

## Capítulo 6

### La crisis financiera y económica de 2008-2009

La crisis financiera y económica que estalló en Estados Unidos en septiembre de 2008 ha tenido impactos y consecuencias de tanta profundidad que se la equipara con la Gran Depresión de los años 30. El hundimiento de bancos, bolsas y mercados inmobiliarios provocó una profunda contracción del crédito a escala mundial y ha afectado a la mayoría de las empresas del planeta. Esto trajo como consecuencia una reducción del empleo y de las inversiones en casi todos los países, así como una abrupta caída en las tasas de ganancia y un descenso en la producción y el comercio globales. No hay duda de que se trata de una enorme crisis, pero queda abierto el interrogante acerca de si es o no tan profunda y desgarradora como las mayores crisis del pasado, tema sobre el cual regresaremos al final de este capítulo.<sup>241</sup>

El colapso financiero de 2008 y 2009 fue inesperado y abrió una multitud de preguntas sobre sus causas, en especial porque explotó dentro del mercado bancario de Nueva York. Un buen número de economistas había previsto la posibilidad de que se dieran nuevas crisis en los países de la periferia, pero pocos anticiparon quiebras en el centro. ¿Por qué se produjeron pánicos y descalabros tan fuertes en los dos mercados financieros más dinámicos y estre-

chamente vinculados como Nueva York y Londres? ¿Había factores comunes que llevaron al desbarajuste en estas “capitales del capital”?<sup>242</sup> Sin duda, existían estrechos lazos financieros entre ambas, pero el tamaño colosal del colapso y su rápida difusión a todos los demás mercados sugiere la existencia de causas más amplias.

A estas alturas, resulta claro que la revolución financiera de nuestra época está íntimamente relacionada con la globalización económica y con las nuevas tecnologías de información que vinculan a los distintos mercados a través de una multitud de transacciones que se realizan a una velocidad que deslumbra. La intensificación de estos vínculos entre los bancos y otras firmas financieras en diversos países multiplica los riesgos en el caso de que estalle una crisis en los mayores mercados. Pero, además, ahora sabemos que los peligros se estaban incrementando de manera formidable desde los años 90 debido a la introducción de una batería de innovaciones financieras —los famosos *derivados*—, cuyo objetivo era diversificar los riesgos de las inversiones en acciones, hipotecas, precios de materias primas y un sinnúmero de transacciones. El principal problema consistía en que los nuevos títulos se manejaban dentro de un vasto y nuevo mercado bancario sobre el cual había muy escasa supervisión: algunos autores lo definen como un sistema bancario “alternativo” y otros lo califican de manera menos positiva como un sistema financiero “en la sombra” (*shadow banking*).<sup>243</sup> Por consiguiente, nadie sabía en realidad cuál era el auténtico valor de estas transacciones ni cuál era la naturaleza de la cadena de créditos, pese a su enorme volumen. Se trataba de un verdadero hoy negro, cuyos peligros fueron denunciados por muchos analistas pero, en la práctica, no fue regulado por los bancos centrales claves, en especial de Estados Unidos y de Gran Bretaña.

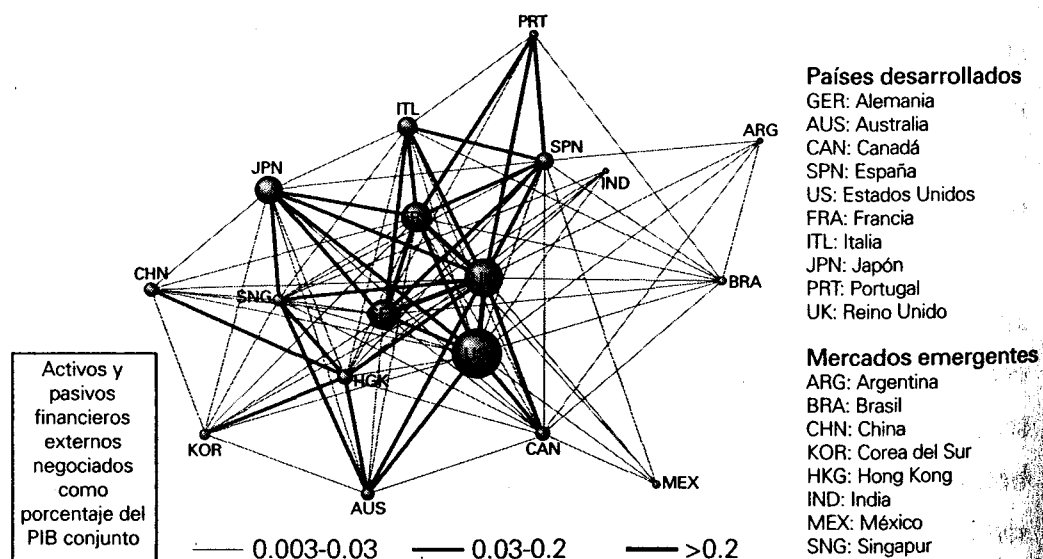
Como resultado, desde fines del milenio aumentó con rapidez el peligro potencial de un colapso *sistémico* sin que nadie pudiese anticipar la posible secuencia de fallas en los mercados. Pero de lo que no había duda es de que, debido al intenso proceso de globalización y concentración de capitales, en caso de una explosión se verían afectadas todas las principales plazas financieras del mundo. Una forma de describir la complejísima telaraña de relaciones que existía entre los centros financieros contemporáneos consiste en visualizarlos como una pequeña galaxia de soles y planetas. Como se puede observar en el Diagrama 6.1., que fue publicado por Andrew Haldane, director ejecutivo de la oficina de estabilidad financiera del Banco de Inglaterra, se ve que Estados Unidos y Gran Bretaña contenían en 2005 los dos mercados financieros de mayor importancia en el mundo, los cuales se conectan a través de una multitud de intercambios con todos los demás mercados financieros (grandes y medianos).

La metáfora del sistema gravitacional puede extenderse al ámbito financiero. El problema era que si el centro implotaba, esto afectaría a todos los demás mercados. En cambio, si colapsaba un mercado periférico o de segundo orden, era menos probable que estallase una crisis sistémica. En septiembre de 2008, sin embargo, el hundimiento de la firma Lehman Brothers, que tenía vínculos con millares de financieras, tuvo efectos devastadores, y generó una ola de pánico que provocó un congelamiento de los mercados de crédito a corto plazo. El colapso en Nueva York y Londres cimbró a todas las plazas, con lo que se inició una secuencia de pánicos bursátiles y bancarios totalmente inesperada. Los rumores de posibles quiebras de una serie de grandes bancos en Estados Unidos y Gran Bretaña fueron

seguidos en las semanas de septiembre y octubre por las noticias del hundimiento de algunos bancos en Alemania, Bélgica, Holanda, Francia y de casi todo el sistema bancario de Irlanda y de Islandia. En caso de no poder apagar el fuego en los mercados financieros, las consecuencias serían gravísimas, ya que probablemente se produciría la parálisis de las operaciones de muchas empresas comerciales y productivas en una multitud de países.

Diagrama 6.1.

Red financiera global, 2005



**Nota:** El grosor de los países (nodos) está dibujado en proporción a sus activos y pasivos financieros externos totales, mientras que el grosor de las líneas (vínculos) entre países es proporcional a la suma de activos y pasivos financieros externos negociados bilateralmente, dividida entre la suma de sus PIB.

**Fuente:** Andrew G. Haldane. "Rethinking the Financial Network" (Discurso pronunciado en la reunión de la *Financial Student Association*, Amsterdam, abril de 2009, [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf), consultado el 7 de octubre de 2009).

La crisis contemporánea ha demostrado de manera dramática que la fragilidad de los mercados era mucho mayor de lo que se suponía. Esto implica que hubo un gigantesco fallo en la previsión de riesgos. En efecto, se careció de una adecuación a las nuevas condiciones de los mercados financieros globalizados en esta época de nuevas tecnologías de información por parte de los organismos de supervisión bancaria y financiera a nivel nacional e internacional. En especial, las causas del colapso están ligadas directamente con las fallas de los directivos de los bancos centrales, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra, que eran los responsables de mantener la estabilidad en los mercados más importantes para el sistema financiero global. A su vez, resulta manifiesta la incompetencia del Fondo Monetario Internacional, ya que durante muchos años sólo prestó atención a los problemas en los países en desarrollo sin tener en cuenta que la fragilidad mayor se estaba generando en los mercados del centro. Estas instituciones no redujeron los peligros en ciernes, ni evitaron los inmensos daños económicos y sociales que ha provocado la crisis financiera mundial, razón por la cual su desempeño debiera estar sujeto a detalladas auditorías e, incluso, a procesos jurídicos.

Es cierto que otros organismos como el Banco de Pagos Internacionales (BPI) (Bank for International Settlements/BIS) y los supervisores y reguladores financieros nacionales estaban trabajando en la introducción de nuevas normas cuyo fin era reducir los riesgos en los sistemas bancarios y demás ámbitos financieros. Los acuerdos de Basilea para regular a los bancos así como las políticas de supervisión bancaria en diferentes países de la Unión Europea indican que se habían logrado algunos avances.<sup>244</sup> Sin embargo, la magnitud del colapso de 2008 y, sobre todo, sus consecuencias eco-

nómicas y sociales —incluyendo las numerosas quiebras de empresas y bancos, el enorme aumento del desempleo mundial y las pérdidas colosales de riqueza— sugieren que la capacidad de diagnóstico de los males era deficiente.

Desde una óptica más bien macroeconómica, numerosos analistas se han preguntado: ¿Tiene esta crisis sus orígenes en los crecientes desequilibrios mundiales entre ahorro, inversión y consumo? Los interrogantes se centran en especial en los desequilibrios en las balanzas de comercio y de pagos de Estados Unidos. Es sabido que desde hace más de un decenio, las tasas de ahorro en Asia son muy altas y que proporcionan una cantidad enorme de fondos que alimentan a los mercados crediticios en Estados Unidos, lo cual acentúa las tendencias hacia un descomunal aumento del consumo y el endeudamiento de las familias en ese país. En su libro *Fixing Global Finance* (2008), Martin Wolf —durante muchos años editor asociado del *Financial Times*— insiste en que la solución consiste en que los asiáticos inviertan más en sus propios países y no en Estados Unidos.<sup>245</sup> Pero ¿resulta convincente echarles la culpa a los países asiáticos cuando la crisis se generó y estalló en los mercados de Nueva York y Londres?

Más allá de las causas del derrumbe financiero, en la actualidad los debates giran alrededor de la viabilidad de los enormes rescates puestos en marcha por las autoridades gubernamentales para responder a las quiebras bancarias y bursátiles y para aminorar la abrupta baja en la actividad económica global. ¿Puede evitarse un retorno a una situación similar a la Gran Depresión de los años 30? La evidencia sugiere que, pese a algunos paralelos, la actual crisis es muy diferente y las respuestas también lo son. Es más, aún no conocemos las ulteriores consecuencias del colapso contemporáneo ni

tampoco la magnitud de las reformas a la arquitectura financiera nacional e internacional que se propondrán en el futuro.

Este capítulo pretende ofrecer un panorama resumido de la crisis financiera y económica de 2008 y principios de 2009 así como algunas preguntas clave sobre sus causas y consecuencias. En los cinco apartados siguientes revisamos: a) los factores que explican el origen de la crisis; b) el estallido de la crisis; c) el contagio internacional y la secuencia de quiebras financieras; d) los rescates de mercados y bancos. Finalmente, se cierra con una consideración de los paralelos y, sobre todo, de los contrastes entre la crisis actual y la Gran Depresión de los años 30.

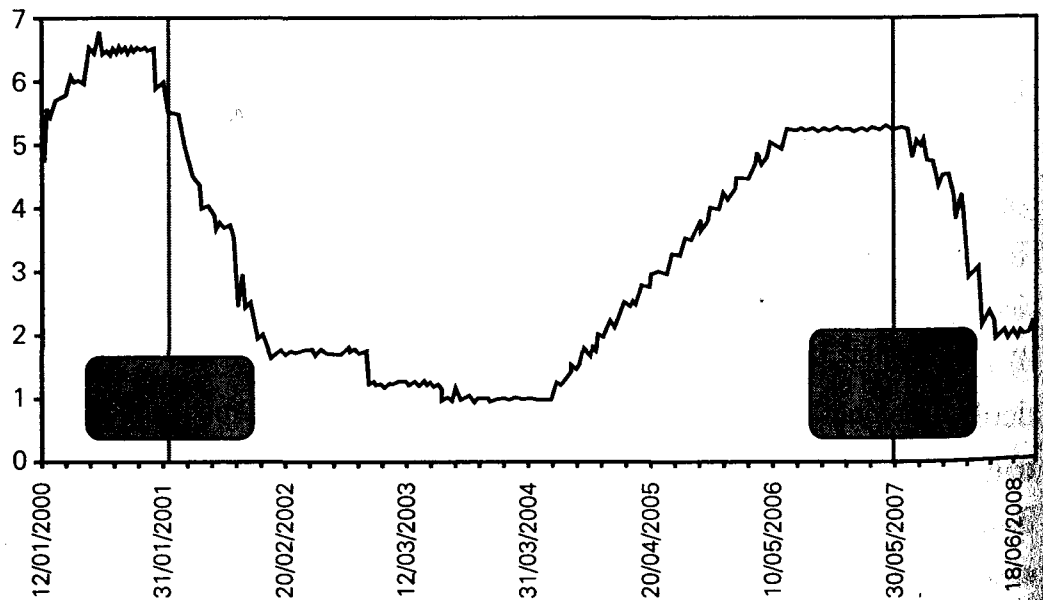
#### ORÍGENES DE LA CRISIS EN ESTADOS UNIDOS, 2001-2007

Para entender las causas de la crisis financiera ocurrida en Estados Unidos, hay que prestar especial atención a las enormes burbujas que se generaron en el interior de sus gigantescos mercados financieros y que al fin explotaron en septiembre de 2008. En particular deben tenerse presente tres elementos que contribuyeron a este desenlace: 1) la laxa política monetaria seguida por la Reserva Federal y la expansiva política fiscal instrumentada por el Departamento del Tesoro desde el año 2001; 2) los cambios legales que aceleraron la desregulación e innovación financiera y sus consecuencias prácticas; 3) la peculiar y peligrosa dinámica del mercado hipotecario, en particular la forma en que se generó una enorme expansión de los instrumentos de mayor riesgo conocidos como hipotecas *subprime*. Todos estos factores aumentaron la liquidez en los mercados financieros norteamericanos precisamente cuando estos se convirtieron en los receptores de grandes flujos de capitales de otros países.

Pero vayamos por partes. Comencemos entonces con la política aplicada por la Reserva Federal luego del hundimiento estrepitoso de las acciones de las empresas tecnológicas en Estados Unidos a partir de marzo de 2000, y que fue bautizado como la crisis *dot/com*. Poco después del desplome bursátil, el banco central expandió la emisión monetaria de manera dramática y radical para asegurar la recuperación de los mercados de capitales y de la economía estadounidense en su conjunto. Nunca antes se había aplicado una política tan expansiva. A partir de enero de 2001 el banco central redujo la tasa de interés que se encontraba en el 6,5% hasta llegar al 1,7% a mediados de 2002 y luego apenas al 1% en 2003 y 2004<sup>246</sup> (véase Gráfico 6.1.).

Gráfico 6.1.

Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de Estados Unidos, 2000-2008  
(puntos porcentuales)



Fuente: Federal Reserve Board, "Historical Data", <http://www.federalreserve.gov> (consultado el 5 de octubre de 2009).



El resultado de estas políticas fue un incremento extraordinario de la oferta del crédito con consecuencias predecibles: “a partir de 2003, la economía de Estados Unidos comenzó un claro proceso de recuperación, expresado en un crecimiento de su PIB superior al 4% anual, una rentabilidad del capital de más del 7% en el mismo año y una productividad del trabajo que en 2002 y 2003 creció a una tasa promedio del 4,7%”.<sup>247</sup> Pero curiosamente, y a pesar de la recuperación, las tasas de interés del sistema bancario siguieron su tendencia hacia la baja como resultado de la extrema laxitud de la Reserva Federal. El banco central favoreció un nuevo auge bursátil montado sobre la espalda de una serie de olas de especulación, como era la norma a lo largo del prolongado reinado de Alan Greenspan como gobernador de la Junta de gobierno de la Reserva Federal de Estados Unidos (1987-2006). El aumento de liquidez crediticia fomentó la capacidad de consumo de los estadounidenses, casi si cesar. La demanda por vivienda (primaria y secundaria) y los créditos fáciles impulsaron la industria de la construcción de casas, al tiempo que se generaba un incremento alucinante de nuevos instrumentos financieros en el mercado hipotecario. Estos factores espolearon una constelación de tremendas y peligrosas burbujas en el sector inmobiliario.

Al mismo tiempo, las políticas fiscales instrumentadas bajo la flamante administración de George W. Bush (2000-2004) alentaron aún más el consumo y la especulación. El gobierno combinó una reducción de impuestos a empresas y a ganancias sobre capital con un fuerte aumento en el gasto público, en particular el vinculado con la guerra de Irak. Entonces se disparó el déficit público, pero pudo cubrirse sin aumentar las contribuciones tributarias. ¿Cómo se logró esta hazaña? Aunque resulte una paradoja, la administración de Bush lo consiguió recurriendo al

endeudamiento externo. Desde 2001, el gobierno norteamericano pudo colocar una cantidad ingente de bonos y letras del Tesoro en los mercados financieros internacionales, justo en el momento en que estos se tornaron los instrumentos favoritos para la acumulación de reservas en varios países. La principal explicación de esta conducta radicaba, sobre todo, en las políticas de los gobiernos y bancos centrales de Asia Oriental, los cuales —después del impacto de las violentas crisis de 1997-1998— adoptaron medidas para aumentar sus reservas y asegurar su futura estabilidad monetaria y financiera. En consecuencia llenaron sus bancos centrales con dólares y títulos del gobierno estadounidense. El actor más agresivo fue China, nuevo gigante industrial, que con este fin utilizó una gran parte de su superávit comercial desde 2000 en adelante. Así, la liquidez ahorrada de forma preventiva por la periferia ayudó a financiar tanto el déficit público como el consumo de los estadounidenses quienes, en la práctica, dejaron de ahorrar y se endeudaron con el resto del mundo.

En este contexto, es importante comparar con cuidado las acciones y las palabras de los miembros más destacados de la gestión económica de la administración de Bush, ya que fueron corresponsables de la creación de las gigantescas burbujas que luego explotaron. Son en particular notorias las contradicciones del célebre economista John Taylor, quien actuó como subsecretario de asuntos internacionales en el Tesoro de Estados Unidos entre 2001 y 2005. En esos años, Taylor no criticó la ampliación del déficit fiscal con Bush sino que la promovió, aunque después del estallido de la crisis en 2008 llegó a afirmar que siempre fue un acérrimo defensor del equilibrio fiscal, por lo “peligroso” que resulta como disparador de la inflación en el corto y mediano plazo. Para curarse en salud, este economista neoliberal publicó

librito a principios de 2009 en el que ataca a su viejo amigo Alan Greenspan, diciendo que en 2001 éste se equivocó de política al bajar las tasas de interés.<sup>248</sup> Sin embargo, es bien sabido que después del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001, el presidente Bush y los directivos del Departamento del Tesoro presionaron para que se flexibilizara al máximo la política monetaria.

La mayor paradoja de los años 2001 a 2007 fue que, a pesar de una fuerte baja en las tasas de interés en Estados Unidos, siguieron aumentando los flujos de capitales del exterior a los mercados bancarios y las bolsas estadounidenses. El dinero no sólo provino de China, Taiwán o Corea, sino también de Japón y de varios países exportadores de petróleo del Medio Oriente y de Rusia. Una porción importante consistía en fondos de los bancos centrales que compraron dólares y bonos del Tesoro, pero otra parte llegó en la forma de inversiones privadas o de los llamados “fondos soberanos” de todos los continentes. Estos ingentes volúmenes de dinero fueron canalizados por bancos globales y fondos de inversión a la bolsa de Nueva York, donde se experimentó un nuevo e impresionante auge que se extendió durante varios años.<sup>249</sup> En una palabra, las reservas internacionales se reciclaron y alimentaron las burbujas bursátil, inmobiliaria, hipotecaria y de derivados gestadas en Estados Unidos entre 2001 y 2006.

Estas tendencias generaron preocupación entre algunos estudiosos y periodistas financieros que habían sido firmes defensores de la desregulación de los mercados mundiales. Pero eran una minoría dentro del gremio académico. Por otra parte, debe reconocerse que existían voces más críticas que habían estado llamando la atención sobre los peligros del nuevo “boom” especulativo desde tiempo atrás, incluyendo una pléyade de economistas angloamericanos, latinoamericanos y franceses que publicaron estu-

dios sobre los riesgosos desequilibrios financieros que habían llevado a Estados Unidos a convertirse en el principal consumidor y deudor del mundo.<sup>250</sup> En Wall Street, sin embargo, nadie hacía caso a las voces de las Cassandras y la euforia seguía “viento en popa”: para los banqueros no había motivo de preocupación, ya que la amplitud de los mercados de capitales permitía acomodar a casi todos aquellos interesados en comprar y vender cada vez más valores.

Otro factor que contribuyó a intensificar la especulación financiera fue el cúmulo de reformas legales que facilitó la acción de los más agresivos e imprudentes actores en los mercados financieros. Estas políticas se originaron en los años 90 durante la administración de Clinton, cuando el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal alentaron de forma conjunta la liberalización financiera. Su cúspide llegó en 1999, momento en que el secretario del Tesoro, Robert Rubin, y su subsecretario, Lawrence Summers, impulsaron una legislación que tenía como objetivo suspender la vieja ley Glass-Steagall, que separaba las actividades entre bancos comerciales y bancos de inversión. Estas normas se habían establecido en 1933 —en plena Gran Depresión— con el fin de evitar que la banca comercial se viera expuesta a la volatilidad de las bolsas. A partir del año 2000, sin embargo, las nuevas reformas incentivaron a los bancos comerciales estadounidenses a multiplicar sus operaciones en una amplia gama de nuevas transacciones financieras, cada vez más sofisticadas y menos reguladas. Este proceso desembocó en la acumulación de enormes carteras de deuda dudosa, gran parte de la cual —recordemos— hoy está en proceso de ser rescatada por el gobierno de Estados Unidos tras las quiebras bancarias de 2008.

En aquella época, la desregulación financiera era una idea mágica. Esto ayuda a explicar por qué tanto la administración de Clinton como la de Bush dieron más margen de acción a los ban-

cos de inversión.<sup>251</sup> Estas firmas por lo general actúan como intermediarios financieros, emitiendo y comprando títulos en los mercados de valores, brindando asesoría a inversionistas y asesorando a sus clientes en los procesos de adquisiciones y fusiones. En 2004, la Securities and Exchange Commission (SEC), organismo autónomo del gobierno americano que se encarga de regular y supervisar a los mercados financieros, introdujo una reforma que autorizaba mayores márgenes de apalancamiento (la proporción de endeudamiento respecto al capital de los bancos de inversión). Además, alentó a los bancos a *autorregularse*, una medida alabada por Alan Greenspan. Antes de esta reforma, el límite de apalancamiento era de 12 a 1: es decir, los bancos de inversión podían endeudarse 12 veces el monto de su capital. La reforma de la SEC permitió a los bancos de inversión ampliar sustancialmente su apalancamiento, y con ello este organismo renunció a gran parte de su capacidad de supervisión y control sobre las firmas.<sup>252</sup>

La mayoría de los estudios económicos hacen énfasis en que la desregulación aceleró la innovación financiera a escala global, y que fue liderada por bancos y firmas de inversión norteamericanas acompañadas por bancos y fondos globales de otras regiones, en particular los más influyentes bancos europeos. Recordemos que los grandes bancos ingleses, franceses, alemanes, suizos y de otros países de la región operaban cada vez más activamente en los profundos y líquidos mercados de dinero de Londres y Nueva York, compitiendo con los estadounidenses. A su vez, los grandes bancos japoneses también tuvieron su participación, aunque de forma indirecta: aprovecharon las tasas de interés casi negativas vigentes entonces en Japón para ofrecer préstamos a gran cantidad de individuos y bancos que, por ejemplo, deseaban tomar dinero barato en Tokio e invertirlo en valores con rendimientos más altos en Nueva York.

Sin embargo, también debe tenerse en cuenta que la expansión de los mercados financieros no fue resultado sólo de la globalización sino que también tenía raíces domésticas. El crecimiento del sector financiero en Estados Unidos ha sido un fenómeno de largo plazo: en 1947 ese sector representaba apenas un 2,3% del PIB y el 2,7% del empleo en ese país, mientras que para 2005 alcanzaba el 7,7% y 7,6% respectivamente. Sin duda, los flujos externos de capitales contribuyeron a esta tendencia, pero aún más importante fue el aumento de la demanda doméstica de crédito por parte de las empresas medianas en Estados Unidos. Esto lo ha demostrado el economista Thomas Philippon en estudios detallados que describen en forma cuantitativa y analítica las causas internas de la expansión de los mercados financieros americanos.<sup>253</sup> En el caso del periodo de 1996 a 2006, este crecimiento estaba ligado en particular a la fortísima expansión de la industria de la construcción y el negocio hipotecario.

Finalmente, una de las características más singulares y riesgosas de la expansión en los mercados financieros en Estados Unidos fue que la innovación tecnológica propició el uso de un número cada vez más amplio de instrumentos de inversión, seguros e hipotecas basados en mecanismos de especulación que no podían ser supervisados o regulados de manera adecuada por el banco central ni por los demás organismos públicos encargados de estas funciones. Nos referimos a la creación y venta masiva de paquetes de títulos y derivados de compleja composición: las siglas de estos reflejan el hecho de que se trataba de una nueva generación de valores. Nos referimos, por ejemplo, a los vehículos financieros conocidos como CDO, ARM, ABS/CDO, AVM, ABX CMBS, REI, CDS, y SIV, que fueron creados durante los últimos dos decenios.<sup>254</sup> Conocer su funcionamiento requiere una gran *expertise* en el terreno bancario.

rio y financiero y es claro que supera los conocimientos de los pequeños inversionistas, lo cual crea problemas de asimetría de información entre vendedores y compradores.<sup>255</sup> Esta clase de instrumentos —en general de alto riesgo— se difundió a escala global, pero no hay duda de que alcanzó su mayor popularidad en el sistema financiero estadounidense.

### LA INCREÍBLE DINÁMICA DEL MERCADO HIPOTECARIO Y LOS PELIGROSOS CRÉDITOS *SUBPRIME*

Las tendencias expansivas de los mercados financieros estadounidenses tuvieron una serie de intensas consecuencias en los mercados inmobiliarios e hipotecarios. Desde 2001, el crédito barato estimuló el mayor auge en los mercados de viviendas en toda la historia de Estados Unidos. Esto era algo inusual ya que, por costumbre, cuando subía la bolsa se calmaba el mercado inmobiliario, y viceversa. Esta alternancia daba oxígeno y estabilidad a las inversiones, que solían transferirse de un sector a otro dependiendo de la rentabilidad. Pero esto no fue lo que ocurrió en 2001-2006 cuando los precios de las casas e inmuebles y las acciones de empresas subieron como la espuma de manera simultánea.

El principal peligro de esta tendencia consistió en que se generaron dos enormes burbujas paralelas: una hipotecaria y la otra bursátil. A mediados de la década del 90, el monto total de las hipotecas en Estados Unidos equivalía a cerca de 2.5 billones de dólares; en 2001 ya se aproximaba a los 5 billones, y para el año 2007 llegó a un saldo increíble de casi 10.4 billones dólares (en números, esta cifra es increíble: U\$S 10.400.000.000.000).<sup>256</sup> Para entonces el valor de las casas superaba la inversión en acciones y bonos como

fuente principal de riqueza de las familias estadounidenses.<sup>257</sup> La maquinaria entrelazada formada por la industria de la construcción de viviendas, los bancos y las firmas financieras impulsó un crecimiento desmedido del sector inmobiliario e hipotecario.

La expansión del crédito alimentó la demanda de casas de manera formidable y empujó los precios hacia arriba. Cualquiera que deseaba comprar una vivienda podía considerar que era un excelente negocio, ya que las hipotecas eran baratas y el valor de los inmuebles subía sin cesar. Esto hizo que muchos compradores considerasen que las hipotecas no representaban un verdadero riesgo, en tanto confiaban en la posibilidad de que podrían revender la propiedad a un precio más alto del que habían pagado por ella.

Los agentes de bienes raíces se lanzaron al ruedo con agresivas campañas para vender inmuebles. Entre los clientes se contaban muchos especuladores que adquirirían casas con hipotecas con el objetivo de revenderlas en el corto plazo y obtener jugosos réditos.<sup>258</sup> A su vez, se bajaron los requisitos y el respaldo requerido para obtener un crédito hipotecario. Las agencias otorgaron una cantidad creciente de préstamos de baja calificación y sumamente riesgosos conocidos como créditos *subprime* a compradores con bajos ingresos o con un historial crediticio nulo o desfavorable. Muchos bancos y agencias financieras hicieron lo posible por atraer a clientes de este tipo aunque era evidente que existía una alta posibilidad de que no pudiesen pagar sus deudas.

Las agencias de evaluación de riesgos, como la Standard Poor's y Moody's, desestimaron los peligros y contribuyeron a la ola de especulación. Sorprende entonces que, en medio de la euforia, el director de la Junta de la Reserva Federal, Alan Greenspan, añadiera leña al fuego en abril de 2005 al anunciar en un discurso: "La innovación ha traído una multitud de nuevos productos (financieros) como los prés-



tamos *subprime* y los créditos especiales para inmigrantes. Estos desarrollos son representativos de las respuestas de mercado que han impulsado a la industria de servicios financieros en este país a lo largo de su historia..."<sup>259</sup> Agregó que estaba muy impresionado por el hecho de que los créditos *subprime* hubieran llegado a representar más del 10% del total de los créditos hipotecarios.

Como es lógico, todo esto provocó un mayor auge en la construcción de casas nuevas, mayores ventas de inmuebles y un aumento (temporal) de la riqueza del promedio de las familias en Estados Unidos. El economista Joseph Stiglitz señaló que era inevitable la aparición de peligrosas burbujas: "Históricamente, toda crisis financiera ha estado asociada con la expansión demasiado rápida de determinado tipo de activos, desde tulipanes hasta hipotecas".<sup>260</sup>

La subida de los precios de activos inmobiliarios en Estados Unidos atrajo a los grandes bancos de inversión de Wall Street y a diversos grupos financieros de Europa. Muchos de ellos comenzaron a invertir en este tipo de valores mediante fondos de cobertura (*hedge funds*), pese a que existían abundantes advertencias de que se trataba de un sector de alto riesgo. Los mayores bancos comerciales de Estados Unidos participaron de manera directa en el negocio de las hipotecas. En los primeros lugares estaban: Bank of America, J.P. Morgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Washington Mutual y Wachovia. Pero también fueron acompañados por las más importantes firmas hipotecarias públicas como Fanny Mae y Freddie Mac y empresas privadas colosales como Countrywide Financial; esta última promovió por sí sola la colocación de la increíble cantidad de más de 1 millón de hipotecas por un valor superior a los 220 mil millones de dólares sólo en 2005.<sup>261</sup>

Para los bancos, la inversión en hipotecas se hizo muy atractiva porque la nueva ingeniería financiera prometía nuevos instru-

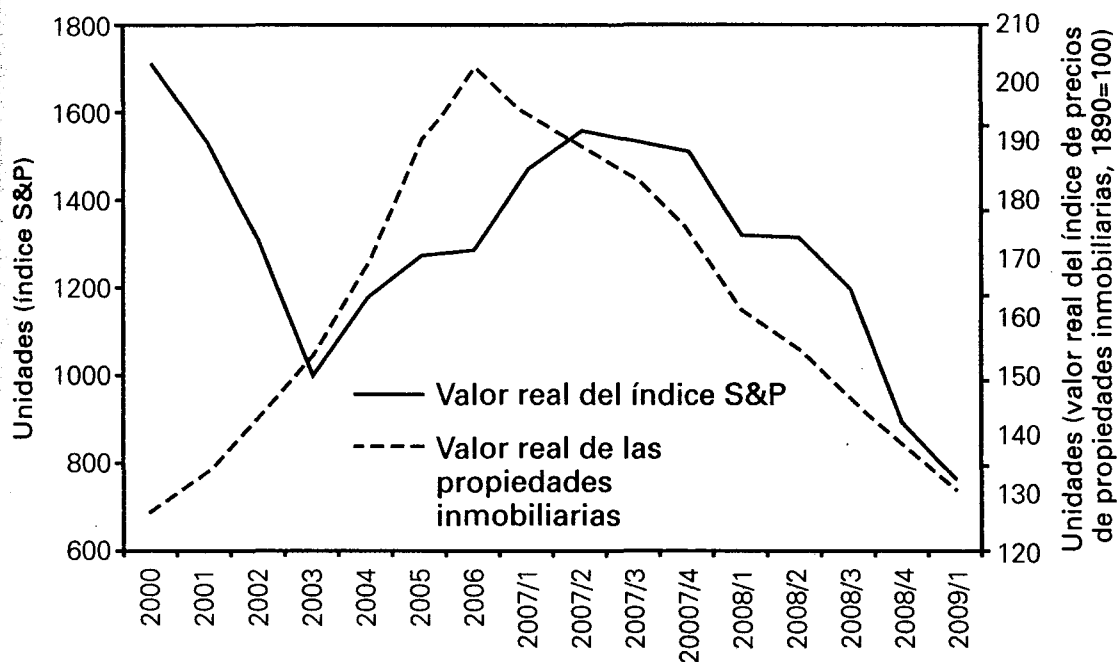
mentos para la diversificación del riesgo. A fin de reducir el peso contable de las hipotecas en sus carteras, los bancos comerciales y de inversión desarrollaron nuevos mecanismos que transformaban estos créditos en valores comercializables. En los mercados financieros norteamericanos esto era conocido como “titularización” (*securitization*). El procedimiento consistía en juntar las hipotecas individuales en paquetes que luego se revendían a inversores en diversos mercados. Estos nuevos valores podían atraer a compradores que buscaban seguridad, ya que los papeles hipotecarios solían recibir una alta calificación de las agencias de evaluación de crédito. Pero también resultaban atractivos para los inversionistas interesados en tomar posiciones más riesgosas (en particular los fondos de cobertura), ya que los bancos concibieron la idea de dividir sus paquetes de hipotecas en partes, con diferente grado de seguridad y de rendimiento. Así, los paquetes, de valores (*tranches*) más seguros pagaban dividendos bajos, mientras que los más riesgosos llegaban a brindar rendimientos por encima del 10% en intereses anuales. Es decir, en Estados Unidos se generó con mucha rapidez un mercado financiero extraordinariamente diverso, complejo y opaco que giraba alrededor de millones de hipotecas y de todos los instrumentos de especulación que las sostenían.<sup>262</sup>

La burbuja inmobiliaria alcanzó su cénit en 2006, pero ya desde el primer trimestre de 2007 el valor real de las propiedades comenzó a caer (véase Gráfico 6.2.). Uno de los factores que contribuyó a aumentar los riesgos fue el hecho de que un número creciente de hipotecas se otorgaba bajo la modalidad de tasas ajustables: ésta se conoce en Estados Unidos con el término de Adjustable-Rate Mortgages (ARM's). Los préstamos de este tipo se incrementaron en 2006 pero, además, a partir de 2007 las tasas se ajustaron a la alza. Hay que recordar que muchas hipotecas fueron colocadas entre

sectores sociales de bajos ingresos y escaso historial crediticio, que compraron sus casas con la promesa de que la amortización del préstamo no comenzaría hasta pasado un cierto tiempo. Sin embargo, cuando el aumento de las tasas coincidió con la fecha de inicio de la devolución de los préstamos, la presión sobre los deudores se intensificaba. No es de sorprender que muchas personas de ingresos medios y bajos comenzaran a suspender los pagos de las cuotas de sus hipotecas a partir del año 2006, como lo demuestran las estadísticas del mercado inmobiliario.

Gráfico 6.2.

Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 2000-2009/1



Fuente: Robert J. Shiller, "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge, MA: MIT Press, 1989, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> (consultado el 1 de octubre de 2009).

El esquema de crédito en el periodo del auge inmobiliario estaba anclado en la creencia de que los precios de las casas seguirían a la alza. De acuerdo con el economista Robert Shiller, gran especialista en mercados inmobiliarios, la compra masiva de viviendas (primarias y secundarias) reflejaba un fenómeno de “contagio social”, situación en la cual los individuos operan como una manada, seguros de que la mayoría no puede equivocarse.<sup>263</sup> Es frecuente que en una situación de auge económico, los compradores se vuelvan ciegos ante la evidencia de una burbuja; en cambio, cuando ésta estalla, todos corren a vender y cae la demanda al igual que los precios de los activos. La consecuencia, en el caso de Estados Unidos entre 2006 y 2008, fue la suspensión de pagos de centenares de miles de hipotecas y el derrumbe de gran cantidad de fondos bancarios o bursátiles que se basaban en estos valores, lo que provocó una situación de bancarrota generalizada.

#### LAS SEÑALES DE UNA TORMENTA INMINENTE: 2006-2008

La economía estadounidense había comenzado a sufrir problemas en diversos sectores desde principios del año 2006, pero la mayoría de los analistas no hicieron hincapié en los peligros. Fue en particular preocupante la contracción del sector inmobiliario desde principios del cuarto trimestre de 2006, así como las cifras respecto al crecimiento económico trimestral proyectadas para ese mismo año, ya que presentaban signos recesivos. Las tendencias negativas se intensificaron luego, como lo demostró el hecho de que para octubre de 2006 la construcción de casas estuvo un 27% por debajo de la cifra promedio del año anterior.<sup>264</sup>

Aun así, muchos analistas afirmaron que no existía peligro de

hundimiento. Entre ellos se contaban algunos individuos influyentes que se habían visto altamente beneficiados con la burbuja hipotecaria. Por ejemplo, David Lereah, economista en jefe de la Asociación Nacional de Agentes de Bienes Raíces de Estados Unidos, publicó un libro en marzo de 2006 con el propósito explícito de argumentar que no habría más caídas en el mercado de viviendas. Más tarde, otros supuestos expertos reforzaron la idea de que no se produciría una crisis en el sector porque la construcción de casas seguía creciendo. Sin embargo, pronto aparecieron señales claras de un posible descalabro. Uno de los primeros en percatarse de su importancia fue el economista Nouriel Roubini, quien en agosto de 2006 puso el dedo en la llaga en diversos artículos publicados en la prensa financiera en los que confirmaba que se estaba produciendo una fortísima caída en la industria de viviendas y que era previsible una recesión profunda y destructiva.<sup>265</sup>

En un artículo publicado el 5 de septiembre de 2006, un editorialista del *New York Times* entró a la lid y anunció el fin del auge inmobiliario. El 4 de octubre de 2006, el gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, declaró a la agencia de información financiera, Bloomberg, que la caída en el sector de la construcción de casas estaba comenzando a afectar a la economía en su conjunto. Para noviembre de 2006, los informes de desempeño de los fondos de alto riesgo reportaron pérdidas considerables. Los analistas de la prensa financiera subrayaron, en particular, el mal desempeño de dos fondos de cobertura (*hedge funds*) que pertenecían al legendario banco de inversión, Bear Stearns, de Nueva York.

A pesar de los claros indicios de que se estaban acumulando problemas, en una comparecencia ante el Congreso, en febrero de 2007, Ben Bernanke rechazó la posibilidad de una recesión en la Unión Americana.<sup>266</sup> En concordancia, el 12 de marzo el perió-

dico *Wall Street Journal* sostuvo que la debilidad del mercado hipotecario y de los créditos *subprime* no haría temblar al conjunto de la economía: argumentaba que, si bien los índices de capacidad de adquisición de vivienda nueva se habían contraído, aún no llegaban a los niveles mínimos históricos. Pero los hechos fueron contradiciendo las declaraciones de Bernanke y de la prensa financiera. En abril, el precio de las casas cayó más del 10%. En mayo, dos grandes agencias hipotecarias revelaron al público algunos de sus problemas: D.R. Horton Financial anunció grandes pérdidas y New Century Financial Corporation pidió una cobertura antes de ir a la bancarrota. Para junio, el banco Bear Stearns anunció que necesitaba usar las ganancias acumuladas para realizar un rescate de más de 3 mil millones de dólares a fin de resguardar gruesas pérdidas en uno de sus fondos de cobertura. A finales de julio, la misma firma anunció que no permitiría que sus clientes retirasen dinero de otro de los fondos de inversión en problemas.

En Europa también comenzaban las quiebras de fondos especulativos: apenas una semana después de la quiebra del fondo Bear Stearns, se desplomó el fondo denominado Caliber Global Investment Ltd., que pertenecía a un banco de inversión en Londres.<sup>267</sup>

La mayoría de los funcionarios de la administración Bush no quiso reconocer la gravedad de la crisis por lo menos hasta el segundo semestre de 2007. A mediados del mes de agosto, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, seguía insistiendo en que los problemas del mercado hipotecario estaban bajo control. No obstante, en el mismo mes, y pese a las inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales, hubo caídas simultáneas de las bolsas de valores en Europa y Estados Unidos.

El 20 de septiembre de 2007, Bernanke al fin declaró: "La cri-

del mercado *subprime* ha excedido los cálculos más pesimistas". Al parecer sus palabras fueron espoloadas por la quiebra de dos de los fondos de inversión más importantes de la firma Bear Stearns. También influyó la noticia de la corrida masiva contra el banco británico Northern Rock, que estuvo a punto de quebrar por sus especulaciones en hipotecas norteamericanas y tuvo que ser salvado por el gobierno con un préstamo gigante de 25 mil millones de libras esterlinas. Durante octubre continuó el desfile de anuncios respecto de pérdidas de millones de dólares en inversiones *subprime*: el poderoso banco suizo, UBS, anunció una depreciación en sus activos por 3.400 millones de dólares y recortó 1.500 puestos de trabajo. Mientras tanto, Merrill Lynch, el mayor banco de inversión de Wall Street, declaró que sus pérdidas equivalían a 5.500 millones de dólares en inversiones *subprime*: hacia fin del mes de octubre de 2007, el director de la firma renunció cuando se reveló que la famosa empresa de inversiones cargaba con deudas incobrables que alcanzaban casi 8 mil millones de dólares. Durante esta serie preliminar de quiebras financieras, la Reserva Federal intervino en el mercado monetario con el objetivo de evitar el pánico y ofreció descontar papel de los bancos para inyectar liquidez. En octubre de 2007, el banco central adoptó una disminución de la tasa de interés del 4,75 al 4,5%, y después al 4,25% para incrementar la disponibilidad de crédito en los mercados.

Es factible argumentar que, desde el primer trimestre del año 2008, se entró en una nueva y más profunda etapa de la crisis. Hasta entonces, la mayor parte de las instituciones financieras habían logrado solventar sus problemas al obtener diversas fuentes de financiamiento (incluyendo apoyos de la Reserva Federal), lo que les permitió cubrir parte de sus pérdidas en hipotecas de alto riesgo. Sin embargo, el viernes 14 de marzo de 2008, Bear

Stearns —que llevaba 85 años operando y que había sobrevivido a la crisis de 1929 sin sobresaltos— se declaró en estado de virtual bancarrota: sus acciones se desplomaron un 90% en menos de una semana. Para evitar su colapso total, el poderoso banco de J.P. Morgan Chase entró al ruedo y compró sus acciones a precio de remate: dos dólares por acción, aunque poco después decidió elevar el precio a diez dólares para evitarles pérdidas mayúsculas a sus dueños, antiguos colegas en Wall Street. Esta operación contó con el firme apoyo de la Reserva Federal, que se comprometió con los compradores a garantizar liquidez sobre un máximo de 30 mil millones de dólares de los activos tóxicos de Bear Stearns.

En el mismo mes, otros dos poderosos bancos de inversión de Wall Street, Goldman Sachs y Lehman Brothers, anunciaron bajas abruptas en sus ganancias anuales, con una caída promedio del 50%. El 17 de marzo de 2008, el nuevo director del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Kahn, declaró: “El riesgo de contagio por la crisis financiera en Estados Unidos ahora es muy alto” pero, a continuación, elogió las medidas tomadas por la Reserva Federal para rescatar a los bancos en problemas.<sup>268</sup>

### CUADRO 6.1.

#### Antecedentes y estallido de la crisis financiera mundial, 2007-2008

<p><b>Marzo - Septiembre</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• HSBC anuncia una elevación en los índices de morosidad de los mercados hipotecarios estadounidenses.</li> <li>• Bear Stearns y BNP Paribas muestran dificultades para operar sus fondos de cobertura</li> <li>• La Federal Reserve rebaja sus tasas de interés e inyecta 12 mil millones de dólares al mercado. Otros bancos centrales hacen lo mismo.</li> <li>• Se da a conocer que julio fue el peor mes en la venta de inmuebles en Estados Unidos desde 1991.</li> </ul>
<p><b>Octubre - Diciembre</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las entidades financieras Citigroup, Merrill Lynch, Bank of America, Bear Stearns, Barclays y Freddie Mac anuncian que tienen dificultades financieras, ya sea por la reducción en sus ganancias o bien por pérdidas.</li> <li>• La Federal Reserve continúa disminuyendo las tasas de interés y adopta, como otros bancos centrales, medidas para proveer liquidez a los mercados.</li> </ul>



## LA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA DE 2008-2009

### Enero - Abril

- El Presidente George W. Bush presenta un plan de estímulo económico que incluye ayuda a las agencias hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae, así como la devolución de impuestos a personas físicas e incentivos fiscales a personas morales.
- El 14 de marzo, el banco de inversión Bear Stearns colapsa y es adquirido por el conglomerado J.P. Morgan a un precio de 2 dólares por acción.
- La Federal Reserve continúa rebajando sus tasas de interés de manera agresiva e implementa distintos programas para aumentar la liquidez en el mercado. Otros bancos centrales en el mundo adoptan medidas similares.
- Se anuncia que 2007 fue el peor año en la venta de inmuebles desde 1982.

### Mayo - Agosto

- AIG, Lehman Brothers, Wachovia, RBS, UBS, Freddie Mac y Fannie Mae reportan pérdidas en sus estados de resultados trimestrales.
- La Federal Reserve sigue bajando las tasas de interés. La Fed implementa medidas conjuntas con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza.
- El 3 de julio el precio del barril de petróleo alcanza un máximo histórico de 145 dólares.
- El 30 de julio el presidente George W. Bush firma el Plan de Recuperación Económica, por el cual se implementa un eventual rescate de Fannie Mae y Freddie Mac. El plan también garantiza 300 mil millones de dólares para el refinanciamiento de hipotecas.

### Septiembre - Diciembre

- El 7 de septiembre, Fannie Mae y Freddie Mac son puestas bajo el control y la supervisión directa del gobierno estadounidense, debido a sus enormes pérdidas.
- El 15 de septiembre, el banco de inversión Lehman Brothers se declara en bancarrota. Previamente el gobierno estadounidense se negó a rescatar a la entidad. La misma semana, el Bank of America adquiere el banco de inversión Merrill Lynch.
- El precio del barril de petróleo se hunde por debajo de los 100 dólares.
- El 16 de septiembre, la Federal Reserve rescata a AIG con 85 mil millones de dólares. Se acentúa la tendencia a la baja en las bolsas de valores de todo el mundo: el pánico se generaliza en los mercados financieros y el crédito comienza a escasear.
- El 19 de septiembre, y ante la crisis financiera, el precio del oro aumenta un 14%, y el de la plata un 20%.
- La Fed inyecta 50 mil millones de dólares a los mercados financieros. El Banco Central Europeo inyecta 30 mil millones de euros.
- En Europa diversos gobiernos proceden a rescatar o nacionalizar sus bancos. Se destacan el Bradford en Inglaterra, el Glitnir en Islandia, el Fortis y Dexia en Bélgica/Holanda/Luxemburgo, el UBS en Suiza e el ING en Holanda.
- El 30 de septiembre, el Congreso de Estados Unidos rechaza la primera propuesta para un plan de rescate financiero general. El índice Dow Jones responde con la peor caída en su historia.
- La Fed y otros bancos centrales europeos retoman una serie de recortes periódicos de sus tasas de interés.
- El 3 de octubre, Bush firma la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica, con la que el gobierno pretende comprar hasta 700 mil millones de dólares en activos tóxicos.
- El 17 de octubre se reúnen los líderes de la Unión Europea en Bruselas, planean un fondo de 2.7 billones de euros para evitar la bancarrota de sus bancos.
- La recesión disminuye la demanda mundial de petróleo: el precio del barril de crudo cierra por debajo de los 60 dólares, su nivel más bajo en veinte meses.
- El 14 de noviembre se reúne el G-20 en Washington. Los participantes se comprometen a renovar el sistema financiero mundial y a evitar prácticas proteccionistas.
- El 24 de noviembre el gobierno de Estados Unidos accede a rescatar al gigante financiero Citigroup.
- Las tasas de desempleo de Estados Unidos y de Europa se elevan. Varios países aceptan que están en franca recesión.
- El 19 de diciembre el Departamento del Tesoro anuncia un plan para ayudar a la industria automotriz estadounidense.
- El 21 de diciembre el precio del barril de petróleo se cotiza en menos de 35 dólares, la cifra más baja desde 2004.
- La Federal Reserve sitúa a la tasa de interés objetivo en un rango de entre el 0 y el 0,25%, viéndose imposibilitada a rebajarla aún más.

Ante la cadena cada vez más larga de descalabros financieros, la Oficina Federal de Investigaciones (FBI) inició una inspección

sobre los malos manejos de fondos por parte de empresas hipotecarias desde enero de 2008. Para junio de ese año, más de 400 personas —en especial corredores de bolsa y promotores inmobiliarios— fueron acusadas formalmente de estar involucrados en fraudes hipotecarios que superaban los mil millones de dólares. A su vez, dos miembros de Bear Stearns enfrentaron acusaciones y cargos por el colapso de dos fondos de inversiones *subprime* que manejaban y que quebraron. La acusación consistía en que los banqueros conocían los problemas de los fondos pero no informaron a los inversionistas, lo que les provocó pérdidas cercanas a los 1.400 millones de dólares.

Al iniciarse el segundo semestre del año 2008, ya existía la certeza en los mercados financieros de que habría más quiebras y de que se presentarían más casos de bancos con mal desempeño financiero. Pero nadie se imaginaba lo que en realidad podría ocurrir. El 13 de julio, el segundo banco hipotecario más importante de Estados Unidos, el IndyMac, fue intervenido por el gobierno. Dos días más tarde, ante el temor de que las dos grandes hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac pudieran hundirse, el gobierno les ofreció un apoyo sustancial. El miedo era mayúsculo porque estas dos firmas públicas poseían más de la mitad de las deudas hipotecarias de la Unión Americana. Sin embargo, la ayuda no fue suficiente y, el 7 de septiembre de 2008, fueron intervenidas tanto la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) como la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Ese día se aprobó su rescate: el gobierno se comprometía a adquirir 100 mil millones de dólares en acciones de cada empresa, es decir una inyección total de 200 mil millones de dólares, con cargo al contribuyente.<sup>269</sup>

La intensificación del descalabro financiero se produjo en medio de una situación de creciente inestabilidad política y económica. Por una parte, la contienda electoral en Estados Unidos estaba en un punto álgido. Mientras más se acercaba la posibilidad de una crisis generalizada, más credibilidad perdían tanto la Administración Bush como el candidato republicano, John McCain. Por su parte, el candidato demócrata, Barack Obama, procuraba ganar votos con propuestas económicas de promoción del gasto público y una revisión a la regulación financiera. Al mismo tiempo, se desató una increíble especulación con los precios del petróleo crudo que subieron desde 70-80 dólares el barril en la segunda mitad de 2007 a más de 150 dólares a mediados de 2008. Dada la importancia del consumo de gasolina en los presupuestos de la mayoría de los ciudadanos estadounidenses, esta situación también influía en los votantes, reforzando la percepción de que las cosas iban realmente muy mal.

#### LAS SEMANAS NEGRAS DE SEPTIEMBRE DE 2008

Para la mayoría de los analistas, la fecha fatídica que marcó un punto de no retorno fue el 14 de septiembre, cuando Lehman Brothers se enfrentó con su inminente bancarrota. Pese a los intentos de compra por dos de los bancos comerciales más grandes de Estados Unidos (el Bank of America) y de Gran Bretaña (el Barclays PLC), la firma neoyorquina ya se encontraba en una situación crítica. A primera hora del lunes 15 de septiembre, y a falta de respaldo gubernamental, Lehman Brothers se declaró formalmente en quiebra, lo que desató una reacción en cadena en todos los mercados financieros del mundo.

Unas semanas antes del colapso de Lehman, los tres hombres más influyentes del sector financiero oficial de Estados Unidos se habían reunido para discutir la suerte de esta prestigiosa firma. Ben Bernanke, director de la Reserva Federal, Henry Paulson, secretario del Tesoro, y Timothy Geithner, director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, analizaron la posibilidad de rescatar Lehman tal como se hizo con Fannie Mae y Freddie Mac. Sin embargo, concluyeron que no querían incentivar el *riesgo moral*, es decir, el peligro de que Lehman mintiera y tomara riesgos innecesarios al saber que podría ser rescatado. Además, temían que incluso la noticia de un posible rescate pudiera convertirse en un incentivo perverso para que otras instituciones financieras actuaran de manera imprudente y confiaran en la intervención gubernamental como red de seguridad.

Lo cierto es que el colapso de Lehman Brothers repercutió en el mundo. Millares de firmas poseían papeles de deuda que manejaba esta intermediaria, por lo que pudo comprobarse que era una pieza clave en todos los mercados bancarios y financieros. Luego se argumentó que con su quiebra desaparecieron casi 690 mil millones de dólares del sistema financiero mundial. Un ejemplo de los grandes inversores que perdieron fue el Fondo de Pensiones del gobierno de Noruega, que había invertido una parte de los excedentes fiscales que provenían del petróleo a través de Lehman Brothers: el fondo noruego reportó a finales de 2008 que más de 800 millones de dólares invertidos en bonos y acciones que gestionaba Lehman se habían evaporado con su bancarrota. A su vez, la quiebra de este banco provocó corridas contra aquellos instrumentos financieros que se conocen como “seguros contra cesación de pagos” (en terminología bancaria la

sigla en inglés es CDO'S), y como consecuencia, los precios de estos instrumentos se desplomaron, lo que provocó enormes pérdidas a una multitud de bancos, fondos de cobertura y aseguradoras.

Las consecuencias de la caída del cuarto banco de inversión más importante de Wall Street fueron mucho mayores de lo que habían imaginado las autoridades financieras en Washington. El mensaje que se transmitió a los mercados fue el de que nadie sabía qué firmas serían capaces de pagar sus deudas, lo que desató el pánico en financieras e inversionistas en todo el mundo.

Esta gran quiebra también aceleró la caída de la aseguradora más grande de Estados Unidos, el American International Group (AIG). AIG estaba altamente expuesta porque había invertido cientos de miles de millones de dólares en títulos de hipotecas a la vez que había asegurado ingentes sumas contra la cesación de pagos y la caída de valor en las hipotecas. Muchos de estos instrumentos resultaron tóxicos. Sin embargo, en este caso, la Reserva Federal actuó con rapidez y el 17 de septiembre rescató a AIG a través de un préstamo gigante de 85 mil millones de dólares, lo que le permitió controlar el 80% de sus acciones. De esta manera, el gobierno se convertía en el dueño efectivo y asegurador de sus cuantiosos activos.

A partir de las quiebras de Lehman Brothers y de AIG, quedó claro que el problema había pasado de ser una crisis de liquidez (caracterizada por la falta de crédito de corto plazo) a una crisis de insolvencia, en la que las agencias financieras no pueden hacer frente al pago de sus obligaciones y existe la amenaza de múltiples bancarrotas. El mismo 18 de septiembre, seis de los principales bancos centrales del mundo anunciaron la adopción de "medidas coordinadas" para hacer frente a la

falta de liquidez en los mercados financieros: la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza informaron que se comprometían a inyectar fondos por un valor de 180 mil millones de dólares en los mercados bancarios.

El 19 de septiembre, después de tres “lunes negros” seguidos en los que la bolsa de Nueva York cayó estrepitosamente, el Departamento del Tesoro lanzó la iniciativa de la Ley de Estabilización Económica de Emergencia, conocida como el Plan Paulson, que implicó el uso de una gran cantidad de recursos fiscales del gobierno. Hasta ese momento, los rescates habían consistido en intervenciones de la Reserva Federal, que ofrecía respaldos para determinadas instituciones financieras en bancarota. Pero el nuevo plan era diferente porque implicaba utilizar dinero de los contribuyentes a fin de enfrentar el colapso financiero (véase Gráfico 6.3.).

Una parte del rescate se destinaba a comprar deuda riesgosa o tóxica con la finalidad de restaurar la estabilidad: esta vertiente de la ley fue conocida como el Troubled Asset Relief Program (TARP). El plan establecía que, de los 700 mil millones de dólares, una tercera parte se pondría a disposición inmediata del secretario del Tesoro para salvar a los bancos que estaban en peligro de hundirse; otros 100 mil millones de dólares podían ser utilizados por el presidente a discreción; y los restantes 350 mil millones de dólares podría solicitarlos el Tesoro, siempre que contara con la debida aprobación del Congreso respecto del uso que se daría a esos fondos.

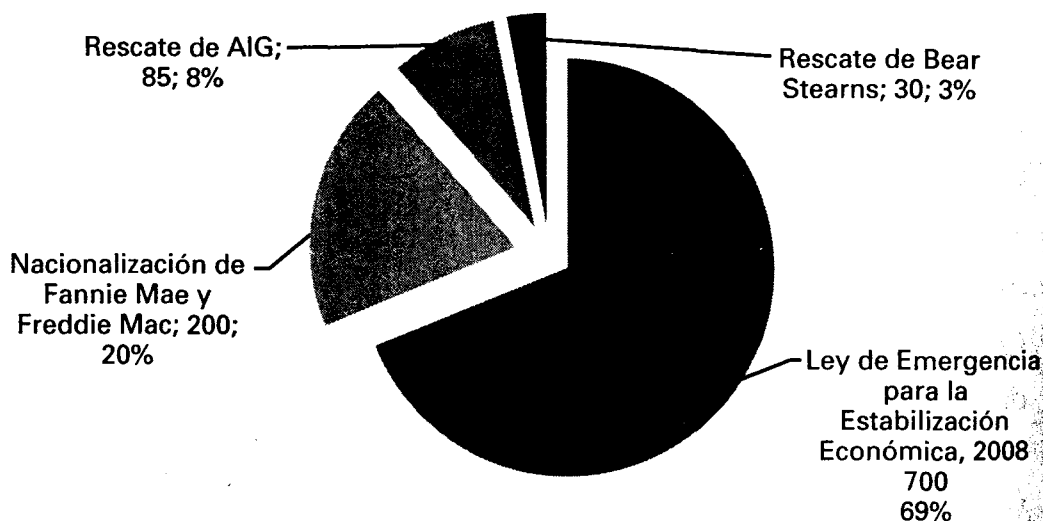
Este plan de emergencia fue sometido a revisión por el Congreso y el Senado de Estados Unidos. El secretario

tesoro llegó incluso a declarar: "Si el plan no se aprueba, que el diablo nos asista".<sup>270</sup> No obstante, varios congresistas expresaron cierto escepticismo respecto del Plan Paulson y hubo planteos alternativos. El más citado fue el del senador demócrata Christopher Dodd, quien presidía la Comisión Bancaria del Senado. Los candidatos presidenciales también participaron de las discusiones legislativas en Washington. El republicano John McCain suspendió su campaña para centrarse en la crisis financiera y propuso posponer el debate con el demócrata Barack Obama programado para el 26 de septiembre. Sin embargo, Obama insistió en seguir con el debate, y ese día ambos candidatos coincidieron en expresar su apoyo al Congreso para que se aprobara un plan destinado a salvar la economía y el sector financiero del país.

No es extraño que el plan de rescate haya sufrido modificaciones respecto de la iniciativa original. El primer borrador fue rechazado en el Congreso el 29 de septiembre: 205 votos a favor y 228 en contra. Esto afectó severamente el desempeño de las bolsas de valores del mundo: el índice Dow Jones cayó un 7% ese día. Luego de intensas negociaciones, el 1 de octubre se aprobó el plan y dos días después el presidente George Bush promulgó la ley. Apenas un mes más tarde, luego de una elección histórica, el 4 de noviembre ganó el demócrata Barack Obama y se convirtió en el primer presidente de Estados Unidos de raza negra en la historia de ese país. Era claro que su misión más urgente al ocupar la Casa Blanca en enero de 2009 consistiría en enfrentar la enorme crisis financiera y económica que sacudía a la nación y al mundo.

Gráfico 6.3.

Rescate a instituciones financieras y Ley de Emergencia para la Estabilización Económica en Estados Unidos, 2008  
(miles de millones de dólares)



**Nota:** Los porcentajes están calculados sobre un total de 1.015 millones de dólares.

**Fuentes:** One Hundred Tenth Congress of the United States of America, *Emergency Economic Stabilization Act 2008*, Washington D. C., 3 de octubre de 2008; *The Wall Street Journal*, "Marketwatch", varias fechas; Council of Economic Advisers and Office of the Vicepresident Elect, *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*, enero 10 de 2009; y *The Economist*, "Big Government Fights Back", enero 29 de 2009.

Al mismo tiempo que en Washington se debatían las medidas de rescate, en Nueva York tuvieron lugar notables cambios entre los gigantes de la banca. El 22 de septiembre de 2008 dos de los mayores bancos de inversión, el Goldman Sachs y el Morgan Stanley, se convirtieron en *holdings* bancarios a fin de sacarse de encima las regulaciones que seguramente los condenarían a desaparecer y para conseguir con mayor facilidad el respaldo financiero del gobierno estadounidense. Por su parte, Merrill Lynch se fusionó con el Bank of America. De esta manera, comenzaba un profundo proceso de reestructuración del sistema bancario. De hecho, con la desapa-



ción de los otrora todopoderosos bancos de inversión concluyó una era de la historia financiera en Estados Unidos.<sup>271</sup>

En una entrevista con el prestigioso Council on Foreign Relations celebrada el 5 de octubre de 2008, el economista Nouriel Roubini sostuvo que las medidas de reorganización de los bancos de inversión eran necesarias para salvar al sistema bancario del colapso total, y aseguró que detrás de estas operaciones estaba la Reserva Federal, la cual ofrecía enormes garantías que aseguraban la solvencia de estas firmas. De hecho, el banco central ejerció —y actualmente ejerce— un papel mucho más importante que el Tesoro en el rescate de los mercados financieros de Estados Unidos.

Debe tenerse en cuenta la magnitud de los cambios. En primer lugar, una parte importante del sector financiero fue virtualmente nacionalizada, incluyendo a Fannie Mae y Freddie Mac, y la división hipotecaria de AIG, que manejaban activos por un total cercano a los 2.8 billones de dólares, todo esto con el respaldo de la Reserva Federal. En segundo lugar, se trasladaron los recursos de la mayor parte de los grandes bancos de inversión (que sobrevivieron en septiembre) a nuevas compañías bancarias y a dos grandes bancos comerciales, por un total de 2.7 billones dólares (recordemos que la cifra es 2.7 millones de millones).

Por otra parte, hay que tener en cuenta la larga secuencia de rescates de los propios bancos comerciales. Uno de los más afectados por la crisis fue el Citicorp (el mayor banco de Estados Unidos), que recibió sus primeras inyecciones multimillonarias de fondos federales superiores a los 300 mil millones de dólares a principios de 2009. Este tipo de rescate fue acompañado por acciones muy agresivas de la Reserva Federal para impedir el colapso total del crédito en los mercados y la paralización de la economía. Para el 16 de diciembre, la Reserva Federal había fija-

do su meta de tasa de interés en un rango entre 0 y 0,25%. Eran las tasas más bajas registradas en la historia.

A partir de la llegada a la presidencia de Barack Obama en enero de 2009 se han continuado las dos grandes líneas de acción iniciadas en meses anteriores: rescates a instituciones financieras y planes de estímulo a la economía. Es evidente que la mayor parte de los recursos se han destinado al rescate de los bancos de inversión y de los bancos hipotecarios, mientras que fue mucho menos cuantioso el segundo grupo de intervenciones destinadas a apuntalar algunas empresas automotrices y ciertos sectores clave de la economía. A principios de 2009, se presentó un cálculo del monto total de los rescates financieros así como de estímulos a la economía: se estimaba que la cifra podría alcanzar los 6.61 billones de dólares. Estos números abarcaban tanto los rescates financieros que manejaba la Reserva Federal y los autorizados por la Ley de Emergencia de Estabilización, aprobada en 2008, que en conjunto se aproximaban a los 5.75 billones de dólares, a los que se agregaron los estímulos fiscales recogidos en el Plan de Recuperación y Reinversión del presidente Obama que sumaban cerca de 800 mil millones de dólares.<sup>272</sup>

Si bien los rescates impulsados y garantizados por la Reserva Federal han seguido su curso en el año 2009, no hay certeza sobre cuál va a ser la naturaleza de los cambios que tendrán lugar en el marco regulatorio y en la estructura bancaria en el mediano plazo. Existen grandes dudas sobre la forma en que se seguirán distribuyendo y administrando los fondos de rescate para el sistema financiero en Estados Unidos. De hecho, en los casos de los rescates fiscales, los análisis de las acciones de cualquier banco central como *prestamista de última instancia* sugieren que por lo general se favorece a ciertos grandes grupos financieros y se de-

en un apoyo equivalente a millones de deudores de hipotecas y decenas de millones de contribuyentes.<sup>273</sup> Sin embargo, las propuestas de reformas regulatorias presentadas por el gobierno de Obama al Congreso norteamericano a mediados de junio de 2009 prometen abrir un enorme debate entre todos los actores.

#### LOS RESCATES FINANCIEROS EN EL REINO UNIDO Y LA UNIÓN EUROPEA

Aunque es fundamental prestar especial atención a la magnitud de los rescates financieros en Estados Unidos, también deben tenerse muy en cuenta los cuantiosos rescates que se han implementado en otras naciones. En primer lugar, hay que subrayar la dimensión que la crisis tuvo en Gran Bretaña y en particular atender a las proporciones del colapso en su capital financiera, la ciudad de Londres. Allí los primeros problemas se vislumbraron en la primavera de 2007, cuando varios bancos mandaron señales de alarma y recibieron un primer apoyo del Banco de Inglaterra. Luego, en febrero de 2008, el gobierno británico nacionalizó el banco hipotecario Northern Rock, muy disminuido debido a la astringencia crediticia iniciada en 2007. Durante el primer semestre de 2008, comenzaron a circular noticias en los mercados financieros acerca la debilidad de diversos fondos de inversión ingleses y del creciente contagio de los problemas financieros suscitados en Nueva York. La situación empeoró de manera gradual, y el primer gran derrumbe bancario británico se produjo el 18 de septiembre de 2008 cuando se anunció la compra de la firma financiera HBOS por parte del banco británico Lloyds TSB por un monto de 21.800 millones de dólares. Luego comenzaron a filtrarse reportes de graves daños

en otros bancos ingleses. El 8 de octubre de 2008, el gobierno británico anunció un plan de rescate de 250 mil millones de libras esterlinas (equivalente a más de 400 mil millones de dólares). Gran parte del dinero se destinaría a canjear de manera temporal bonos por hipotecas bancarias y a recapitalizar los bancos.

Después del anuncio de estos rescates, el primer ministro, Gordon Brown, fue saludado en la prensa financiera internacional como el gran salvador, pero aun así las bolsas europeas y asiáticas tuvieron un mal desempeño el día posterior al anuncio del plan de emergencia. De la misma manera que en Estados Unidos, el gobierno británico intervino con recursos fiscales pero asegurando la estrecha colaboración del banco central, el Banco de Inglaterra, que ofreció una larga serie de garantías para las entidades amenazadas por la fragilidad de sus carteras. A pesar de ello, algunos de los mayores bancos comerciales británicos siguieron con problemas y, en algunos casos eran tan graves —como el del Royal Bank of Scotland—, que se procedió a su virtual nacionalización.

Ante la evidencia de que la crisis estaba golpeando a todos los mercados financieros de la zona euro, los líderes de la región se reunieron el 12 de octubre de 2008 en París para acordar un plan de acción. El presidente francés, Nicolás Sarkozy, invitó a Gordon Brown a la conferencia de jefes de gobierno con el objetivo de confirmar que toda Europa estaba coordinada. Los acuerdos consistieron en recapitalizar a las instituciones que se encontraban en riesgo y garantizar los préstamos interbancarios en la zona europea. El gobierno francés y el Banque de France se comprometieron a proporcionar 320 mil millones de euros de préstamos a los bancos privados con el fin de mantener la actividad crediticia, además de prometer una inyección de 40 mil millones de euros en los grandes bancos comerciales con problemas, como el Société Générale.

y BNP-Paribas. La canciller alemana Angela Merkel se comprometió a ofrecer 400 mil millones de euros en préstamos puente del banco central (Bundesbank) a los bancos privados y un monto cercano a los 80 mil millones de euros para inyectar capital a los bancos en situación de insolvencia. A la vez se hizo público el virtual colapso del sistema bancario en Irlanda e Islandia, ambos de los cuales habían requerido intervenciones gubernamentales masivas.

En cambio, en el caso de España, en octubre de 2008 el gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero pudo enorgullecerse de que el sistema bancario español no necesitara rescates. Los principales bancos comerciales españoles estaban menos expuestos a los colapsos de los mercados porque no habían comprometido tantos fondos en vehículos de inversión de alto riesgo. Sin embargo, las autoridades en Madrid anunciaron poco después que estaban dispuestas a inyectar un monto cercano a los 100 mil millones de euros en posibles rescates. En todo caso, debe tenerse en cuenta que, en el caso de España, los efectos de la crisis económica llegaron más tarde, en la medida que los mercados de bienes raíces se hundían de forma más lenta (aunque aún más profunda) que en el resto de Europa. En junio de 2009 se anunciaría que el gobierno español estaba contemplando la creación de un fondo de apoyo para cajas de ahorro y bancos con un capital de 9 mil millones de euros, pero con posibilidad de endeudarse por 90 mil millones de euros.

La crisis económica en España se había manifestado con fuerza en el 2008, cuando se perdieron más de un millón de empleos formales, y se profundizó a lo largo del 2009, superando las caídas en otras economías europeas como la francesa y alemana. Aunado al hecho de sufrir las más altas tasas de desempleo formal en el mundo, la economía española compartía con la estadounidense un enorme déficit comercial y un excesivo endeudamiento de la

masa de los consumidores. Además, la burbuja inmobiliaria era proporcionalmente tan grande como en Estados Unidos o Gran Bretaña aunque lo cierto es que merced a la mayor estabilidad de su sistema bancario comercial español, ésta no se había manifestado con tanta fuerza hasta entrado el 2009. Ello se debió en parte al hecho de que desde años atrás, el Banco de España había implementado una novedosa estrategia de cobertura de riesgos para la banca comercial que implicaba exhibir los nuevos y riesgosos vehículos de inversión en sus cuentas habituales. Además, dicho banco central insistió en que se adoptaran una serie de “provisiones dinámicas” que asegurase que los bancos comerciales dispusieran de importantes cantidades de fondos para poder aumentar su capital en caso de sufrir posibles pérdidas a raíz del aumento del uso de novedosos instrumentos financieros en los mercados. No obstante, las cajas de ahorro regionales españolas no contaron con estas provisiones y, por consiguiente, estaban mucho menos preparados para enfrentar los embates de la gran crisis.

Durante los últimos meses del *annus horribilis* de 2008, los países que conforman la Unión Europea se comprometieron a realizar grandes intervenciones gubernamentales en los mercados financieros y a iniciar rescates fiscales que se acercan o superan a los montos gastados en Estados Unidos. Sin embargo, y a pesar de la propaganda emanada de la cumbre del 12 de octubre de 2008 y de las reuniones políticas de alto nivel que se realizaron luego, es claro que no ha prosperado un plan realmente coherente de medidas anticrisis o de estímulo a la economía en la Unión Europea, sino más bien una serie de planes individuales por parte de cada país. Algunas de las naciones más emblemáticas de la región han comprometido grandes montos de recursos públicos para infraestructura

y préstamos a la industria automotriz, y en algunos casos, estímulos a ciertos sectores sociales, incluyendo a la clase media como los obreros sin empleo. En abril de 2009 se calculaba que el rescate fiscal de conjunto en la Unión Europea podía ascender a los 2 billones de dólares, mientras que el rescate fiscal estadounidense sería menor. No obstante, aún es difícil hacer un balance, ya que las medidas de respuesta al colapso se han ido ampliando en cada nación y es posible que se profundicen en el futuro.

Un rasgo sobresaliente de la actual crisis es que se ha intensificado el debate sobre la posición futura de Estados Unidos dentro de la economía mundial. Incluso se han despertado cada vez más interrogantes sobre la posibilidad de que pierda su hegemonía monetaria, que comienza a ser cuestionada por China, entre otros países. Independientemente de esta reflexión, la crisis contemporánea también ha golpeado con severidad a las dos mayores economías del continente asiático y ha obligado la puesta en marcha de programas anticíclicos. En conjunto, a fines de 2008 los gobiernos de China y Japón adoptaron programas de estímulos fiscales a la actividad económica por cerca de 700 mil millones de dólares. Si a esto se suman los montos que han adelantado sus bancos centrales para apuntalar a sus respectivos mercados financieros, puede considerarse que se trata de una intervención masiva, quizá sin un antecedente histórico, al menos en el caso de China.

#### IMPACTOS Y RESPUESTAS A LA CRISIS EN AMÉRICA LATINA

Uno de los hechos más notables de la financiera mundial contemporánea es que no se produjeron pánicos bancarios ni crisis de deudas soberanas en los países en desarrollo. El contraste con las

naciones más avanzadas es manifiesto. No obstante, resulta evidente que el impacto del colapso golpeó a todas las economías de estas naciones a partir de septiembre de 2008. En las breves páginas que siguen, comentaremos con algún detalle el caso latinoamericano, pero está claro que debe compararse con las experiencias de transmisión de la crisis a los países de Asia, Medio Oriente y África.

La crisis contagió a América Latina luego del segundo semestre de 2008 a través de un descenso en las exportaciones, la reducción de los flujos de inversión extranjera directa, las remesas decrecientes y una caída significativa del turismo internacional. Estas variables representaban entradas de capital que apuntalaban la estabilidad de la balanza de pagos de las economías latinoamericanas. Pero en la mayor parte de esta región, la evolución de las finanzas públicas y de los sistemas bancarios resultó mucho menos volátil que en el pasado. En principio se experimentaron conatos de crisis bancarias a raíz de la caída en los valores de las monedas latinoamericanas, pero la situación pronto se estabilizó. Tampoco hubo crisis de deudas soberanas, como había sido común en el pasado. Es probable que esto se deba a que, desde hace un decenio, los países de Latinoamérica lograron cierta estabilidad en sus deudas públicas y, además, a que cuentan con reservas internacionales que les permiten cubrir con cierta holgura el pago de sus obligaciones con el resto del mundo. A su vez, los bancos centrales en muchos países han podido reducir las tasas de interés y varios gobiernos nacionales se han comprometido a estimular sus economías con recursos fiscales.

Por lo general, las respuestas de los gobiernos y de los bancos centrales latinoamericanos al desequilibrio económico internacional y a la caída del empleo se distinguen entre activista y conservadora, de acuerdo con los reportes de CEPAL, que son publicados de forma periódica. Una breve revisión de la situación en



La Argentina, Brasil, Chile y México permite distinguir la situación particular y algunas de las estrategias adoptadas por los gobiernos de cada país.

La crisis mundial encontró a la Argentina relativamente aislada de los mercados financieros internacionales y a su economía debilitada por la caída inicial en el precio de sus exportaciones de carne, cereales y soja. Pero por suerte el banco central contaba con reservas altas debido a la experiencia exportadora favorable vivida los años precedentes. La situación financiera del gobierno argentino se había beneficiado, además, por la moratoria de pagos de su deuda externa en 2002 y por el éxito en las negociaciones llevadas a cabo con acreedores internacionales, lo cual redujo el monto del servicio anual que había estado asfixiando al país. Sin embargo, desde septiembre de 2008, la situación fiscal y financiera se complicó y el gobierno argentino, encabezado por la presidenta Cristina Fernández, resolvió nacionalizar los fondos de pensiones para evitar corridas especulativas en los mercados. A su vez, las autoridades económicas debieron contratar algunos préstamos con el sistema bancario local. Lo cierto es que en 2009 tanto la bolsa como la banca argentinas han prosperado. El banco central ha ampliado los créditos a las empresas y el gobierno ha puesto en marcha subsidios para el desempleo.

A fines de 2008, Brasil enfrentó las mismas presiones recesivas que el resto de América Latina y el valor de capitalización de la bolsa de San Pablo cayó estrepitosamente como consecuencia de la incertidumbre financiera mundial. Sin embargo, la considerable diversificación de las exportaciones de este país, la estabilidad de los bancos brasileños y el fuerte dinamismo del mercado interno le han permitido sortear la crisis de manera apreciable. Por otra parte, el gobierno ha puesto en marcha programas importantes para dina-

mizar la actividad productiva y la demanda, incluyendo una inyección de 44 mil millones de dólares para sostener el consumo y un Programa de Aceleración del Crecimiento por cerca de 70 mil millones de dólares cuyo fin es impulsar los sectores de energía, transporte e infraestructura. Además se mantiene el plan del presidente Lula de llevar a cabo el programa más ambicioso de construcción de vivienda popular en la historia de Latinoamérica.

Por su parte, durante 2009, el gobierno chileno, encabezado por la presidenta Michelle Bachelet, adoptó políticas cautas en medio de la crisis y ha instrumentado algunos aumentos en el gasto público, construcción e infraestructura, al igual que pequeños incrementos en el gasto social. En los años anteriores al estallido de la crisis, el cobre chileno se cotizó a buenos precios en los mercados internacionales. El gobierno de este país decidió ahorrar una parte de esos recursos en un fondo de riqueza soberana (*sovereign wealth fund*) y adoptó una política fiscal que permite contar con suficientes ahorros del sector público e incurrir en déficit en el periodo más bajo del ciclo económico. Así el gobierno chileno puede expandir sus políticas fiscales y monetarias y facilitar una política de cierta flexibilidad de créditos para las empresas, sin debilitar la situación macroeconómica.

México ha enfrentado problemas mayores que los países sudamericanos y la situación ha empeorado a lo largo de 2009 lo que puede atribuirse en buena parte a la estrecha dependencia de sus relaciones económicas con Estados Unidos pero también a la negativa del gobierno mexicano de poner en marcha un programa agresivo de tipo contracíclico. Habría sido de esperar que de todas las administraciones públicas latinoamericanas, el gobierno mexicano hubiera adoptado la reacción más proactiva frente a la crisis para suavizar sus impactos, que comenzaron a ser mu-

pronunciados en producción, empleo y comercio exterior. Esos impactos se derivan de la caída de las exportaciones a Estados Unidos, la disminución de las remesas de trabajadores mexicanos radicados en el exterior y el descenso de los ingresos por exportaciones de petróleo. México también se ha resentido debido a la baja en el flujo de turistas como consecuencia de la inseguridad y del brote de influenza A/H1N1. La caída en el consumo y en el crédito ha diferido proyectos de inversión privada y amenaza con reprimir la actividad económica del país. Las autoridades de la Secretaría de Hacienda han actuado hasta ahora con cautela y parecen temerosas de empeorar la debilidad estructural de las finanzas públicas por el fracaso secular a la hora de llevar a cabo una reforma fiscal a fondo, que ha hecho que el gobierno dependa de ingresos petroleros cada vez más menguados.

#### LA CRISIS DE 2008: ALGUNOS CONTRASTES CON LA GRAN DEPRESIÓN DE LOS AÑOS 30

Si bien es demasiado pronto para evaluar el conjunto de los daños provocados por la crisis financiera y económica de 2008-2009, existe un amplio debate sobre su gravedad en términos comparativos con los mayores colapsos económicos del pasado. Es común afirmar que la crisis contemporánea es la peor sufrida desde la Gran Depresión, pero cabe preguntarse acerca de las similitudes y contrastes que existen entre ambas. Cerramos este capítulo con un breve contrapunto, ya que consideramos que comparar es útil para determinar qué hay de nuevo en la crisis global de nuestros días.

¿Cuáles son los principales paralelos entre el colapso financiero contemporáneo y el “crac” de 1929? La mayoría de los

analistas señalan ciertos parecidos. En ambos casos, la debacle arrancó con una fuerte caída bursátil en Estados Unidos, que luego se extendió a nivel mundial. Esto fue seguido por una fuerte contracción del crédito a escala internacional, lo que produjo una enorme reducción del comercio global. Ambos fenómenos provocaron reducciones muy marcadas en los flujos de capitales y presiones sobre los tipos de cambio de las monedas de la mayoría de las naciones, desembocando en diferentes grados de devaluaciones. En suma, tanto en 1929 como en 2008 —aunque por diferentes caminos— se produjeron colapsos de mercados financieros, quiebras bancarias y una reducción de la riqueza en valores accionarios y títulos financieros, todo esto acompañado por desplomes del comercio mundial. A su vez, ambas crisis produjeron una fuerte caída de la producción a escala global y un aumento del desempleo, aunque se discute si fue más fuerte en términos proporcionales en los años 30 que en nuestra época.<sup>274</sup> Actualmente, los economistas Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke han ofrecido una serie de cálculos de gran utilidad para comparar el desempeño de la economía mundial durante la Gran Depresión y en nuestros días. El impacto *inicial* de la crisis de 2008 fue más intenso que el provocado por la de 1929, pero se observa una recuperación más rápida tras el colapso contemporáneo. En resumen, las caídas en el producto económico mundial, las bolsas mundiales y el comercio internacional han sido extremadamente agudos desde octubre de 2008, pero tocaron piso hacia agosto de 2009, después de lo cual se observa un repunte que es más fuerte en el caso de las cotizaciones bursátiles que en el comercio y la producción globales. En cambio, en los años 30, el descenso en la mayoría de las variables económicas y financieras fue persis-

tente y duró casi toda la década, siendo solamente a partir de la Segunda Guerra Mundial que se logró una recuperación sostenida de la actividad económica.

También pueden identificarse algunos elementos más específicos que explican la dinámica de los mercados bursátiles y bancarios en estas dos grandes crisis históricas. En las dos coyunturas, un antecedente inmediato del “crac” fue un auge y colapso en los mercados inmobiliarios, pero en 1929, la declinación de los precios no causó un derrumbe financiero, mientras que en 2008 las hipotecas estaban en el ojo de la tormenta.<sup>275</sup> A su vez, en ambos casos las crisis fueron precedidas por un extraordinario auge bursátil, inflado a raíz de un notable incremento de la oferta del crédito por parte de firmas de inversión que desembocó en una serie de burbujas financieras. Estas conductas han sido descritas en función de la “manía” colectiva de los banqueros e inversores, cuya conducta se califica como “exuberancia irracional”. Hay consenso en que las dos crisis comenzaron en Estados Unidos, donde un virtual colapso de los mercados bancarios y financieros tuvo graves consecuencias para el resto de la economía de ese país pero también provocó un fuerte contagio a escala internacional. Poco después se produjo una serie de grandes crisis bancarias y bursátiles en Europa. La transmisión al resto del mundo fue bastante rápida, sobre todo en lo que se refiere a las tendencias bursátiles y la contracción del crédito.

Ahora bien, es necesario además comentar los contrastes que se advierten entre ambos eventos. A primera vista, puede afirmarse que las caídas sufridas en los mercados financieros y en el comercio internacional han sido más pronunciadas y veloces en 2008 que en 1929, pero se tiene la impresión de que hoy en día

los derrumbes tocaron fondo en menos tiempo, lo cual podría hablar también de una recuperación más rápida. Una gran parte de los indicadores económicos y sociales en el primer semestre de 2009 sugiere que el colapso global no es tan profundo en la actualidad como en los peores momentos de la Gran Depresión. Por ejemplo, se estima que el desempleo alcanzará algo más del 10% en Estados Unidos hacia principios de 2010, es decir, un nivel similar al de Europa hoy, pero luego se pronostica una lenta recuperación. En la Gran Depresión, en cambio, y como ya hemos señalado en capítulos anteriores, se alcanzaron niveles mucho más altos de desempleo. Precisamente por esto, al hablar de la actual crisis se prefiere utilizar la expresión “Gran Recesión”, que sugiere importantes diferencias respecto de la “Gran Depresión” de los años 30.

Un segundo contraste muy marcado es el rol que ha asumido el Estado en ambos eventos. Entre 1929 y 1931, los gobiernos y los bancos centrales por lo general mantuvieron una política de no intervención, la cual contribuyó a que se produjeran fugas de capitales masivas, al debilitamiento del sistema bancario y crediticio y, eventualmente, a una serie prolongada de crisis bancarias y quiebras de una multitud de empresas en varios países. En contraste, desde principios de septiembre de 2008, los gobiernos y bancos centrales de Estados Unidos y de la Unión Europea adoptaron una política de masiva intervención para salvar bancos y mercados financieros. Es claro que los altos directivos aprendieron de la historia una importante lección: actuar antes que el colapso contamine al conjunto de las economías.

Entre 2008 y 2009, la inyección de dinero de los bancos centrales para impedir el congelamiento de los mercados crediticios, así como el rescate directo de grandes bancos quebrados y las

normes garantías para la gestión de billones de dólares en activos tóxicos (en especial de millones de hipotecas) han constituido el mayor rescate financiero de la historia. Conjuntamente con la aplicación de políticas fiscales muy agresivas cuyo fin fue apuntalar las economías por parte de los gobiernos de la Unión Europea, Estados Unidos, China, Japón, Rusia y la mayoría de los países en desarrollo, estas medidas han cambiado el curso de la crisis. De esta forma evitaron una secuencia adicional de pánicos bancarios, permitieron que el sistema financiero encuentre cobijo en el Estado y es probable que hayan alejado el peligro de un colapso aún más profundo y un prolongado estancamiento.

El contraste entre estos dos grandes momentos históricos, por consiguiente, se refleja en especial en los cambios radicales que se registran en materia de gestión de las políticas bancarias, monetarias y fiscales. En 1929, la amplia aceptación ideológica y práctica del patrón oro como eje del sistema monetario internacional tuvo efectos muy restrictivos sobre el margen de acción de los dirigentes financieros y políticos en muchos países. A su vez, el temor a utilizar instrumentos fiscales para relanzar las economías condenó a los gobiernos a una virtual inacción. Hoy en día, se han puesto en marcha con determinación y rapidez políticas keynesianas en combinación con políticas más agresivas de expansión monetaria por parte de los bancos centrales.

En tercer lugar, puede sugerirse que las reacciones nacionalistas y proteccionistas fueron más pronunciadas en las políticas económicas adoptadas en 1929-1932 que en nuestra época. En los años 20, pese a un proceso de recuperación económica posterior a los estragos sufridos por la Primera Guerra Mundial, el nacionalismo económico estaba en auge y se reforzó con el estallido de la crisis de 1929. Muy pronto se levantaron las tarifas

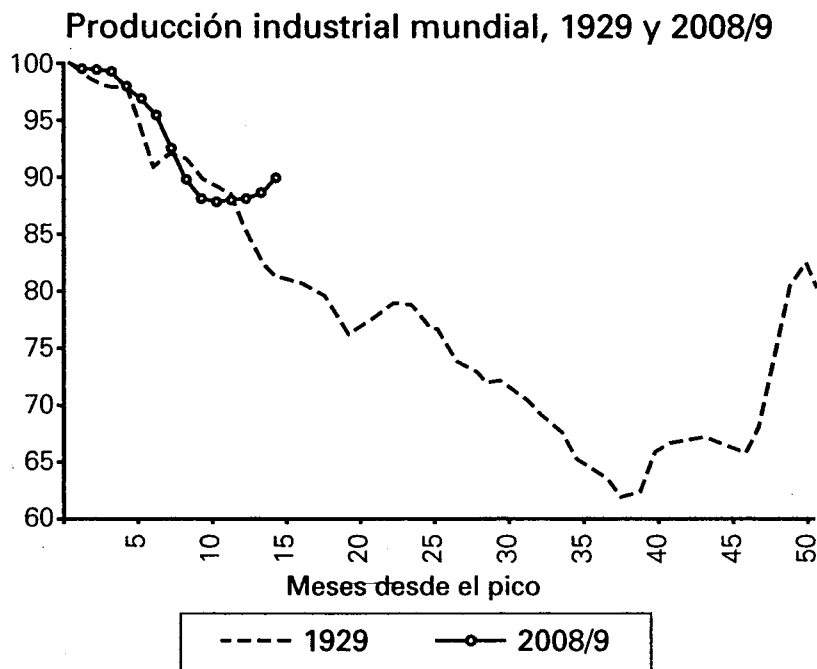
aduaneras y se impusieron controles de cambios y de movimientos de capitales. No se logró una coordinación concertada de los bancos centrales y fracasaron las tardías conferencias internacionales —como la de Londres de 1933—, que tenían la misión de establecer acuerdos para responder al colapso con políticas económicas y financieras.

En cambio, en la crisis contemporánea se hizo notar desde los últimos días de septiembre de 2008 que la mayor parte de los directivos de los bancos centrales y de las tesorerías nacionales estaban en estrecho contacto. Las múltiples reuniones del G-7 y del G-20, además de varias cumbres de los países europeos, latinoamericanos y asiáticos, nos hablan de que la coordinación internacional es el lema de la actualidad.

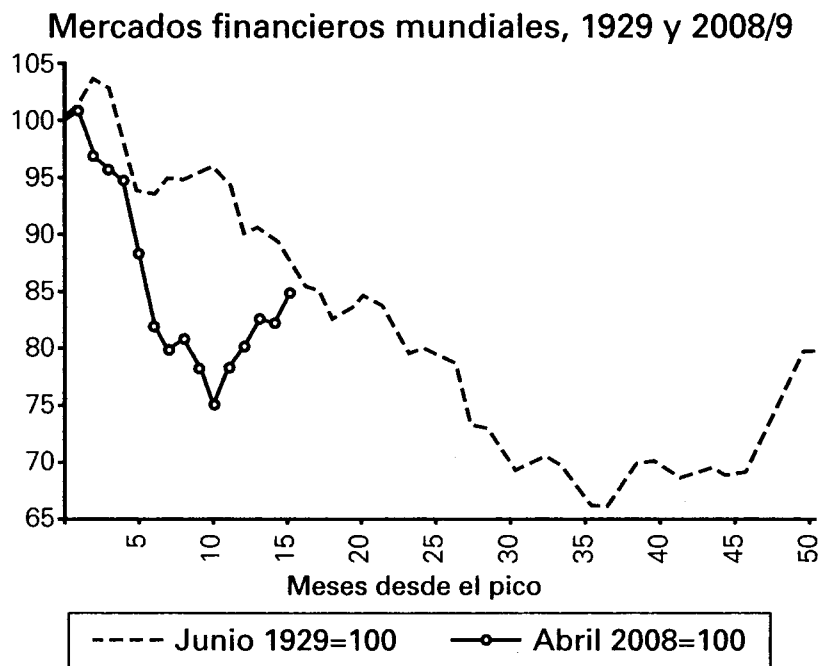
Finalmente, hay que subrayar que en estos días —y de manera sorprendente— ha sido la fuerza y la estabilidad de las economías en desarrollo uno de los factores más importantes para sortear la crisis. En 2008-2009 no se han producido crisis de deudas de los países de América Latina, África o Asia. Al contrario, los países de la periferia mantuvieron el servicio de sus deudas y contribuyeron al buen desempeño de la banca global. No se registraron colapsos bancarios significativos en casi ninguna parte del mundo en desarrollo. Los países de la periferia que sufrieron mayores pérdidas inicialmente fueron los grandes exportadores de bienes industriales, en particular los países asiáticos, pero sus economías mantienen tasas de crecimiento muy superiores a las de Europa y Estados Unidos. Entretanto, los principales países exportadores de productos primarios, minerales y petróleo —del Medio Oriente, América Latina y Asia— lograron mantener altos niveles de comercialización, pese a la baja en la demanda y en los precios mundiales.



Gráfico 6.4

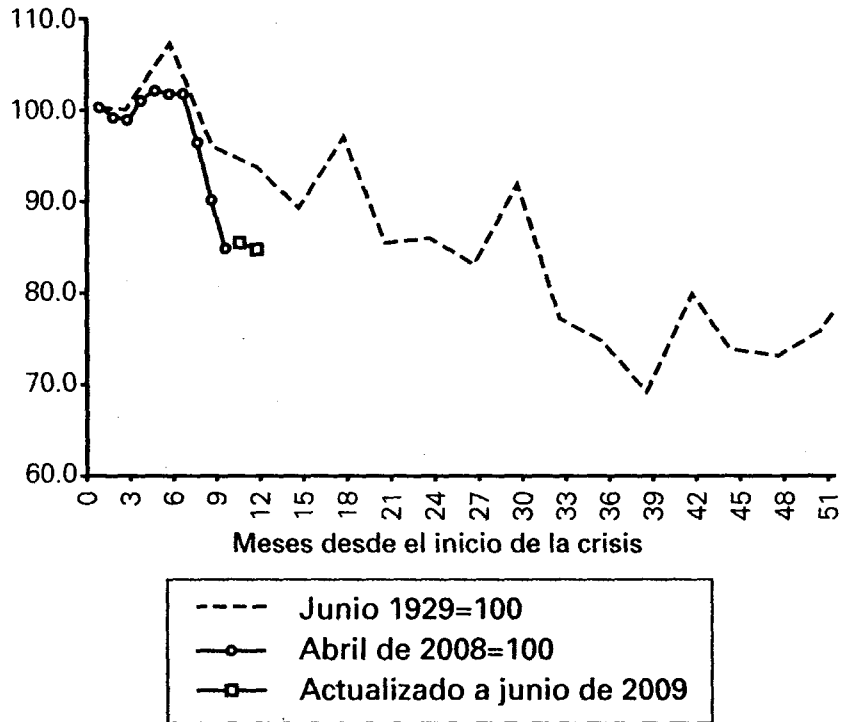


Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (consultado el 23 de febrero de 2010).



Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (consultado el 23 de febrero de 2010).

Volumen de comercio mundial, 1929 y 2008/9



Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (consultado el 23 de febrero de 2010).