganas y cuando pierdes en un país, ellos –el gobierno de ese país– te rescata. Las ventajas para un país de tener banca trasnacional entonces quedó matizado.

Sexto, cuando en medio de los vaivenes de México en 1995 se discutió la necesidad de autorregulación bancaria y de auto supervisión, y se organizó lo que se conoce como Basilea 2, quedó puesto en evidencia primero que el FMI no servía para nada y segundo que los bancos podrían regularse de forma voluntaria, levantar sus requerimientos de capital, moderar sus riesgos, y sobre todo, tener carteras de inversión diversificadas alrededor del mundo para tener estabilidad. Lo que la crisis del 2008 ha mostrado es que bajo este paraguas, se terminó de desregular la banca en los Estados Unidos permitiéndosele unir a la banca de inversión con la banca comercial y a éstos se les permitió actuar en todos los mercados del mundo con un producto tóxico que son los derivados crediticios. Nadie se refiere a los derivados crediticios hoy por su nombre sino únicamente como “Toxic waste” (desecho toxico). Quien más lo hace es el hombre que seguramente más promovió dicho mercado, el ex presidente de Goldman Sachs y hoy secretario del Tesoro encargado de rescatar a los bancos, Hank Paulson.

Séptimo, el ingenioso concepto de que todo tiene un mercado y por lo tanto, un crédito no es un activo bancario sino un título valor que puede ser vendido, llevó a que los bancos comerciales se dedicaran a prestar dinero para hipotecas, entre otras cosas, y luego las vendieran como títulos valor.

Las ganancias del banco están en las comisiones por emitir la hipoteca, o la garantía en los casos de otras operaciones colateralizadas. El banco comercial no asume su riesgo crediticio. Muy ingenioso. Luego el concepto de que un banco de inversión, que administra fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos de cobertura diversos, los podría comprar fue aún más sensacional. Estos no habían prestado sino que invertían en un título valor en el mercado.

Aún más ingenioso fue crear un mecanismo de seguro que podría cubrir la eventualidad de un impago. Cobrando una prima ínfima por el seguro basada en la probabilidad del impago, en operaciones que las casas de calificación de riesgo han aprobado y tipificado como libre de todo riesgo, era una operación que generaría a las compañías de seguros que entraran a ese mercado, una lonja de riqueza. La idea que ese seguro podría ser vendido como un título valor que los bancos de inversión podrían comprar o que los bancos hipotecarios podrían comprar como parte de su cartera de inversiones fue aún más ingenioso.

Finalmente, el concepto que ese título valor se podría preñar al igual que todos los demás títulos valor para tomar préstamos para poder comprar más derivados financieros, fue sencillamente la cúspide de la genialidad financiera. Detrás de toda esa genialidad probabilística modelada con modelos basados en la física –porque los mercados funcionan como las ondas sonoras– estuvo la automatización de los mercados. La mano del hombre podría quebrar la perfección de todo este ingenio moderno que servía para brindar ganancias a los inversionistas –fondos de cobertura, fondos de pensiones, fondos de inversión, etc. –. Y de pronto alguien tomó consciencia que detrás de todo este mercado financiero muy sofisticado, operado automáticamente, había una casa como garantía hipotecaria y que si el precio de esa casa bajaba, las garantías se quedaban sin respaldo y el sistema se caía. Y se cayó con la ayuda de los sistemas automatizados.

La octava lección es que cuando todos los mercados de valores están interconectados, todos los mercados se caen juntos y los sistemas nacionales que redujeron la irracionalidad del mercado mayor, se caen más bruscamente que los otros. Aquellos que mantuvieron a sus sistemas financieros más regulados y mejor capitalizados resienten el efecto mucho menos. Aquellos donde no se hicieron inversiones en derivados financieros, quedan inmunes. Las compañías de seguros que compraron los derivados, quebraron, en Estados Unidos, en Japón y en Inglaterra.

La novena lección es que el retiro simultáneo de las bolsas de valores de los inversionistas institucionales estadounidenses, sobre todo, lleva a la venta de moneda nacional y la compra de dólares, con lo que se da la paradoja que el tipo de cambio del dólar, la moneda del país que tiene el problema económico y que lo ha contagiado, se fortalece. Ese es un espejismo mientras se retorna a un punto de equilibrio cambiario para cerrar el déficit externo estadounidense. Mientras tanto, otros agentes venden monedas nacionales porque ven en la revaluación del dólar una actividad más rentable. Hay una explicación absurda en la literatura periodística analítica que afirma que es una fuga a la calidad, que los inversionistas alrededor del mundo compran bonos del tesoro de los Estados Unidos porque es lo más seguro y por eso el tipo de cambio se fortalece en dólares. Es absurdo porque comprar papeles de deuda de un país sobre endeudado y estancado es siempre riesgoso. Ya hay advertencias en esa dirección [10].

La décima lección es que los mercados de valores no significan lo mismo para todas las economías y lo que es devastador en la economía estadounidense por el tamaño de su bolsa es mucho menor en economías donde la profundización financiera no es significativa.

Hemos aprendido que donde hubo compras de derivados crediticios como en Irlanda, Gran Bretaña, Islandia y Alemania, hay crisis bancaria propiamente. Los bancos hipotecarios fueron los que compraron los derivados crediticios relacionados a las hipotecas. También los bancos de inversión. Es momento de tener salvaguardas como encajes a los depósitos de corto plazo para evitar el impacto cambiario del efecto jazz. La caída del tipo de cambio brasileño de 1.60 a 2.18 reales por dólar es efecto de esto. Es donde más ha caído en América Latina. Finalmente, aunque el pánico ya pasó, en los escombros de la semana del 6 al 10 de octubre yacen fondos de pensiones, AFPs, AFORES, y todos los sistemas de pensiones privados basados en inversiones en bolsa. Donde más efecto monetario tuvo fue en Estados Unidos donde la bolsa se ha caído en total 30% desde octubre de 2007 pero también en América Latina, Europa del Este, Asia y África. Esto tiene

que obligar a repensar los sistemas de pensiones antes que los problemas sociales generados por ancianos de clase media empobrecidos nos acompañen.

La lección final es que la ansiedad por tener ganancias financieras alejadas de la producción y la creencia que eso podría permanecer de forma estable culmina cuando es evidente que todo tiene un precio en esta vida y que no hay ganancias sin riesgos. En ese momento regresa el Estado a salvar, rescatar y luego regular y nacionalizar y se vuelve a teorías económicas más vinculadas a la producción y la distribución y menos al intercambio. Del libre cambismo de Marshall y Pigou pasamos a Keynes y de Hayek, el Consenso de Washington y Mont Pelerin pasaremos a bancos comerciales que asuman sus riesgos, sistemas regulados globalmente, una legislación financiera global, y sobre todo, un banco central global y una supervisora de bancos global. El mercado perfecto, la ley de un solo precio y el equilibrio general, como conceptos para comprender la economía han muerto, y con ella Basilea 2, la idea de las reguladoras de propiedad de los regulados, las empresas auditoras que rinden cuentas a sus auditados y que no son supervisados globalmente. El Consenso de Washington yace en un campo afuera del cementerio religioso, como los suicidas, aunque los funcionarios que han salido del Banco Mundial hayan entrado a trabajar al Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y tengan como misión esas políticas para ONEUN –UNAONU–, la política de Naciones Unidas para homogenizar a sus instituciones.

### **A dónde vamos**

Las bajadas dramáticas en las bolsas en las grandes crisis –de relevo– duran alrededor de cuatro años y culminan cuando la bolsa tiene un nivel equivalente al anterior al inicio de la burbuja que lo llevó a la cima frenética. En el caso actual, el índice Dow Jones Industrial de la bolsa de Nueva York debería de regresar a 4,000 puntos análogo al desinfe de la bolsa de Tokio de 1990 a 1994, o de Nueva York mismo entre 1929 y 1932. Esto va a limpiar actividades financieras irrelevantes y sobre todo va a obligar a una nueva regulación estatal de las finanzas como las que existieron entre 1934 y 1999. Mientras tanto obligará a adoptar políticas contra cíclicas en todos los países incluidos los del G7 para intentar paliar el impacto recesivo si no es abiertamente depresivo.

Si la reactivación de los mercados en marzo de 2003 fue derivada de la invasión a Irak, la recesión estadounidense va a impactar sobre todos los mercados que regresaran a su conducta del periodo 2000–2003, con una tendencia deflacionaria. Si la reactivación de los mercados fue por un papel sustantivo del Asia en el mercado de materias primas, como dijeron entonces los analistas estadounidenses y británicos, entonces el golpe sobre el resto del mundo debería de ser menor que el impacto sobre el G7 y se buscará articulación regional de mercados para sustituir los del G7.

Lo que está en cuestión es si los Estados Unidos es el comprador de última instancia, es decir si la locomotora existe. Lo que se aprecia en Asia es que crece más cuando Estados Unidos crece menos. Eso es también cierto para América Latina en la primera década del siglo XXI y para África y Medio Oriente, Rusia y los miembros del CEI. No es verdad para México y Centroamérica, y es una verdad a medias para Europa occidental. De otro lado, si el cierre del crédito de comercio exterior es generalizado, todos estaremos envueltos en el problema.

De estas crisis mayores se sale con nuevas instituciones, con teorías económicas, con tecnologías consolidadas, y con patrones monetarios cambiados. Para los que piensan que otro mundo es posible, ahora es cuando.

---

(\*) Oscar Ugarteche es economista peruano, trabaja en el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, México, e integra la Red Latinoamericana de Deuda, Desarrollo y Derechos (Latindadd). Es presidente de ALAI e integrante del Observatorio Económico de América Latina (OBELA): [www.obela.org](http://www.obela.org). Este artículo ha sido publicado en el n° 437 de América Latina en Movimiento, un monográfico sobre la crisis financiera.

**Notas:**

- [1] Nikolai Dmitrovich Kondrat'ev, The long waves in economic life, New York, Foundation for the Study of Cycles, 1944.
- [2] Carlota Pérez, Technological revolutions and financial capital : the dynamics of bubbles and golden ages, Cheltenham, UK ; Northampton, MA, USA : E. Elgar Pub., c2002
- [3] Oscar Ugarteche, El Falso dilema: América latina en la economía global. Nueva Sociedad, Caracas, 1997.
- [4] Charles P. Kindleberger. Manias, panics, and crashes : a history of financial crises, New York : Basic Books, c1989.
- [5] Hyman P. Minsky. Can "it" happen again? : essays on instability and finance, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, c1982
- [6] Alberto Graña, "¿Socialismo en E.U.A?", 10 de setiembre, 2008, OBELA, <http://www.obela.org/node/284>
- [7] <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2006/05/20060530.html>
- [8] <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2008/gdp208f.htm>, <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2008/gdp208f.htm>,
- [9] Jorge Granda, "Inflación bajo dolarización, el caso ecuatoriano", 22 de octubre, 2008, OBELA, <http://www.obela.org/node/331>
- [10] [http://www.leap2020.eu/El-GEAB-N-28-estadisponible!-Alerta-Crisis-Sistemica-Global-Veranode-2009-Cesacion-de-pago-del-gobierno-estadounidense\\_a2262.html](http://www.leap2020.eu/El-GEAB-N-28-estadisponible!-Alerta-Crisis-Sistemica-Global-Veranode-2009-Cesacion-de-pago-del-gobierno-estadounidense_a2262.html)



Información disponible en el sitio ARCHIVO CHILE, Web del Centro Estudios "Miguel Enríquez", CEME: <http://www.archivochile.com> (Además: <http://www.archivochile.cl> y <http://www.archivochile.org> ). Si tienes documentación o información relacionada con este tema u otros del sitio, agradecemos la envíes para publicarla. (Documentos, testimonios, discursos, declaraciones, tesis, relatos caídos, información prensa, actividades de organizaciones sociales, fotos, afiches, grabaciones, etc.) Envía a: [archivochileceme@yahoo.com](mailto:archivochileceme@yahoo.com) y [ceme@archivochile.com](mailto:ceme@archivochile.com)

**NOTA:** El portal del CEME es un archivo histórico, social y político básicamente de Chile y secundariamente de América Latina. No persigue ningún fin de lucro. La versión electrónica de documentos se provee únicamente con fines de información y preferentemente educativo culturales. Cualquier reproducción destinada a otros fines deberá obtener los permisos que correspondan, porque los documentos incluidos en el portal son de propiedad

intelectual de sus autores o editores. Los contenidos de cada fuente, son de responsabilidad de sus respectivos autores, a quiénes agradecemos poder publicar su trabajo. Deseamos que los contenidos y datos de documentos o autores, se presenten de la manera más correcta posible. Por ello, si detectas algún error en la información que facilitamos, no dudes en hacernos llegar tu [sugerencia / errata..](#)

© CEME web productions 1999 -2009 