

ELEMENTOS LIMINARES PARA COMPRENDER LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL 2008-2009 EN SUS PROYECCIONES ACTUALES

Dr. Paul Paredes Portella.
Profesor de Economía Internacional UNIFÉ

Abstract

El artículo presenta los factores determinantes que condujeron a la crisis financiera internacional de los años 2008-2009, entre otros, el propio neoliberalismo, las hipotecas en los bienes inmuebles en Estados Unidos, los créditos “subprimes”, “titularización de hipotecas” (titrisation), las agencias de notación, los “swaps”, el estado asumiendo las pérdidas, las limitaciones del banco del tipo “universal”, la regulación de los sistemas financieros y su incidencia en el crecimiento, el efecto dominó de las crisis financieras. El artículo culmina explicando los efectos perniciosos de las crisis financieras en el crecimiento económico y la necesidad de una reforma sustantiva del sistema financiero internacional.

Palabras clave: “subprimes”, “titularización de hipotecas” (titrisation), agencias de notación, “swaps”, banco del tipo “universal”, el efecto dominó.

A manera de introducción señalo que la crisis financiera 2008-2009 tuvo como reacciones, a nivel de las economías desarrolladas, la puesta en marcha de políticas anti-cíclicas que se tradujeron en un aumento de la deuda pública y del déficit fiscal, lo que implica que tales economías, en un determinado plazo tengan que afrontar ese endeudamiento. Tal situación nos conduciría nuevamente a escenarios de crisis, esta vez a causa del elevado nivel de endeudamiento de los estados. La crisis griega y del euro de inicios del 2010 es un indicio de cómo los mercados reaccionan, irreflexivamente, entrañando consigo corridas que afectan a dichas economías y al sistema financiero en su conjunto.

En este artículo voy a presentar algunos factores, que de manera conjunta, coadyuvaron a exacerbar la crisis 2008-2009. Como ésta se originó en Estados Unidos y luego se extendió al sistema financiero global en un efecto dominó, los factores están referidos a ese país.

1. El liberalismo en cuestión. Cómo la crisis acusa los excesos del capitalismo.

La crisis financiera marca el quiebre de una creencia vigente hasta ahora según la cual el sistema financiero puede autorregularse. Estamos ante el

fracaso de una ideología liberal que se desarrolla hace treinta años (en los 80s) bajo Ronald Reagan y Margaret Thatcher y que luego alcanzó su paroxismo con George Bush y Alan Greenspan (ex Presidente de la Reserva Federal, FED). Este liberalismo permitió no solamente a la ingeniería financiera a desarrollarse, sino también a que explotase de manera perversa.

La asunción del sistema financiero por el Estado (como se lo ve ahora en los Estados Unidos) cierra un lapso de unos treinta años, la de todos los excesos, del crédito irrestricto y también de la ampliación inadmisibles de desigualdades debida al movimiento sin control de las finanzas de mercado. El crecimiento ilimitado del crédito en los países desarrollados, mientras que la gran mayoría de las rentas reales se estancaba, llegó a su término. La enormidad del déficit público americano recurrente y que tendrá que controlarse conduce a la vuelta a las reglamentaciones indispensables en los bancos y los mercados de capitales. Estas van a aumentar por lapsos largos los costos del crédito y a limitar las palancas de endeudamiento. De ahí que es muy probable que a futuro, la actividad económica deberá ser financiada aún más por fondos propios consagrados a las inversiones a largo plazo. China

desarrolla un modelo alternativo de capitalismo controlado por el Estado y basado en la potencia del ahorro. El desarrollo de las finanzas asiáticas que van progresivamente organizar sus mercados financieros y a desarrollar a sus inversores institucionales permite prever un sistema financiero según nuevos esquemas de control y regulación.

El ahorro y la inversión occidental se retraerá en los países emergentes. Y los fondos soberanos administrados por los Estados y las empresas de los países emergentes vendrán a adquirir activos en Occidente.

2. El desenfreno de las hipotecas. Cómo la crisis financiera ha estallado.

Sin entrar en detalles que tienen que ver con las contradicciones del sistema, baste señalar que el mecanismo desestabilizador se inicia en los Estados Unidos, a inicios de esta década, con créditos hipotecarios casi irrestrictos para adquirir bienes inmuebles. A manera de ejemplo el proceso es el siguiente: un hogar pide prestado dinero para comprar una casa. Esta casa es la garantía del préstamo. Al principio de la operación el bien vale 100. El adquiriente pide prestados 100. Y luego el precio de los bienes inmuebles se disparan. En pocos años la casa de nuestro ejemplo vale 150 o 200. La familia puede aumentar su empréstito por 50 o 100 y aprovechar para comprar otros bienes, digamos un auto, otros bienes para el hogar, una piscina, o una ampliación de la propiedad. Así, una misma casa puede garantizar varios préstamos.

Los bancos fomentaron este planteamiento. Pero ahora este esquema muestra sus efectos perversos. Cuando el mercado de los bienes inmuebles baja o incluso colapsa, lo que es el caso desde hace dos años, la casa vale mucho menos que el crédito contratado para la compra, menos de los 100 iniciales de nuestro ejemplo, digamos 80 o 50. Los hogares no pueden honrar más sus deudas, porque de un lado, el banco requiere nuevas garantías, preferentemente inmobiliarias, para cubrir ese vacío o pérdida, de otro lado los intereses han subido, digamos de una base de USD 1,000 se pasa a USD 1,200 o USD 1,500. Ahora hay cientos de miles de hogares estadounidenses que contrataron tales créditos hipotecarios que no tienen otra solución que abandonar sus bienes a los bancos y no reembolsan sus préstamos. El método es brutal:

las entidades prestamistas les piden devolver la llave de la casa por correo, o el sheriff del condado va con unos policías y señala a los habitantes que tienen una hora para desocupar la casa en su integridad. Estos hogares quedan, en principio, liberados de su deuda pero se encuentran entonces sin techo, además de perder todo acceso al crédito. El banco, recupera un bien cuyo valor no hace más que bajar. A partir de fines de 2005, los precios de los bienes inmuebles marcaron un ritmo descendente y la reducción se aceleró en el otoño del 2006.

Esto prueba asimismo, la irresponsabilidad de los bancos y de las agencias de notación encargadas de evaluar la calidad de los "créditos subprimes": su distribución y su transformación en títulos financieros, al inicio no hizo más que acelerarse.

3. Los créditos "subprimes" y cómo los hogares americanos terminaron sobre endeudados.

Los subprimes son créditos que se distribuyeron a hogares sin una base sólida de recursos. Sin comprobar que éstos últimos no eran suficientemente elevados para justificar los préstamos. Estos créditos se construyeron por una duración de treinta años de manera *sui generis*: préstamos por dos o tres años con un tipo de interés muy bajo, para pasar luego a un ajuste automático o a una renegociación a tipos más elevados y más variables, unos 2 o más puntos porcentuales. Así la carga de los pagos mensuales, en unos dos o tres años, aumentó bruscamente entre 25% y 40% sobre su nivel inicial.

Es necesario precisar que en los Estados Unidos los créditos pueden también ser concedidos por agentes especializados fuera de toda supervisión y sin dependencia directa de los bancos prestamistas. Estos agentes no conservan tales títulos, sino que los transfieren a bancos especializados que a su vez los agrupan para venderlos a inversores en forma de títulos financieros. Estos agentes son remunerados por una comisión, por lo que les es más importante asegurar un volumen de transacciones, sin preocuparse en la capacidad del hogar para reembolsar el crédito. Así, todo el sistema se basaba en un incentivo perverso. Este tipo de crédito distribuido a los hogares aumentó a una velocidad vertiginosa.

4. La “titularización de hipotecas” (titrisation) es la vía como el mal se propagó.

Los créditos se difundieron a través del fenómeno de la “titularización”. La titulización es una técnica que consiste en colocar en una sociedad *ad hoc* toda una serie de créditos concedidos a hogares y luego a vender los títulos de esta sociedad a inversores para quienes eso constituye una colocación o una inversión. Los bancos emisores compraron hasta cierto porcentaje sus créditos, pero el resto lo pasó a las sociedades inversionistas. Estos productos elaborados por bancos de inversión se colocaron fuera de sus balances, como si estos bancos no hubieran sido más que intermediarios. Los bancos revendían los productos de la titulización a inversores, pudiendo encontrarse tales títulos en Wall Street como en Tokio, Londres o París.

Pero ocurrió algo curioso, en su razonamiento, estos establecimientos financieros compraron distintos préstamos y para reducir (diluír) el riesgo, los mezclaron con créditos emitidos en regiones muy distantes y diferentes, Florida, California, Texas... El problema es que ni los bancos ni las agencias de notación habían previsto una caída de los bienes inmuebles masiva y en todo el territorio estadounidense.

Ahora bien, la reducción de los precios y el importe de los créditos no reembolsados se reforzaron recíprocamente hacia abajo. Los bancos embargaron los bienes de los hogares insolventes y se esforzaron en revenderlos. Lo elevado de las pérdidas causó la desconfianza de los inversores. Al final, nadie sabía cuál era el valor de los títulos. Y así es como se fueron congelando las transacciones. Un círculo vicioso, un efecto dominó.

5. La irresponsabilidad de las agencias de notación, con lo que los inversores fueron inducidos a error.

Los inversores durante años confiaron en las agencias de notación. Actualmente tres sociedades americanas (Moody's, Standard and Poor's y Fitch) evalúan la calidad de un título o la solidez de un agente emisor. Conceden una nota. Como los préstamos agrupados en los grupos de créditos “titularizados” parecían bien diversificados (diluídos), las agencias de notación consideraban

el riesgo global poco elevado y concedieron buenas notas a los títulos emitidos. Así, los inversores, las cajas de jubilación, los fondos de pensión, las compañías de seguros de vida se dejaron seducir por estos títulos que eran presentados en el mercado como productos con no mayor riesgo que los empréstitos del Estado pero que concedía un interés mejor, un 0,5% a 1% de más. Esta fue la manera de exacerbar la adquisición y el rendimiento.

La mecánica se detiene en la primavera del 2007. Las agencias de notación repentinamente se dan cuenta de que existe un error intrínseco en la notación cuando aparecen las bancarrotas masivas de los hogares. Estas agencias se vieron obligadas a reducir bruscamente la nota de numerosos títulos que antes habían evaluado AAA, que es la mejor valoración posible. La nueva estimación, a la baja, frenó la venta de estos títulos que muy pronto resultaron imposibles de negociar. Como los establecimientos que poseían estos productos financiaban sus operaciones con dinero prestado a corto plazo, muy pronto encontraron serias dificultades de encontrar capitales. Por esta razón los bancos centrales, en este caso la FED, se ven en la urgencia de desactivar estas crisis de liquidez recurrentes abasteciendo con urgencia los mercados.

6. Los “swaps” fueron otras bombas de efecto retardado, de ahí que la factura se infló aún más.

Las estimaciones de los montos de las pérdidas en el mercado financiero comenzaron a aumentar sin cesar. Se las evaluó dentro de una banda muy amplia: entre 1.000 y 2.000 millones de dólares. Los bancos ya habrían perdido alrededor 500 mil millones de dólares. Pero aparecieron otras bombas de efecto retardado: en particular, las pérdidas generadas por los créditos al consumidor (compra de automóviles, bienes profesionales, de hogar, electrodomésticos), que los americanos no podían reembolsar. Recordemos que en Estados Unidos, el ahorro de los hogares es nulo, contra un 15% o más en países europeos. La amplitud exacta de los montos de pérdida dependerá del “sinceramiento” de los montos en causa, de la gravedad de la crisis y de la recesión que ya conoce Estados Unidos.

La crisis financiera causa una disminución económica, el descenso del producto bruto interno, el incremento del desempleo y la contracción del

consumo. Habrá una fuerte reducción en los beneficios de las empresas. Numerosas sociedades se endeudaron en los años de euforia (con bajas tasas de interés), para readquirir sus acciones o financiar adquisiciones.

De otra parte, los créditos a las empresas sirven de apoyo a un mercado complejo de transferencia de riesgos que representa 62.000 billones de dólares. Me refiero con esto al tipo de “crédit default swaps” (CDS). Tales instrumentos en realidad son seguros que un prestamista compra de un banco o de una compañía de seguros para asegurarse contra el riesgo de bancarrota de un prestatario. Es decir, si considero que tengo demasiada exposición sobre tal o cual riesgo (un país, un sector económico, una empresa), voy a intercambiar una parte de estos riesgos con los de otro prestamista quien a su vez se encuentra expuesto sobre otros sectores, regiones o países. La idea era que estos productos diluyeran (nuevamente) los riesgos entre los operadores. Ahora vemos que más bien los difundían. Por ejemplo, el asegurador AIG se había convertido en un protagonista muy importante en este mercado de ahí que su bancarrota hubiera implicado un costo muy alto para el sistema financiero y para sus empleados y familias diseminados en el mundo. Es por esta razón que el Gobierno norteamericano casi nacionalizó in extremis a esta sociedad (79.9%).

Digamos sólo al pasar que a los swaps, se añaden otros numerosos instrumentos más y más complejos, entre otros, los fondos de cobertura (hedge funds), los instrumentos titularizados, manejados por “iniciados” en los mercados financieros, que han mostrado ser extremadamente volátiles y han traído mayor inestabilidad al sistema financiero en su conjunto.

7. La nacionalización de las pérdidas. Estados Unidos redescubre las virtudes del estatismo.

Los Estados Unidos recurrieron dos veces a acciones extraordinarias de este tipo en el Siglo XX. En 1933, la Sociedad de Reconstrucción de Finanzas, RFS, se creó para recapitalizar a los bancos aún en pie después de las olas de quiebras de los años anteriores, me refiero a la crisis del 29. La segunda fue en 1989, en la anterior crisis inmobiliaria, la RCS, fue concebida para readquirir los créditos dudosos de las cajas de ahorro. En todos los casos, los contribuyentes, como es usual,

tuvieron que afrontar, en su momento las consecuencias de la imprudencia y de la codicia de los banqueros. Así, el estado resulta siendo el rehén de su imprevisión original.

En los 80, era Reagan, los dirigentes políticos norteamericanos con su ideología liberal que insistía en que los mercados se podían autodisciplinar, autoregular, comenzaron a desmontar los reglamentos y regulaciones financieras, y de este modo favorecieron deliberadamente la inestabilidad financiera. Ahora, con la crisis financiera en curso y los costos que no hacen más que aumentar parece ser que deviene más caro solventar a las instituciones financieras y se hace más complicada la concepción y aplicación de un plan de rescate global.

El estado americano, para financiar su plan, cuyos montos y características precisas están lejos de ser conocidas, va a tener que endeudarse por importes colosales que van a añadirse a las asumidas sobre organismos financieros como Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup y otros. Está claro que las pérdidas definitivas al cabo de numerosos años podrían revelarse limitadas por la reventa de los créditos. Los últimos desarrollos sobre este tema es que el Estado comienza a tener participación en la propiedad de tales instituciones. También debemos retener que el monto de los costos finales también dependerá del precio al cual el Estado va a readquirir los créditos y de su voluntad de congelarlos o de revenderlos cuanto antes. De momento, el déficit público que sumarán estas intervenciones podría ir del 5% al 10% del PIB de los Estados Unidos en 2008.

8. El modelo del “banco universal”.

En Estados Unidos existen básicamente dos tipos de entidades financieras, los bancos de inversión dedicados a este tipo de actividades, que son los que más problemas han tenido. Eran cinco grandes, por ahora quedan dos: Morgan Stanley y Goldman and Sachs y las que concentran sus acción en operaciones de depósito y distribución de créditos.

Los bancos europeos son más bien “universales” y agrupan estas actividades. Así, los europeos al mismo tiempo son bancos de inversión y también bancos comerciales, de detalle, que

recogen depósitos y distribuyen créditos, aunque hacen también de aseguradores, etc. De esta forma, cuando sus actividades de inversión están en peligro, el banco en su totalidad va a correr en su ayuda. Pero esta fórmula también tiene sus riesgos. Ocurre que muchos bancos europeos, los que ahora tienen problemas, participaron en el proceso subprimes, en particular, a través de sus filiales americanas. Compraron estos productos financieros "titularizados". Algunos, como el suizo UBS, perdieron decenas de miles millones de dólares en la aventura. En el caso de otros bancos europeos, universales, como los bancos franceses, por ejemplo el Crédito Agrícola, fueron las cajas regionales las que ayudaron a la caja nacional a solventar los costos tras las enormes pérdidas de su banco de inversión Calyon. Dicho esto, el modelo del banco universal no asegura contra el problema de insolvencia y a la vez tiene el defecto de poner a los depositantes en peligro tras los riesgos excesivos tomados en los mercados de capitales por el área de inversión del mismo banco. En el caso de Estados Unidos, igualmente, si hay déficit enormes, como ocurrió con el asegurador AIG, las pérdidas en el área de las inversiones superaron en mucho el conjunto del capital de todo el establecimiento.

9. La purga de los sistemas financieros incidirá en el atraso del crecimiento.

El primer efecto de la crisis financiera es que el crédito se reduce o colapsa, como se ha visto, de ahí que los gobiernos pusieran en marcha políticas anti-cíclicas, incidiendo en niveles elevados de deuda pública y déficit fiscal.

Los bancos que tienen pérdidas acumuladas tendrán como prioridad mejorar su solvencia financiera. Ya sea emitirán acciones para aumentar su capital o reconstituirán sus márgenes volviéndose más restrictivas en el crédito. Resulta cada vez más costoso para los hogares y las empresas pedir crédito, más difícil obtenerlo. Y los créditos de riesgo casi no tienen oferta. A la excepción del Reino Unido, en donde parece ser que los mecanismos han sido menos afectados que en Estados Unidos, la crisis inmobiliaria afecta también Europa en su conjunto. Numerosos hogares no van a poder reembolsar sus empréstitos. Y la caída del mercado inmobiliario disminuye la riqueza de los hogares que se endeudaron excesivamente sobre el valor de un bien, ahora

depreciado. El consumo, que ya había sufrido por la subida del precio de las materias primas, caerá más aún. Y para las empresas, un euro fuerte de los meses previos, penalizará a las exportaciones europeas, lo que va a seguir incidiendo durante un determinado tiempo.

Por ejemplo, Francia entró en un proceso de recesión desde el segundo semestre de 2008, con consecuencias negativas en términos de desempleo y de poder de compra. Este año, la situación es incierta para Europa aunque todo dependerá de la rapidez con la cual las medidas adoptadas por los norteamericanos, de consuno con los europeos y el resto del mundo harán sentir sus efectos en el sistema. Pero es necesario saber que cuando una crisis afecta a los bancos, ella siempre es bastante larga ya que éstos tardan un tiempo para rectificar su situación financiera. Además, este proceso de ordenamiento causa un círculo vicioso que se disemina a todos los agentes económicos privados. Así, cada uno tiene interés en reducir sus gastos para poder disminuir sus deudas: hogares, empresas, bancos.

Todo el mundo reduce sus gastos al mismo tiempo, por lo tanto, la demanda privada disminuye. Hay pues menos renta, menos beneficios y, en consecuencia, una gran dificultad para la recuperación. Recordemos cómo la crisis inmobiliaria japonesa se perpetuó en los años noventa.

10. Un dato interesante. Las crisis financieras tienen un efecto dominó.

A manera de ejemplo, si se observan los ciclos económicos desde 1980, se constata que si en Estados Unidos las crisis estallan, es siempre en Europa, Japón China, Rusia y resto del sistema que sufren una disminución económica más larga. Las repercusiones de la crisis americana llegan alrededor de un año más tarde. Pero a falta de respuestas y coordinaciones adecuadas a nivel internacional transcurre un lapso de recuperación mayor para el resto del sistema con el agravante que éste último apenas ha salido de una crisis que otra llega. Por ejemplo, Estados Unidos salieron de la crisis 2003 y luego en 2005.

Las crisis financieras que se inician en Estados Unidos, se proyectan al resto de las economías

como en olas sucesivas con un retraso de meses o años y los lapsos de recuperación tienden a ser más largos en las demás economías, atendiendo al ciclo de los procesos productivos. Esto quiere decir que si la crisis en Estados Unidos dura dos años, esta se prolongará por un lapso igual en el resto del sistema, en vista que existe un lapso a cumplir para que la nueva demanda norteamericana vuelva a alimentar el sistema.

La crisis 2008-2009 en Estados Unidos se había iniciado a fines del 2007. En el resto del mundo, en Europa, China, Rusia, Japon, ésta se inició en el 2008. El proceso de recuperación es más bien lento. Estados Unidos al parecer recién lo estaría haciendo. Ello debería irradiar al resto del sistema. Sin embargo, si se tienen en cuenta los elevados niveles de endeudamiento y déficit fiscal en que han incurrido las economías desarrolladas, es de esperar que a mediano plazo los mercados presionen para la cobertura de esos vacíos. De ahí la posibilidad de una recurrencia de la crisis. Con

lo que tendríamos no una crisis de perfil en U o en L sino más bien en W.

A manera de conclusión toda crisis económica es perniciosa ya que afecta a los países en forma sucesiva, como ondas de choque, lo que magnifica y alarga los efectos. El sistema en su conjunto no tiene el tiempo necesario para reconstituir una dinámica duradera y eso tiene por consecuencia un debilitamiento de las economías a largo plazo y de la sería interrogante sobre la viabilidad misma del sistema financiero en su conjunto, tal como lo conocemos.

Actualmente, a nivel del G-20 (economías más representativas del mundo), constituido en el primer foro de cooperación económica internacional, está en marcha proceso de reforma del sistema financiero global lo cual incidirá en la estructura y gobernanza mundial, específicamente a nivel del FMI, Banco Mundial, BID y organismos financieros internacionales.
