

# LA ETAPA ACTUAL DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS EN EEUU Y SU IMPACTO MUNDIAL

LEONARDO BLEGER

## 1. La etapa actual de la globalización financiera.

La actual crisis financiera, que tiene su epicentro en los EEUU y que se está trasladando a todo el planeta, se desarrolla en el marco de una nueva fase de la globalización financiera. Por supuesto que esta nueva etapa esta relacionada con los cambios que se están produciendo en la economía mundial. Entre ellos se destacan la aceleración del cambio científico tecnológico, el peso creciente de las corporaciones transnacionales en la economía mundial, la transnacionalización de los procesos productivos, la apropiación de los recursos naturales por parte del capital concentrado, el rápido crecimiento económico de China, India y otras economías en desarrollo, el avance de los procesos de integración a escala regional, la ampliación de la desigualdad entre países y al interior de las naciones- y la existencia de países excluidos de la globalización.

Estos cambios en la economía mundial están provocando cambios en la dirección, la composición y la intensidad de los flujos de capitales. Sabemos que es en el plano financiero donde el proceso de globalización alcanza su máxima expresión. Es allí donde se manifiestan más crudamente los fenómenos de integración/exclusión, dominación y concentración extrema.

Veamos cuales son los elementos que caracterizan esta nueva fase de la globalización financiera desarrollada durante la década de los 90 y que se prolonga hasta hoy.

Comencemos por analizar lo que ocurre en los países centrales.

Los instrumentos financieros han registrado una expansión muy superior a la de la producción y el comercio mundial. Frente a un Producto Bruto mundial de 48 billones de dólares, el stock de acciones alcanza a 50 billones, los bonos públicos a 25,6 billones, los bonos privados a 43,1 billones y los activos bancarios a 70,8 billones. La relación entre activos financieros (bonos acciones y activos bancarios) es de casi 5 veces el PBI.

Una buena parte de estos instrumentos financieros se negocian en un mercado único globalizado. La intensificación de las transacciones financieras transfronterizas ha configurado un verdadero mercado financiero global que funciona de modo continuo las 24 horas del día aprovechando las diferencias en los husos horarios. En las economías centrales las operaciones financieras internacionales alcanzan al 200% de su Producto Bruto.

La transnacionalización de las operaciones financieras se intensifico durante esta etapa gracias a nuevos factores que se suman a los elementos preexistentes: la desregulación financiera, la liberación de los movimientos de

capitales entre países y la drástica significativa en los costos de comunicación. Muchas de estas transacciones, que no reparan en las fronteras nacionales, se realizan con el objetivo de aprovechar las ventajas fiscales que ofrecen las distintas jurisdicciones, en particular los llamados “paraísos fiscales”. Estos países o zonas francas configuran un refugio seguro para los fondos que emigran evadiendo la tributación o que se originan en maniobras ilegales de narcotráfico, venta de armas y corrupción.

El proceso de mundialización financiera, que como comentamos, se aceleró a partir de la década del 90, fu impulsado por los siguientes factores:

a) El proceso de innovación financiera. En los últimos años se ha acelerado la denominada “ingeniería financiera” por la cual se crean nuevos productos financieros muy complejos que facilitan un gran apalancamiento (endeudamiento) de entidades financieras y de inversores. Estas innovaciones (precisamente por el apancalamiento) causan amplias ganancias y pérdidas y quedan, en su mayoría, al margen de la regulación de las autoridades financieras. La mayoría de estos instrumentos son “derivados”, es decir, son contratos financieros que se realizan en base (se derivan) de otros instrumentos financieros. Los principales son las opciones, futuros y swaps. Mediante estos derivados los inversores pueden especular no sólo con los instrumentos financieros tradicionales (acciones, bonos), sino con una variedad de activos que incluyen el petróleo y otras materias primas, así como monedas “exóticas” (de pequeños países). A fin del año 2006 el total de estos derivados alcanzaba la cifra de 9,7 billones de dólares.

Un instrumento financiero que ha tenido una enorme expansión en el último período han sido los Credit Default Swaps (CDS). Con este instrumento un inversor puede cubrirse del incumplimiento en el pago de las obligaciones de un país o una empresa. Obviamente esto exige que quien otorga el CDS tenga la suficiente solvencia para afrontar el riesgo si el país o la empresa deudora finalmente no pagan sus obligaciones. El desarrollo de los CDS ha generado cambios importantes en los mercados de deudas de países en desarrollo. En principio un inversor en bonos de países en desarrollo puede cubrirse del riesgo mediante la compra de un CDS. La cotización de los CDS se convierte en una medida de riesgo que los inversores asignan a cada deudor. Desde el auge de los CDS no se ha producido ningún default que permitiera poner a prueba la eficacia de estas coberturas.

Más adelante explicaremos con más detalle algunos de las innovaciones financieras, vinculadas con las deudas hipotecarias, que han jugado un rol muy importante en la actual crisis financiera norteamericana.

b) El incremento de los fondos de cobertura (“hedge funds”). Se trata de fondos que operan en los distintos mercados financieros ofreciendo rendimientos atractivos a inversores institucionales (fondos de pensión, compañías de seguros) y grandes inversores individuales. Estos fondos por su gran dimensión tienen una enorme influencia en la operatoria de los mercados financieros. Si bien el objetivo original de estos instrumentos sería ofrecer coberturas, el comportamiento de “manada” de los grandes inversores puede amplificar los desequilibrios contribuyendo tanto a la conformación de burbujas como a su explosión traumática.

c) La creación del euro ha facilitado la integración de los mercados financieros nacionales europeos al eliminar el riesgo de cambio entre las monedas nacionales. Curiosamente, pese que a la libra no se sumó al euro, el mercado de Londres se ha visto beneficiado como principal centro financiero en euros. Existe una gran discusión sobre si el euro puede desplazar al dólar como moneda principal de reserva. Lo que está claro es que el euro va aumentando su importancia como unidad de cuenta de las transacciones y como moneda de reserva mundial, aunque todavía se halla lejos del rol que todavía juega el dólar. Después de mucho tiempo, los bancos centrales y los grandes inversores disponen de una moneda que puede actuar como sustituto del dólar.

d) Gigantescas instituciones internacionales son los principales actores de este mundo financiero globalizado. Nos referimos a los grandes bancos comerciales y bancos de inversión. Se denomina banco comercial a aquel que está autorizado a captar depósitos. Los bancos de inversión actúan captando fondos en el mercado de capitales, administrando fondos de inversión y organizando distinto tipo de operaciones financieras, tarea por la que obtienen una comisión. El intenso proceso de concentración bancaria no se ha detenido y sigue desarrollándose incluso en la cúpula de las mayores entidades. Se conforman así gigantes grupos financieros que dominan el mercado global, tiene presencia en los sistemas financieros nacionales (de países desarrollados y en desarrollo), con miles de sucursales y representaciones en todo el planeta.

e) La creciente importancia de los denominados Fondos Soberanos. Varios países exportadores de petróleo han conformado Fondos de Inversión de propiedad de los Estados Nacionales constituidos con las grandes cantidades de divisas que obtienen por sus exportaciones. El objetivo es mejorar el rendimiento de las reservas (superior a lo que obtienen por la compra de bonos de los tesoros de los países centrales) y tomar posiciones estratégicas en empresas productivas y financieras. Vamos a ver que estos Fondos están teniendo una participación importante en la capitalización de los bancos norteamericanos afectados por la crisis actual.

Veamos ahora lo que ocurre con los **países en desarrollo** en esta nueva etapa de la globalización financiera.

En un grupo de países en desarrollo (los “emergentes” en la jerga financiera) toman cuerpo nuevas tendencias. Un grupo de países en desarrollo de gran dimensión está jugando un rol de importancia creciente en la economía mundial. Con la sigla BRIC se conoce al conjunto integrado por Brasil, Rusia, China e India. Son países de enormes territorios y población, con enormes mercados de consumidores y trabajadores. El rol de estos países no está al margen del proceso de globalización de la producción y las finanzas. El capital financiero internacional ha puesto la mira en ellos por la dimensión de sus mercados internos de consumo, el bajo costo laboral, la capacitación creciente de la mano de obra (particularmente en India y China), la disponibilidad de recursos naturales (principalmente Rusia y Brasil) los menores costos vinculados con la protección ambiental y las facilidades otorgadas a la Inversión Extranjera Directa. Las principales corporaciones transnacionales han dirigido sus inversiones a estos países. En el plano productivo estos países son

grandes exportadores de manufacturas y servicios y en algunos casos de recursos naturales. El destino principal de estos productos son los mercados consumidores de los países centrales. En particular China e India están creciendo a un ritmo sostenido, contribuyendo de modo significativo y creciente al crecimiento económico mundial. Otros países en desarrollo están encarando procesos parecidos, tanto los de Asia, Europa Oriental como en América Latina. En los últimos años las exportaciones crecientes muchos de los países en desarrollo les ha permitido generar saldos favorables en su comercio exterior y acumular gran cantidad de reservas en sus Bancos Centrales.

Los países asiáticos cuenta tradicionalmente (por factores culturales) altos niveles de ahorro interno, pero al mismo tiempo cuenta con sistema financieros poco desarrollados. Buena parte del ahorro interno se vuelca entonces al exterior comprando montañas de valores públicos de países centrales (en primer lugar del Tesoro norteamericano). Las reservas internacionales alcanzan a 1,6 billones de dólares en China, 401 mil millones en Rusia, 201 mil millones en India y 175 mil millones en Brasil<sup>1</sup>. De este modo, el ahorro de los más débiles está financiando el crecimiento de los más poderosos. Las visiones neoliberales señalan que el flujo de capitales internacionales debería dirigirse de las economías más desarrolladas a las menos desarrolladas, ya que en las primeras hay abundancia de capital y en las segundas mayores oportunidades de inversiones (con rentabilidades superiores a las de los países maduros). Como hemos visto, en la actualidad, la dirección en el flujo de capitales es precisamente la inversa. Los países menos desarrollados generan excedentes de capital que se vuelcan a financiar el consumo y las inversiones de los países mas avanzados. Tanto es así que el déficit fiscal y externo de los EEUU está siendo financiado en una elevada proporción por los ahorristas de los países en desarrollo. EEUU es el primer importador de capitales del mundo, recibiendo el 59,6% del total.<sup>2</sup>

Todos estos cambios en el proceso de globalización están llevando a que el mecanismo del endeudamiento está perdiendo importancia relativa como forma de apropiación del excedente por parte del capital transnacional en los países en desarrollo. La Inversión Extranjera Directa (IED) pasa a ocupar el papel central. Las inversiones en nuevas plantas o la compra de paquetes accionarios en las áreas de recursos naturales (energía, alimentos), industria manufacturera y servicios está creciendo a ritmo acelerado. Los capitales internacionales amplían sus inversiones en petróleo y gas en Rusia y Medio Oriente. En la industria manufacturera y los servicios financieros en China, Brasil y Méjico. En software y otros servicios en la India. En el año 2007 la Inversión Extranjera Directa (IED) y la emisión de acciones por parte de países en desarrollo alcanzó a 721 millones de dólares, mientras que su endeudamiento neto fue de 464 millones de dólares<sup>3</sup>. En consecuencia, la remesa de utilidades y royalties está ganando terreno sobre el cobro de los intereses de las deudas externas.

---

<sup>1</sup> FMI, Global Financial Stability Report, Setiembre 2007. [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm)

<sup>2</sup> FMI, World Economic Outlook, Octubre 2007 [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/index.htm)

<sup>3</sup> FMI, Global Financial Stability Report, Setiembre 2007 [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm)

Cabe señalar que estas nuevas tendencias no eliminan el peso que aún conservan las deudas externas (públicas y privadas) y su impacto sobre la vida económica y social, en particular, de los países de alto endeudamiento.<sup>4</sup>

La deuda externa total de los países en desarrollo asciende a 3.7 billones de dólares, de los cuales 800 mil millones corresponden a América Latina.

Por otra parte, no todos los países en desarrollo están en la mira de las corporaciones transnacionales. Casi toda África, muchas naciones de Asia y América Latina no cuentan con los atractivos suficientes (recursos naturales, mano de obra calificada y barata) para estas corporaciones y son condenados a la exclusión del juego global.

## 2. Las causas de la crisis financiera en los EEUU.

A diferencia de la mayoría de las crisis de los noventa con impacto global (mejicana, asiática, rusa), este nuevo episodio tuvo su origen en el centro mismo del capitalismo global. El detonante fue la explosión de la mayor burbuja inmobiliaria de la historia norteamericana. Para Alan Greenspan, ex Presidente de la Reserva Federal, es la crisis financiera mas grave desde la segunda guerra mundial. Nouriel Roubini, un destacado economista norteamericano, la calificó como “la primera crisis financiera de la globalización y la securitización”<sup>5</sup>

Veamos cuales fueron los factores que influyeron en esta crisis.

a) A partir del año 2001, la Reserva Federal inicio un proceso de expansión monetaria y reducción de las tasas de interés para evitar una secesión en los EEUU. En los años previos se había desarrollado una gran especulación financiera con las acciones tecnológicas en medio del furor de lo que dio en llamarse una nueva “era tecnológica”, a partir de la evolución de Internet. Cuando los precios de las acciones tecnológicas se derrumbaron el gobierno norteamericano temía que esta caída bursátil podía arrastrar a la economía a una recesión. La Reserva Federal redujo las tasas de interés de los fondos federales (las tasas a las que la Reserva Federal presta a los bancos y actúa como referencia de toda la estructura de tasas de interés) del 6,5% al 1%. Estas bajísimas tasas de interés, llevaron a los bancos a desarrollar todo tipo de nuevas operatorias para compensar los menores ingresos generados por las bajas tasas pasivas y activas y, como veremos mas adelante, dieron gran impulso al mercado de créditos hipotecarios.

b) Un exceso de ahorro global en el mundo que ayudó a mantener las tasas de largo plazo bajas. Hemos comentado que los excesos de ahorro de algunos grandes países en desarrollo se volcaron a la compra de bonos del Tesoro de los EEUU. Esta gran demanda de bonos hizo que el precio de los bonos cayera y como contrapartida que las tasas de interés de largo plazo cayeran en 2

---

<sup>4</sup> La deuda externa de los países en desarrollo alcanza a 3,76 billones de dólares, equivalente al 25,7% del PBI. En los países pobres altamente endeudados esa proporción alcanza al 34,6%.

<sup>5</sup> Nouriel Roubini, "The First Crisis of Financial Globalization and Securitization". And the Coming Generalized Credit Crunch". <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/222079>

puntos anuales. Estas tasas de largo plazo son las que sirven de referencia de los créditos hipotecarios, por lo que su costo también se redujo.

c) La política fiscal tradicional de subsidios y tratamiento fiscal favorables para la construcción de vivienda en los EEUU.

d) El proceso de innovación financiera y el relajamiento de las condiciones crediticias en el otorgamiento de los préstamos para la vivienda.

El proceso de innovación que mayor impacto tuvo en esta crisis es la denominada securitización. La securitización consiste en transformar activos de largo plazo y difícil negociación (como los préstamos hipotecarios) en títulos fácilmente negociables en los mercados de valores. Utilizando este mecanismo los bancos norteamericanos y europeos se lanzaron a colocar créditos hipotecarios relajando al máximo las condiciones de otorgamiento y desarrollando complejas ingenierías financieras para trasladar los riesgos de estos préstamos al mercado. Veamos las características que tenían estos créditos hipotecarios.

Los préstamos hipotecarios en los Estados Unidos se clasifican en tres categorías: prime, Alta A y sub-prime. Esta clasificación se base en la calidad de los créditos que depende de dos factores: la relación entre monto del préstamo y el valor de la vivienda y la magnitud de los ingresos del deudor. Los bancos, empujados por la búsqueda de la máxima rentabilidad, comenzaron a financiar la totalidad del valor de la vivienda y atendiendo a personas cuyos ingresos no eran suficientes como para asegurar el repago de esas deudas. Las maniobras imprudentes se multiplicaron. Se comenzaron a otorgar créditos a deudores que difícilmente iban a poder repagar sus obligaciones. Toda esta operatoria era facilitada por la antes comentada existencia de bajísimas tasas de interés. Con tasas tan bajas las cuotas de los créditos parecían accesibles. En un círculo aparentemente “virtuoso” la mayor oferta de créditos llevaba a aumentar el valor de las propiedades, luego con esas propiedades más valiosas los bancos estaban dispuestos a otorgar más y mayores créditos hipotecarios porque la garantía de esos prestamos (los inmuebles) crecían en valor. Con estas condiciones se fue inflando una burbuja en los precios de los inmuebles en los EEUU. Como siempre ocurre se dieron explicaciones para justificar estos elevados precios, que a la postre resultaron equivocadas.

La burbuja inmobiliaria se dio no solo en los EEUU sino también en otros países. España e Inglaterra fueron particularmente afectadas.

Los préstamos hipotecarios eran convertidos en bonos –a través de la securitización- que eran colocados en el mercado y comprados por inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de pensión, etc.).

Pero además, los grandes bancos comenzaron a emitir “papeles comerciales” (bonos) garantizadas con estos créditos hipotecarios, que aparentemente eran de una alta calidad. Mediante una muy creativa “ingeniería financiera” los bancos de inversión desarrollaron una amplia gama de instrumentos financieros que tenían como base a los créditos hipotecarios. Irresponsablemente las Agencias Calificadoras de Riesgo (entidades que califican la calidad de los prestamos) otorgaban a estos papeles la máxima calificación (triple A).

Los instrumentos financieros basados en las hipotecas norteamericanas fueron comprados por bancos e inversores de todo el mundo. De este modo el riesgo de los préstamos hipotecarios se desparramó por todo el mercado financiero mundial.

e) La regulación bancaria insuficiente. Este tema lo vamos a desarrollar más adelante, pero digamos ya que la ideología fundamentalista de mercado que anima a los gobiernos norteamericanos se traduce en el accionar insuficiente de las autoridades cuya función es regular la actividad financiera e imponer un manejo prudente de los riesgos.

### 3. La eclosión de la crisis financiera

La suma de los elementos antes mencionada hacia inevitable una nueva crisis financiera.

Las primeras manifestaciones de la crisis fueron los indicadores negativos de la evolución de la actividad inmobiliaria que reflejaban una reversión en el ciclo “virtuoso” del mercado para viviendas.

Los precios de las viviendas comenzaron a caer, lo mismo ocurrió con la cantidad de viviendas vendidos y el inicio de nuevas obras. En esas condiciones el stock de viviendas en venta comenzó a crecer y a impactar adicionalmente en forma negativa sobre los precios.

En ese momento la Reserva Federal había modificado su política de bajísimas tasas de interés. En la economía norteamericana comenzaron a aparecer signos de que la inflación estaba creciendo. La suba vertiginosa de los precios del petróleo, la suba en los alimentos y la debilidad del dólar empezaron a reflejarse en los índices de inflación. La herramienta principal de la política antiinflacionario en los EEUU son las tasas de interés. La inicio en junio de 2004 un sendero creciente y sostenido de suba de las tasas de interés de los fondos federales del 1% al 5,25%. Y este movimiento tuvo un claro impacto sobre el mercado de credito hipotecario. Una elevada proporción de los préstamos se habían otorgado con tasas variables, por lo que las mayores tasas se tradujeron cuotas más altas. La bajísima morosidad de los préstamos hipotecarios comenzó a subir, particularmente en los créditos de baja calidad. Cuando se derrumbó el precio de los inmuebles, muchos créditos se convirtieron en impagables. El círculo virtuoso se convirtió en círculo vicioso y las pérdidas de bancos y otros agentes financieros comenzó a crecer.

Pero la percepción de quebrantos crecientes en las carteras de los bancos se derramó sobre toda la actividad financiera. Recuerdan que habíamos dicho que los bancos habían tomado préstamos de otros agentes financieros respaldados con hipotecas. La complejidad de los instrumentos financieros hacía muy difícil estimar cuanto era el riesgo implícito en cada operación y por lo tanto cuan riesgosa era una entidad financiera. El credito interbancario prácticamente se paralizó y las operaciones que se pactaban a tasas muy superiores. Se detonó una grave crisis de liquidez. En estas situaciones la desconfianza entre los agentes financieros es generalizada y los préstamos entre entidades se reducen o virtualmente desaparecen. Muchas entidades que dependían de los préstamos de corto plazo para financiar sus posiciones se encontraron en graves dificultades.

Dos entidades constituyeron los casos emblemáticos de la crisis. En Gran Bretaña un importante banco con una intensa actividad hipotecaria Northern Rock tuvo que ser rescatado por el Estado ante el peligro de quiebra inminente.

En los EEUU un importante banco de inversión Bearn Sterns estuvo también al borde del colapso. La Reserva Federal organizó una operación de fusión mediante la cual el más importante banco de inversión de los EEUU JP Morgan lo compró a un precio irrisorio. La resolución de los dos casos muestra a las claras el modo como se resuelven las crisis bancarias en el capitalismo. En un caso el Estado tuvo que afrontar las pérdidas que los banqueros irresponsables habían generado, en otro caso la solución a la que apelo la autoridad monetaria fue aumentar la concentración de la estructura financiera.

La crisis bancaria generó enormes pérdidas a los bancos. El FMI en su reciente Informe de Estabilidad Financiera Global ha estimado las pérdidas vinculadas con los préstamos (de baja y alta calidad) para la vivienda familiar en 565 mil millones de dólares. Si se agregan los probables quebrantos en el mercado de créditos hipotecarios para las empresas, los préstamos de consumo y corporativos; las pérdidas totales ascenderían a la impactante cifra de 945 mil millones de dólares<sup>6</sup>.

Pero lo que no debe olvidarse es que del otro lado del mostrador, 2,2 millones de deudores hipotecarios podrían ser llevados a juicio y eventualmente perder sus viviendas. Las crisis financieras terminan impactando sobre los más débiles, sea a través de las pérdidas de sus inversiones, de la pérdida de sus activos (inmuebles) o de sus empleos, en la medida en que las crisis financieras generan secesión.

Ante la gravedad de la crisis el gobierno norteamericano se vio obligado a adoptar medidas inmediatas para atenuar el impacto.

Lo primero que hacen los bancos centrales ante las crisis financieras es proveer liquidez. A través de diversos mecanismos la Reserva Federal comenzó a otorgar préstamos a los bancos para atender sus necesidades inmediatas. Normalmente los bancos centrales requieren de garantías para otorgar los fondos. El Banco Central decidió aceptar en garantía préstamos hipotecarios, aun sabiendo que la calidad de estos activos era dudosa. Las medidas de provisión de liquidez fueron acompañadas por el Banco Central Europeo y por otros bancos centrales de países industrializados, ya que la crisis de iliquidez (en otra prueba de la globalización de los mercados financieros) se había contagiado rápidamente a otros sistemas financieros.

La Reserva Federal debió acudir a una herramienta inédita en su historia. Normalmente son los bancos comerciales (los que captan depósitos) los que tienen acceso a la ayuda financiera de la Reserva Federal. Pero en este caso esa institución decidió incluir entre los beneficiarios a los bancos de inversión. Esta medida prueba dos cosas. La gravedad de la crisis por un lado y la importancia que han adquirido los bancos de inversión y sus interrelaciones con el conjunto del sistema financiero.

---

<sup>6</sup> Fondo Monetario Internacional, "Informe de Estabilidad Financiera Global", abril 2008. [www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/index.htm](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/index.htm)

Simultáneamente, el gobierno norteamericano dispuso algunas medidas tendientes a beneficiar a los deudores hipotecarios. Se trata, sin embargo, de medidas leves, que no resuelven las dificultades reales que tendrán muchos deudores. El tema se metió de lleno en la campaña electoral norteamericana. Los candidatos demócratas hicieron promesas de ayudas sustanciales para los deudores de préstamos para la vivienda afectados por la crisis.

#### 4. La regulación financiera

La actividad financiera requiere de un estricto esquema de regulación para atenuar la frecuencia e intensidad de las crisis financieras recurrentes.

Las crisis financieras durante el capitalismo fueron mostrando la necesidad de estas regulaciones. Particularmente la gravedad de la crisis del año 30 en los EEUU dejó huellas profundas en la regulación. A partir de esa crisis se impusieron límites a las tasas de interés, la localización exclusivamente estadual de los bancos, la separación entre el mercado financiero y de acciones (impidiendo a los bancos comerciales la participación en el mercado bursátil). Sin embargo, en las últimas décadas este esquema de regulaciones se fue debilitando al amparo de visiones libremercadistas que confiaban en que el mercado por sí solo encontraría las formas de gestionar y mitigar los riesgos.

En los sistemas financieros existen diversos instrumentos de regulación.

En primer lugar, los bancos centrales cumplen la función de prestamistas de última instancia (como la que ahora está cumpliendo la Reserva Federal, proveer liquidez cuando hay crisis de iliquidez). A su vez estos bancos centrales son los responsables de diseñar el esquema regulatorio y hacerlo cumplir mediante la supervisión.

En segundo lugar, los regímenes de seguro o garantía de los depósitos destinados a preservar los ahorros de los pequeños ahorristas.

En tercer lugar, los requisitos de capital. Una exigencia muy importante del esquema regulatorio es la de imponer un capital mínimo a las entidades financieras. En definitiva el capital es lo que permite a los bancos cubrir las pérdidas originadas en los créditos sin afectar a los depositantes.

Estas normas internacionales se denominan Normas de Basilea (ciudad donde está radicado el Banco Internacional de Pagos de Basilea, una suerte de Banco Central de bancos centrales). Las normas de Basilea obligan a los bancos a tener como capital una cierta proporción de sus activos. Cuanto más riesgosos los activos mayor la proporción de capital que debe mantener.

En la actualidad las normas de Basilea están bajo revisión y están en curso de ser implementadas con diferentes grados de avances en los diferentes países. El nuevo esquema es conocido como Basilea II. El nuevo régimen trata de actualizar las normas sobre Basilea I, estableciendo que los grandes bancos tengan su propio sistema de evaluación de riesgos para determinar sus exigencias de capital.

La actual crisis está poniendo en tela de juicio la totalidad del esquema regulatorio, incluido Basilea II. Incluso el Secretario del Tesoro se vio obligado a presentar un documento "Apuntes para una modernización de la Estructura

Financiera Regulatoria”, reconociendo que el esquema actual de instituciones regulatorias conformado tras la crisis del 30 debe ser actualizado.

El gran desafío para las regulaciones proviene de la constante innovación financiera que agrega complejidad a las operaciones y dificulta el análisis de riesgo de las mismas. Otro problema es el del desarrollo de instituciones financieras que han tomado mayor protagonismo (como los bancos de inversión) y para los cuales la regulación es insuficiente. Otro tema de controversia que (muy relevante en esta crisis) es el papel de las calificadoras de riesgo. Basilea II le otorga mayor importancia a la calificación otorgada por estas instituciones. Pero lo que ocurre es que hay un conflicto de intereses. Las Agencias de Calificación de Riesgo reciben sus ingresos de aquellos a quienes tienen que calificar. Por lo tanto es muy probable que sus opiniones estén influidas por este hecho.

Finalmente, existe una contradicción entre el carácter global de las operaciones y el carácter nacional de las regulaciones.

El tema de las regulaciones es muy complejo, pero lo que es seguro es que esta crisis va a poner el tema en discusión.

Existe un problema de incentivos perversos para los gerentes de las entidades financieras, su gestión se mide por las ganancias trimestrales y sus retribuciones están también vinculadas al valor de las acciones. En este contexto es lógico pensar que la gestión de los bancos se orienta a la obtención del máximo beneficio en el corto plazo, que debe reflejarse en la cotización de las acciones. Normalmente la obtención de la máxima ganancia esta vinculada con la aceptación de riesgos superiores a los normales. Esta tensión se resuelve en las crisis cuando se verifica el verdadero costo de las decisiones. Pero en general, suele ser demasiado tarde y otros son los que afrontan las consecuencias.

## 5. Enfoques teóricos sobre las crisis financieras

Más allá de las especificidades de esta crisis, no podemos olvidar que estos fenómenos son recurrentes en el capitalismo desde comienzos del Siglo XIX. El economista norteamericano poskeynesiano Hyman Minsky describió la anatomía de estas crisis: un ciclo de crédito que atraviesa las fases de optimismo, boom, euforia, toma de ganancias y pánico.<sup>7</sup>

El optimismo suele desarrollarse cuando la economía afronta alguna condición favorable que lleva a un periodo de crecimiento. Este clima se potencia si existen cambios tecnológicos que auguran cambios estructurales y periodos largos de crecimiento. Fue lo que ocurrió con los ferrocarriles, la electricidad, Internet, etc. En este contexto los empresarios incrementan su predisposición inversora y aumentan su endeudamiento para afrontar estos proyectos. Los bancos también suelen acompañar estas visiones optimistas y comienzan a aumentar sus créditos para financiar los nuevos proyectos.

El paso del optimismo al boom y la euforia no es difícil de imaginar. Los primeros resultados positivos tienden a fortalecer las visiones optimistas,

---

<sup>7</sup> John Cassidy. “The Minsky moment”. The New Yorker. Febrero 2008.  
[www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco\\_talk\\_cassidy](http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy)

nuevos empresarios se suman al proceso inversor y los bancos comienzan a relajar sus condiciones crediticias.

Durante la euforia las perspectivas sobre el futuro comienzan a ser exageradamente positivas y por lo tanto los créditos se otorgan sobre esas proyecciones. El ciclo de auge suele llegar a su fin y revertirse generalmente sobre la base de algún factor exógeno que impacta rápidamente sobre la actividad económica y que lleva a cambiar las percepciones sobre el futuro. Estos cambios pueden ser una suba internacional de las tasas de interés, algún shock originado en los precios de las materias primas (por ejemplo el petróleo), o incluso episodios políticos de gran trascendencia o catástrofes naturales.

Los empresarios y banqueros advierten súbitamente que en las nuevas condiciones los planes y las proyecciones no se podrán cumplir. Los bancos tienden a endurecer el crédito y los empresarios a retacear las inversiones. Esto tiene su impacto negativo sobre el nivel de actividad que se suma al shock exógeno. Una nueva etapa se abre cuando hay créditos que no pueden devolverse y la situación de algunos bancos comienza a flaquear. Cuando la crisis financiera estalla los efectos sobre el nivel de actividad y el empleo suelen ser devastadores.

El enfoque marxista explica las crisis financieras a partir de la categoría de capital ficticio, es decir un capital financiero que de alguna manera se independiza de su fundamento material que es el proceso productivo.

El valor se genera en la producción y el capital financiero se apropia de una parte de la plusvalía generada en el proceso de producción. Como hoy se advierte con notable claridad, las relaciones financieras tienden a “independizarse” de sus fundamentos de valor. Parece que el “dinero genera dinero”. La crisis es el modo mediante el cual esta ficción se rompe. Las obligaciones financieras dejan de cumplirse si la secesión y el desempleo de los recursos afectan la generación de valor.

El capitalismo afronta estas crisis de modo recurrente, la globalización y sofisticación de la “ingeniería financiera” crean la ilusión de que se han encontrado modos de evitar las crisis. Es cierto que en su aprendizaje el capitalismo ha encontrado formas de regulación estatal que permite suavizar los ciclos y evitar las crisis más profundas. Pero las crisis están en la naturaleza del capitalismo. Desbordes del capital financiero, innovaciones, apalancamiento, promesas de autorregulación, incentivos perversos para los gerentes, renuevan las ilusiones y desencadenaron una nueva crisis financiera que puede ser la crisis más profunda desde la gran crisis del 30.

## 6. Las consecuencias de las crisis financieras.

### a) El impacto en los países centrales

La crisis financiera ya está generando un proceso recesivo en los EEUU. El endurecimiento de las condiciones crediticias, la caída en la actividad de la construcción, el impacto sobre el consumidor de las alzas en los precios de la nafta y los alimentos y la cautela inversora de las empresas tendrán un impacto

negativo sobre la actividad económica y el empleo en la mayor economía del mundo.

No hay dudas sobre la ocurrencia del proceso recesivo (que en los EEUU se define como la caída en la actividad en dos trimestres consecutivos), aunque existe un debate sobre la extensión de la misma en el tiempo.

Los optimistas señalan que la adopción de medidas inmediatas por parte del gobierno norteamericano surtirá efecto de modo relativamente rápido y para el segundo semestre del 2008 la economía se encaminará nuevamente por un sendero positivo. Cabe señalar que la Reserva Federal (que a diferencia de otros Bancos Centrales tiene entre sus objetivos no solo controlar la inflación sino también impulsar la actividad económica y el empleo) ha reducido –y lo seguirá haciendo- la tasa de interés. La tasa de fondos federales fue reducida de 5,25% al 2,25% actual. Por otra parte se adoptó un paquete fiscal –equivalente a un 1% del PBI- que comenzará a hacer sentir su impacto hacia el mes de mayo próximo.

Los pesimistas señalan que las crisis económicas de origen financiero (como la actual) suelen tener efectos duraderos en el tiempo. La referencia obligada es el caso japonés. Una crisis inmobiliaria y bursátil sumió a la economía nipona en un proceso prolongado de estancamiento y deflación. Las consecuencias se hacen sentir hasta la actualidad. Desde esta visión los quebrantos en la cartera activa de los bancos se harán sentir durante un período prolongado sin limitarse al rubro hipotecario, sino que se harán extensivos al crédito al consumo, prendarios (automotores) y a los préstamos a empresas (incluyendo los préstamos inmobiliarias o garantizados con hipotecas). Los bancos deberán “digerir” estas pérdidas y mientras tanto mantendrá una actitud restrictiva en relación con el otorgamiento de nuevas financiaciones. En ese sentido los bancos más grandes de los EEUU han iniciado un proceso de reconocimiento de pérdidas y de recapitalización mediante la colocación de acciones en el mercado y la venta de paquetes accionarios. Es paradigmática la compra de una parte del paquete accionario del Citigroup por parte de un Fondo soberano de un país petrolero.

La crisis financiera está haciendo sentir su impacto sobre otros países industrializados. Como hemos dicho los más afectados son Gran Bretaña y España. El primer país ha implementado un salva taje bancario de 100.000 millones de dólares, mediante el cual ha canjeado a los bancos títulos del gobierno por deudas hipotecarias. Si este monto no alcanza redoblarán la apuesta.

#### b) El impacto sobre los países dependientes

La economía mundial está mostrando signos evidentes de grandes desequilibrios que generan incertidumbre sobre su curso futuro y, por lo tanto, el impacto que puede tener sobre los países dependientes.

Como hemos mencionado mas arriba la economía norteamericana mostraba signos evidentes de gigantescos desequilibrios ya antes del inicio de la crisis. Con un enorme déficit de cuenta corriente (que alcanzó al 7% de su PBI) y un enorme déficit fiscal, la economía norteamericana era una aspiradora de fondos para financiar su déficit de ahorro privado y publico.

Esos desequilibrios llevaron a una gran debilidad del dólar en relación con la mayor parte de las monedas del mundo, en particular frente al euro, lo cual tendrá impacto sobre la inflación mundial, como veremos mas adelante.

Otra clara muestra de los desequilibrios existentes es la vertiginosa suba del petróleo, los metales y los alimentos. Se trata de un fenómeno que va a tener consecuencias duraderas y muy serias sobre la economía del mundo y en particular sobre los países en desarrollo.

Suba en las materias primas y devaluación del dólar está generando un entorno inflacionario mundial, que se hace sentir con particular intensidad en los ingresos de los pobres del planeta.

A este panorama de fuertes desequilibrios viene a sumarse la crisis financiera con epicentro en los EEUU. ¿Cual puede ser el efecto sobre los países en desarrollo?

Entre los analistas de bancos se había instalado la teoría del “desacople”. Este enfoque sostenía que los países en desarrollo no serían afectados por la crisis actual. China e India junto a otros países en desarrollo seguirían creciendo a ritmo sostenido. Las causas de este comportamiento había que buscarlas en que el crecimiento de estos países estaba sostenida por elementos estructurales que no serían afectados por la crisis y que, por otra parte, se encontraban en mejor situación macro interna (superávit en cuenta corriente, grandes cantidades de reservas, equilibrio fiscal, inflación contenida) para afrontar esta crisis.

La teoría del “desacople” ha perdido fuerza, ahora (con razón) se va imponiendo la noción de que es muy difícil que los países en desarrollo queden inmunes frente a una crisis que tiene su origen en una económica que significa el 25% del Producto Bruto mundial y que se ha extendido a países que en conjunto superan la mitad del Producto mundial. Veamos cuales son los canales por los cuales la crisis puede alcanzar a los países en desarrollo.

En primer lugar, el canal comercial. Habíamos dicho que los países en desarrollo basaban buena parte de su crecimiento (dependiendo de cada país) en las exportaciones al mundo desarrollado. La recesión en los EEUU y la desaceleración en otros países tendrán impacto sobre las importaciones norteamericanas. Los países que exportan manufacturas para el consumidor norteamericano serán los más afectados: Méjico, China entre ellos.

En cuanto al precio de las materias primas, los mismos están sometidos a fuerzas contradictorias. El menor crecimiento mundial debería impactar negativamente sobre la demanda y el precio de las materias primas. Sin embargo hasta ahora no ha sido así. El petróleo, el cobre, la soja, el arroz se encuentran en valores record. El esperado impacto de la menor actividad coyuntural está siendo compensado por una visión de que se trata de un fenómeno estructural de largo plazo que sostendrá los precios de las materias primas y la especulación financiera. Hemos explicado que los grandes inversores pueden hoy invertir especulativamente en “derivados” basados en los precios de las materias primas. La inflación, las bajas tasas de interés, la debilidad del dólar lleva a los grandes inversores a refugiarse en las “commodities” (materias primas). Si existe un alto componente especulativo en

algún momento los precios de las materias primas deberían verse afectados. Por ahora esto no ha ocurrido aunque no debe descartarse para el futuro.

Los altos precios de los commodities benefician a los países en desarrollo exportadores (Rusia, Brasil, Argentina, Venezuela, entre otros) y castiga a los importadores, en particular de alimentos (países de Centro América y el Caribe).

El otro canal de impacto de la crisis es el financiero. El crédito internacional será más escaso. Es cierto que muchos países han reducido su endeudamiento externo y el crecimiento de las reservas actúa como un escudo protector (con este motivo se constituyeron) frente a las turbulencias de los mercados internacionales. Sin embargo, aquellos países (como Argentina) que tienen alto endeudamiento y necesidades de obtener fondos en el mercado internacional serán afectados por esta vía.

En síntesis, la actual crisis financiera ha puesto de manifiesto los riesgos que entraña una globalización financiera con un crecimiento vertiginoso de nuevos instrumentos de creciente complejidad y con regulación inadecuada e insuficiente. Es difícil de prever cuál será la profundidad del impacto y su duración sobre la actividad y el empleo de los países capitalistas centrales.

Esta crisis financiera se monta sobre profundos desequilibrios en la economía y las finanzas mundiales que agregan elementos de incertidumbre sobre el futuro.

En este contexto es muy difícil que el mundo en desarrollo no se vea afectado por esta crisis y por la eclosión de esos desequilibrios. Tanto el canal comercial como el financiero pueden generar desaceleración en el crecimiento y caía en el nivel de vida de los sectores populares de los países dependiente. Esto se suma al efecto de la explosión en el precio de la energía y de los alimentos, una verdadera bomba de tiempo que pone en riesgo la seguridad alimentaria mundial, afectando a los países más pobres y a los sectores de bajos ingresos del mundo.