

## *FUNDAMENTOS PARA EL ANÁLISIS DE LA CRISIS FINANCIERA*

Juan E. Muñoz Giró

### RESUMEN

La precipitación con la que se originó la crisis financiera en los Estados Unidos y su contagio al resto de las economías del mundo ha llevado a analistas y políticos a enfrascarse en la discusión de las soluciones para recuperar prontamente el sendero del crecimiento y el bienestar y cuánto tiempo durará el proceso de recesión. Aun cuando bien intencionados los argumentos y las propuestas, lo cierto es que poca atención se ha brindado al estudio del origen de la crisis. Mayor problema es también el hecho de que al desconocer o no brindar la importancia requerida al estudio de las causas puede llevar a los Estados a plantear y aplicar políticas inconvenientes o poco eficaces para paliar las consecuencias. Por consiguiente, el artículo procura sentar las bases para identificar las causas que originaron la presente crisis y valorarlas desde una óptica que no solamente es económica sino también del campo de la economía política. El artículo no entra a valorar las consecuencias porque éstas todavía están desarrollándose; solo con el tiempo se dispondrá de la información necesaria para estudiar la amplitud y la profundidad de los hechos.

*PALABRAS CLAVES:* CRISIS FINANCIERA, CICLOS ECONÓMICOS, TEORÍA AUSTRIACA DEL CICLO, DERIVADOS DE CRÉDITO, ESCUELA MONETARISTA, SOCIEDAD DE PROPIETARIOS, BANCOS DE INVERSIÓN, COMPAÑÍAS ASEGURADORAS, AGENCIAS CALIFICADORAS, RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS, CRÉDITOS NINJA, HIPOTECAS SUBPRIME.

### ABSTRACT

The extraordinary speed under which the financial crisis in the United States took place and its contagion to the rest of the world's economies has led to analysts and politicians to focus on the discussion of the solutions to retake the path of growth and wellbeing and the time to go through the crisis. Although the arguments and the proposals might be well intended it is true, however, that few space has been devoted to analyze the causes of the crisis. Even more, when no attention is placed on these causes, governments can miss efficient and effective solutions to mitigate the problem. Therefore, this article pretends to lay down the foundations to identify the potential causes and assess them from not only the economic point of view but also from the political economy side. The article does not go into the consequences of the crisis for which more time is needed for data to collect and other events to unfold.

**KEY WORDS:** FINANCIAL CRISIS, BUSINESS CYCLES, AUSTRIAN BUSINESS CYCLE THEORY, CREDIT DERIVATIVES, MONETARISM, HOMEOWNERSHIP SOCIETY, INVESTMENT BANKS, INSURANCE COMPANIES, RATING AGENCIES, FEDERAL RESERVE, NINJA LOANS, SUBPRIME MORTGAGES.

## I. INTRODUCCIÓN

En 1939 el economista checo Josep Alois Schumpeter daba a conocer en Occidente el trabajo del ruso Nicolai Kondratieff sobre la teoría del ciclo económico. El documento salía clandestinamente de la Unión Soviética ya que las conclusiones a las que llegó Kondratieff contradecían la profecía marxista de que el capitalismo contiene la semilla de su propia destrucción. El economista ruso había concluido en sus estudios que las fluctuaciones a largo plazo eran una característica intrínseca del sistema capitalista. Concluía también que aunque sucedieran desaceleraciones, éstas siempre estarían seguidas por periodos de recuperación económica. Los ciclos, decía Kondratieff, tardarían entre 50 y 60 años. El primer ciclo que identificó ocurrió de 1789 a 1849, el segundo de 1849 a 1896 y el tercero desde 1896 hasta 1930.

La teoría de Kondratieff sobre los ciclos económicos fue publicada en diferentes artículos entre los años 1922 y 1928. Sin embargo, su observación de que el capitalismo contenía un mecanismo de autocorrección iba en contra de las opiniones del gobierno soviético. Esto le valió un juicio político, su encarcelamiento y lamentablemente en 1938 fue condenado a muerte y fusilado en Siberia.<sup>1</sup>

Previamente, Clementine Juglar, economista francés del siglo XIX había publicado *Las crisis comerciales y su reaparición periódica en Francia, Inglaterra y los Estados Unidos*, trabajo en el que propuso que las crisis económicas no son sucesos casuales u originados por contingencias, sino parte

de una fluctuación cíclica de la actividad comercial, industrial y financiera que podría tardar en promedio ocho años

En 1923, Joseph Kitchin publicó en el Harvard University Press un artículo llamado *Review of Economic Statistics*, en el que propuso la existencia de un ciclo de 40 meses de duración con base en la información de precios de acciones en los Estados Unidos y en Reino Unido.

Hacia principios de 1930 ya se habían identificado diversos ciclos económicos pero no existía todavía ningún intento para determinar la eventual relación entre ellos. No fue sino hasta que Schumpeter inicia su análisis económico en *La Teoría del Desarrollo Económico*, en el que presenta un enfoque de flujo circular en el cual la ausencia de innovaciones lleva a un estado estacionario. Este estado estacionario, según Schumpeter, describe el equilibrio de Walras en el que el héroe de la historia, al mejor estilo austriaco, es el empresario.

Para Schumpeter, el empresario emprendedor, o innovador, perturba el equilibrio y sienta las bases para el desarrollo económico y en línea con el trabajo de Kondratieff, el proceso se presenta de forma cíclica cada 50 años. Schumpeter propuso un modelo de cuatro ciclos principales: Kondratieff, 54 años, Kuznets, 18 años, Juglar, 8 años, y Kitchin, 4 años. Todos ellos en conjunto forman una onda económica en la que el ciclo de Kondratieff consiste de tres ciclos de Kuznets, el ciclo de Kuznets consiste de dos ciclos de Juglar y dos ciclos de Kitchin forman un ciclo de Juglar.

Si bien la identificación de los ciclos económicos llegó a constituir un avance sustancial en el conocimiento de la economía, los elementos que explican la formación de las ondas económicas están todavía sujetos al análisis y a la verificación con los instrumentos de la ciencia económica. No obstante las limitaciones que se

1 Al oponerse a las colectivizaciones forzadas de Joseph Stalin, en la primavera de 1930 fue arrestado bajo la acusación de ser dirigente de un inexistente Partido de Trabajadores Campesinos y deportado a Siberia.

puedan enfrentar para explicar la formación de los ciclos, lo cierto es que, a la fecha, la teoría austriaca del ciclo económico (TAC) es el único enfoque disponible que brinda una explicación comprensiva de la última crisis financiera y económica que inició en el 2008. La validez de la teoría permanece invariable a pesar de las críticas que surgen por la incorporación de las expectativas de los agentes económicos, ya que se sustenta sobre la premisa que los ciclos económicos no son parte de una economía de libre mercado sino, más bien, son el resultado de la acción de una autoridad monetaria central que inyecta dinero en demasía y que provoca el ciclo económico.

## II. LA TEORÍA DEL CICLO AUSTRIACO

En 1912 el economista austriaco Ludwig von Mises dio a conocer su teoría del ciclo económico en su libro *The Theory of Money and Credit*, la cual propone que la disminución artificial de las tasas de interés por parte del banco central conduce a que los empresarios e inversionistas lleven a cabo proyectos de inversión que no eran financieramente viables hasta que las tasas fueran disminuidas. Ello daría lugar a una mala asignación de recursos y, por consiguiente, al inicio de una expansión económica que resulta insostenible una vez que estos empresarios e inversionistas se dan cuenta que la reducción de las tasas de interés no está acorde con las preferencias intertemporales – la tasa de interés *natural* – de los consumidores y ahorrantes.

En el momento en el que el banco central reversa su acción por insostenible y aumenta las tasas de interés, los empresarios e inversionistas suspenden sus proyectos de inversión, se dan cuenta que fueron engañados por la autoridad monetaria y se inicia, en ese momento, la parte descendente del ciclo económico, la recesión.

Los críticos de la TAC sostienen, por su parte, que no hay justificación para el hecho de que los empresarios e inversionistas se dejen engañar una y otra vez por tasas de interés artificialmente bajas. Ellos, dicen los críticos

de la Escuela Austriaca, aprenden de la experiencia y no se dejan engañar una vez más. Consecuentemente, de tener expectativas correctas la acción del banco central sería neutralizada y no se presentaría el ciclo austriaco. De acuerdo con Gordon Tullock, uno de los preeminentes críticos de la TAC:

*“Uno pensaría que los empresarios podrían ser mal guiados en las primeras dos fases del ciclo de Rothbard y que no anticipen un aumento posterior de la tasa de interés. Parece improbable que ellos continuaran siendo incapaces de imaginarse lo que sucedería. Normalmente, Rothbard y otros austriacos argumentan que los empresarios están bien informados y hacen juicios correctos. Como mínimo uno debería suponer que un empresario bien informado sobre asuntos importantes e interesado en los negocios leería a Mises y Rothbard y, por tanto, anticipar la acción del gobierno.”<sup>2</sup>*

En esta línea, Mises aceptó que, en algún momento en el futuro, era posible que los empresarios y los inversionistas no creyeran en acciones artificiales de la política monetaria y que previnieran el inicio de un ciclo de estas características. El mismo Mises propone que *“podría ser que los empresarios en el futuro reaccionarán de manera diferente a cómo lo hicieron en el pasado. Podría ser que eviten el uso de dinero fácil disponible para una expansión de sus operaciones ya que tendrán en sus mentes el inevitable fin del ciclo.”<sup>3</sup>*

Sin embargo, la TAC no hace referencia tan solo a variaciones de las tasas de interés sino también a cambios en la política monetaria del banco central que lleve a cambios en la oferta

2 Tullock, Gordon. *“Why the Austrians are wrong about depressions”*, *The Review of Austrian Economics*, vol .2, 1987. Traducción libre.

3 Mises, Ludwig von. *“Elastic expectations and the Austrian Theory of the Trade Cycle,”* *Economica*, Agosto, 1943. Traducción libre.

monetaria y, como consecuencia, a cambios en las tasas de interés. Aún más, el factor clave que perciben los empresarios lo es los cambios en las condiciones de mercado reflejados en cambios relativos de las demandas por diversos bienes y servicios. No es solamente el hecho de que hayan cambiado las tasas de interés.

En una economía libre y sin distorsiones se podrá presentar un cambio sostenido del consumo conforme aumenta la riqueza de los consumidores. La armonía con la que se presentan estos cambios podría ser dañada cuando el banco central inyecta dinero más allá de lo que la economía requiere. La nueva inyección de dinero se manifiesta en el aumento de los depósitos en los bancos, el cual sustenta la expansión de crédito por parte de los intermediarios financieros. Los primeros receptores del nuevo crédito estarán en capacidad de variar su patrón de consumo en tanto los precios monetarios no hayan cambiado. Con la mayor capacidad de compra que éstos tienen aumentan su demanda por bienes y servicios que no hubiesen demandado de no haberse dado la expansión del crédito.

El aumento en la capacidad de compra de los primeros receptores de crédito toma lugar a expensas de la capacidad de compra de los últimos receptores de la expansión del crédito, quienes enfrentarían un incremento de precios monetarios que los primeros receptores no enfrentaron. En otras palabras, la inyección de dinero traducida en una mayor expansión del crédito constituye una transferencia de fondos reales desde los últimos receptores del *shock* monetario hacia los primeros receptores.

Como resultado de la política monetaria fácil la estructura de consumo y producción varía. Es probable que se observe una mayor proporción de bienes y mercancías de lujo en relación con los bienes y mercancías básicos. El cambio en el patrón de consumo hace que los empresarios, en su afán de generar utilidades y beneficios, dirijan sus operaciones y acciones para satisfacer la demanda que se ha generado con la expansión del crédito. Como lo apunta Mises:

*“En el sistema capitalista los empresarios determinan el curso de la producción. En el desempeño de esta función ellos están*

*completa e incondicionalmente sujetos a la soberanía de los consumidores.”*<sup>4</sup>

De manera consecuente, la obediencia de los empresarios a la soberanía de los consumidores origina inversiones en capital físico para acomodar una mayor demanda por bienes más lujosos. Una vez que la política monetaria fácil reversa su orientación se detiene la transferencia de fondos reales hacia los primeros receptores. Estos disminuyen sus demandas por los bienes menos esenciales, con lo cual se debilitan los proyectos de inversión y se inicia la fase recesiva del ciclo económico.

La interrogante que se plantea en esto es cómo la formación de expectativas correctas ante la política monetaria fácil puede prevenir el inicio de un ciclo económico espurio. La labor del empresario es la de estar atento a la orientación de la demanda que observa y enfrenta en el mercado, de tal forma que cuando detecte cambios pueda reaccionar para favorecerse de ella. Por ejemplo, si un constructor observa una demanda creciente de viviendas y se rehúsa a suplirla porque percibe que la demanda se explica por una política monetaria fácil, ese productor dejará pasar oportunidades de negocios, por más reales que sean, y podría quedar afuera del negocio. Para mantenerse en el negocio de la construcción, el empresario deberá estar en línea con la demanda que enfrenta. De igual manera, cualquier otro empresario en cualquier área de actividad económica tendrá que responder a los cambios de la demanda que enfrenta en su sector de actividad; de lo contrario quedará afuera del negocio. Es una decisión de todo o nada.

Dentro de la corriente de la economía liberal se podría plantear también la posibilidad propuesta de los monetaristas en el sentido de que una política monetaria fácil conduce a una expansión de la oferta monetaria y con ella la aparición del fenómeno de la inflación. Para los monetaristas el dinero no es más que un *velo* sobre las actividades reales. Para ellos si la

4 Mises, Ludwig von. “*Profit and Loss.*” *Libertarian Press*, página 108. Traducción libre.

masa monetaria se duplica también los precios monetarios se multiplican por dos y los precios relativos permanecen invariantes. Por tanto, no se observaría un ciclo de naturaleza austriaca. Sin embargo, como apunta Smith:

*“Los economistas austriacos en esto piensan diferente de los monetaristas, porque señalan que un aumento de la cantidad de dinero en circulación, además de generar inflación, ocasiona una variación en la estructura de la producción al variar los precios relativos de los bienes en la economía. Así, para los austriacos, el dinero no es neutral en la actividad económica real, mientras que, para los monetaristas, sí lo es.”*<sup>5</sup>

Adicionalmente, el hecho de reconocer un ciclo del estilo austriaco no implica que se conozca la duración de la fase expansiva y el momento del inicio de la fase recesiva. Sin este conocimiento la única manera de neutralizar el efecto de la política monetaria fácil es no participar en la fase expansiva del ciclo, pero ello significaría quedarse afuera del negocio.

La expansión monetaria origina también el agotamiento de la cantidad de fondos reales disponibles en la economía al ser destinada a un consumo que no guarda relación con la estructura sostenible de la producción. Por esta razón, la fase inicial de un ciclo económico espurio como el austriaco lleva consigo la semilla de su propia desaparición al debilitar la cantidad de fondos reales de la economía.

Un elemento clave en el análisis de la TAC no es solamente que una política monetaria fácil hace emerger un ciclo espurio sino, y aún más importante, que el ciclo es históricamente recurrente cuando existe un banco central. En una economía sin banco central se podría pensar en la posibilidad de que un banco comercial que mantiene una reserva fraccionaria origine un ciclo de naturaleza austriaca. Pero es difícil

que este particular banco comercial pueda sostener por un largo tiempo un ciclo espurio sin correr el riesgo de quedarse sin reservas y ser incapaz de librar los cheques y las obligaciones que se le presenten al cobro. Sin un banco central es difícil que un ciclo al estilo austriaco se presente. Por consiguiente, contrario al pensamiento popular, los ciclos económicos no se pueden considerar como parte intrínseca de una economía de mercado libre. En efecto, señala Rothbard:

*“Los bancos se pueden expandir confortablemente en línea con la existencia de un banco central, esencialmente un banco del gobierno que disfruta del monopolio del negocio del gobierno y en una posición privilegiada otorgada por el gobierno sobre todo el sistema bancario. Solamente cuando el banco central se estableció fue cuando los bancos fueron capaces de expandirse y con ellos presenciar el ciclo económico del mundo moderno.”*<sup>6</sup>

Menciona Smith que *“la explicación austriaca brinda lecciones importantes para la política económica, entre las cuales podemos destacar dos de ellas; una, tener una política monetaria estricta que no induzca a expansiones crediticias mediante la reducción de las tasas de interés y, la segunda, que el sistema bancario no sea centralizado, en el sentido de que existan requisitos de reserva uniformes para todos los bancos en una economía. Un sistema bancario centralizado y de reserva fraccional (en que el banco comercial debe mantener tan sólo una fracción de sus depósitos como reserva) estimula a que retiros de dinero de un banco se transmitan hacia otros bancos, provocando la caída sistemática de las entidades bancarias. Una de las más interesantes derivaciones de política a partir de la interpretación austriaca del ciclo económico es que una decisión del Banco Central para detener el*

5 Smith, Carlos Federico. *“El Ciclo Austriaco de la Economía”*. Columna Libre, Boletín, Asociación Nacional de Fomento Económico, Noviembre, 2008.

6 Rothbard, Murray N. *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, páginas 78-79, Ludwig von Mises Institute.

*proceso recesivo de la economía mediante una expansión del crédito, lo único que genera es un nuevo ciclo económico pero no conduce a que la economía salga de la recesión. Más bien provoca la formación de un nuevo ciclo económico, posiblemente más profundo en cuanto a las necesidades de su corrección y en sus efectos sobre la producción y el empleo.”<sup>7</sup>*

### III. THE HOMEOWNERSHIP SOCIETY: EL ORIGEN DE LA CRISIS

A partir de 1995 la administración del Presidente Clinton puso en práctica lo que se ha dado en conocer la política del *homeownership society*, es decir, la sociedad de propietarios contenida en un documento del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano con el nombre de *The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream*. El objetivo principal de las acciones del gobierno lo fue el incremento del número de propietarios de viviendas y para ello la administración definió una estrategia que actualmente bajo escrutinio histórico es señalada como la semilla de la crisis financiera del 2008-2009. Parte central de esta estrategia fue la flexibilización de los estándares de gestión bancaria para la recepción y aprobación de solicitudes de crédito, especialmente aquellas solicitudes de deudores tipo *ninja: no income, no job, no assets*. Es decir, potenciales deudores de muy alto riesgo. Actualmente está claro que la erosión de los principios de la gestión sana de crédito elevó los precios de las viviendas por la mayor demanda financiada con crédito bancario para luego enfrentar una situación de morosidad de aquellos clientes que no tenían originalmente la capacidad para endeudarse. La administración del Presidente Bush continuó la política y el Congreso de los Estados Unidos la respaldó de pleno.

La estrategia nacional inició en 1994 cuando el Secretario del Departamento de

Vivienda y Desarrollo Urbano, Henry Cisneros, se encargó de redactar el documento con las propuestas, entre las cuales destaca el espíritu de la política del *homeownership*:

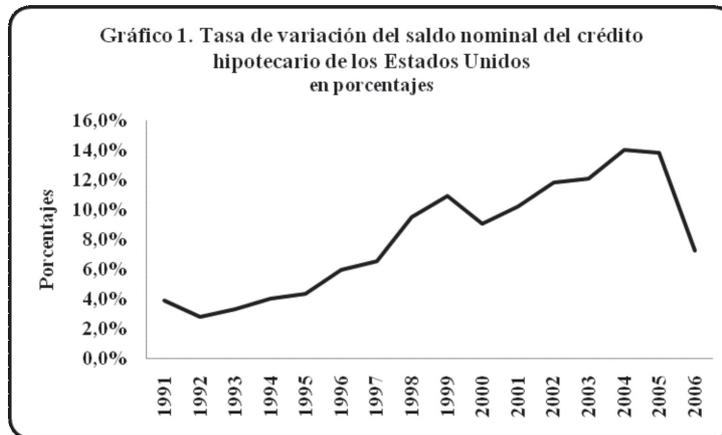
*“Para muchos de los potenciales dueños de viviendas, la ausencia de recursos disponibles que les ayude para acumular la prima de una vivienda y los costos del contrato es el principal impedimento para adquirir una vivienda. Otros no tienen el ingreso suficiente para enfrentar los pagos mensuales de las hipotecas financiadas con tasas de interés de mercado según los términos estándares de un contrato de crédito. Por tanto, las estrategias con base en la creatividad y en los recursos de los sectores público y privado deberían enfocarse en las barreras financieras para facilitar la compra de viviendas.”<sup>8</sup>*

La redacción de la propuesta de la administración Clinton era una invitación para que los bancos comerciales iniciaran una escalada en la concesión de crédito de vivienda, la cual se intensificó a partir de finales de los años 1990. En efecto, de conformidad con las estadísticas de crédito de vivienda de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, entre 1991 y 1997 el saldo nominal del crédito de vivienda crecía a una tasa anual del 4,4 por ciento en promedio, en tanto que en el periodo de 1997 al 2005, cuando alcanzó su máximo ritmo de colocación, la tasa de crecimiento anual fue del 11,4 por ciento en promedio. El comportamiento y la aceleración del saldo de crédito se observa en el gráfico 1.

Obsérvese en el gráfico 1 la aceleración de la tasa de colocación del crédito después de superada la pequeña recesión del año 1992, cuando creció apenas un 2,8 por ciento. En 1999 mostró un crecimiento importante del 11,0 por ciento anual y posteriormente, alimentada por la política de tasas de interés de

7 Smith, Carlos Federico. “El Ciclo Austriaco de la Economía”. Columna Libre, Boletín, Asociación Nacional de Fomento Económico, Noviembre, 2008.

8 Coy, Peter. “Bill Clinton’s drive to increase homeownership went way too far.” Business Week, February 27<sup>th</sup>, 2008.



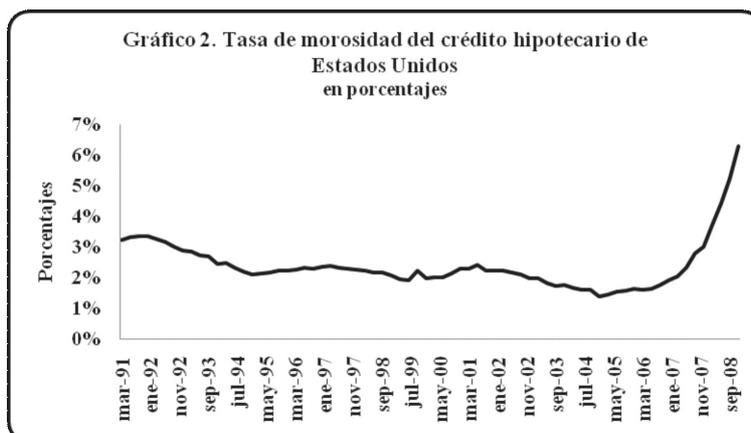
la Reserva Federal, la tasa de variación llegó a alcanzar hasta el 14,0 por ciento en el año 2004.

Como siempre sucede en los ciclos de crédito, la expansión indiscriminada de los préstamos de vivienda, alentada por tasas de interés artificialmente bajas, lleva con ella misma la semilla de la contracción. En efecto, una vez que la Reserva Federal tuvo que rectificar su política de tasas de interés e iniciar un proceso de elevación de la tasa de referencia de los fondos federales, no fue mucho el tiempo que transcurrió para que la morosidad del crédito de vivienda pasara de representar el 1,4 por ciento del saldo de crédito, en marzo del 2005, al 6,3 por ciento en diciembre del 2008. La intensificación de la acumulación de créditos en mal estado se observa en el gráfico 2 elaborado con cifras de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

La rapidez y la magnitud con la que se deterioró el crédito de vivienda en los Estados Unidos, especialmente aquel relacionado con las hipotecas *subprime*, es decir, préstamos a clientes *ninja*, fueron consecuencias de una cadena de factores propiciada por la política del *homeownership society* pero sustancialmente magnificados por otros elementos de naturaleza económica y política y transmitidos al resto del mundo por los bancos de inversión de los Estados Unidos.

#### IV. FANNIE Y FREDDIE: LOS PILARES DE LA CRISIS

El *Federal National Mortgage Association* (*Fannie Mae*) y el *Federal Home Mortgage Corporation* (*Freddie Mac*) son nominalmente instituciones privadas y respaldadas por el



gobierno federal desde el año 1968. El patrocinio del gobierno incluye no solamente transferencias de fondos del Tesoro sino también exenciones del pago de impuestos estatales y locales así como de la supervisión del *Securities and Exchange Commission*. *Fannie Mae* fue creada en 1938 por el Presidente Roosevelt en el contexto del *New Deal*. El colapso del mercado de vivienda durante la Gran Depresión llevó a que se suspendieran inversiones en el sector de vivienda por lo que *Fannie*, inicialmente una institución pública, se vino a convertir en una fuente de fondos públicos para el financiamiento de créditos de vivienda de los bancos comerciales.

En principio, *Fannie Mae* funcionó como una mutual de ahorro y préstamo que permitía a los bancos locales cobrar tasas de interés bajas y usualmente fijas, con primas de crédito también bajas, que beneficiaran al cliente de crédito. Esta estrategia llevó al desarrollo del mercado secundario de hipotecas en el cual *Fannie Mae* podía endeudarse con inversionistas extranjeros a tasas de interés bajas. La ganancia del negocio para *Fannie Mae* se originaba por la diferencia entre las tasas de interés de los créditos de vivienda y las tasas de interés que pagaba a los inversionistas. Por treinta años, *Fannie Mae* mantuvo una posición monopólica del mercado secundario de hipotecas.

Sin embargo, la presión fiscal de la guerra de Vietnam llevó al Presidente Johnson a privatizar *Fannie Mae* en 1968. Desde entonces se le ha considerado una GSE, es decir una empresa respaldada por el gobierno (*Government Sponsored Enterprise*), que generaba utilidades, que disfrutaba de exenciones tributarias y que no era supervisada. En 1970 se fundó *Freddie Mac* como una segunda GSE y entre ambas llegaron a dominar hasta el 90 por ciento del mercado de hipotecas con respaldo de fondos federales. Sus activos llegaron a representar aproximadamente el 45 por ciento de los activos del banco más grande los Estados Unidos y su deuda conjunta representó el 46 por ciento de la deuda nacional. Para mediados del 2008, ambas empresas retendrían y garantizarían la mitad de la deuda nacional hipotecaria calculada en US\$ 12 billones.<sup>9</sup>

9 Creswell, Julie. "Protected by Washington, Companies Balloned". The New York Times, 13

La importancia política que con el transcurso del tiempo fueron ganando *Fannie* y *Freddie* hizo de ellas empresas con presiones de Wall Street, de los bancos comerciales y de inversión, de los agencias de bienes raíces y de políticos en Washington, creando una red de dependencia entre todos los actores apoyada en cabildeos políticos y contribuciones electorales. Incluso, a inicios del 2003, cuando una auditoría externa en *Freddie* señalaba pérdidas ocultas por US\$ 4,500 millones, los esfuerzos por establecer la supervisión financiera en las dos empresas fueron neutralizados por políticos en Washington, particularmente Demócratas que argumentaron la necesidad de que ambas empresas siguieran en su política del *homeownership society*. A lo sumo se llegó a establecer, por acuerdo político, el *Office of Federal Housing Enterprise Oversight*, una oficina reguladora de *Fannie* y *Freddie* extremadamente débil.

La importancia de ambas empresas en la crisis *subprime* radica en la masiva inversión que realizaran con fondos públicos en las titulaciones hipotecarias que llevaron a cabo los bancos de inversión con la cartera de crédito que ofrecían los bancos originadores.

## V. LOS BANCOS COMERCIALES Y LOS BANCOS DE INVERSIÓN: LA MORTAJA DE PENÉLOPE

Relata Homero en su poema La Odisea que Penélope, esposa de Ulises, rey de Ítaca, tejía de día una mortaja para el rey Laertes y la deshacía de noche con el propósito de postergar la decisión de volver a contraer matrimonio con uno de los numerosos pretendientes que creían a Ulises muerto después de su victoria en Ilión. Veinte años pasó Penélope haciendo y deshaciendo la mortaja. Varios años pasaron los bancos comerciales de los Estados Unidos haciendo y deshaciéndose de los créditos

de julio del 2008. Para los efectos de este artículo y por la diferencia de las métricas del inglés y del castellano, los trillones en inglés son billones en castellano y los billones en inglés se traducen a miles de millones en castellano.

hipotecarios *subprime*. Créditos que no se mostraban en los balances de los bancos comerciales tal y como la mortaja de Penélope no se veía al día siguiente.

Pero a diferencia de la mortaja que efectivamente desaparecía, los créditos *subprime* no desaparecieron, sencillamente se trasladaron en forma de titularizaciones hipotecarias y por medio de los bancos de inversión. Estos últimos son entidades que no realizan intermediación financiera como los típicos bancos comerciales; son bancos que levantan capitales, negocian títulos y facilitan la adquisición y fusión de empresas. Estos fueron los bancos que diseñaron *vehículos financieros* que permitieron drenar las hipotecas *subprime* de los balances de los bancos comerciales.

Un banco comercial típicamente se provee de depósitos del público o de algún tipo de endeudamiento interno o externo para canalizarlo, como es lo usual, a crédito o inversiones financieras. En el caso de los préstamos *subprime*, el alto riesgo que enfrentaban los bancos comerciales al mantener esa cartera de crédito dentro de sus balances los llevó a formar una asociación con los bancos de inversión para deshacerse de la cartera *subprime*. Los bancos de inversión se encargaron de levantar recursos en los mercados de capitales no solamente de los Estados Unidos sino también del resto del mundo, especialmente los europeos. Simultáneamente diseñaron instrumentos o *vehículos* financieros especiales, novedosos, que tenían como activos subyacentes las hipotecas *subprime* y que fueron vendidos a esos capitales que captaron en los mercados internacionales. De esta forma, la cartera tóxica salía de los bancos comerciales y se instalaba en los balances de otras empresas financieras, incluyendo aseguradoras de gran prestigio, empresas comerciales y mercantiles en general y en los inversionistas.

El entramado que se fue desarrollando con la transferencia de los créditos *subprime* tomó la forma de *Collateralized Derivative Obligations* o CDO. Un CDO es un producto derivado cuyo valor y flujo de pagos se deriva de un portafolio subyacente de títulos de renta fija. Se definen con diferentes tracts (o *tranches*)

de riesgos en los que el primer tracto, riesgo *senior*, es considerado el más seguro de todos. Los pagos de interés y principal se hacen en orden de tracts: los de mayor riesgo, tracto *junior*, reciben un mayor pago de cupones para compensar a los inversionistas por el mayor riesgo que asumen. Los instrumentos CDO son valorados de conformidad con el enfoque *market-to-market*, el cual asigna un valor a un instrumento financiero de conformidad con el precio de mercado de algunos instrumentos similares.

Si bien la posibilidad de brindar a los inversionistas un valor aproximado de sus instrumentos financieros por medio del *market-to-market* es necesaria, lo cierto es que la evidencia reciente ha hecho evidente que empresas y bancos puedan haber utilizado la técnica para cometer fraude contable, especialmente cuando el precio de mercado no puede ser objetivamente calculado. En esta situación, algunos bancos procedieron con la aplicación de un *marked-to-model* en el que se simulaba hipotéticamente, o sintéticamente, las valoraciones de los instrumentos financieros. Ello dio origen, como en el caso de Enron y Andersen, a manipular los procedimientos y a crear valoraciones espurias.

Desde inicios de los años 2000, las nuevas emisiones de CDO comenzaron a tener como instrumentos subyacentes las hipotecas *subprime*. Conforme se deterioraron las hipotecas a partir de los años 2004 y 2005, los instrumentos CDO se expusieron a severas disminuciones de sus calificaciones de riesgo y futuras pérdidas de valor. La mortaja de Penélope comenzó a caer en una secuencia de hechos históricos que llevó a la desaparición de los bancos de inversión de más rancio abolengo de los Estados Unidos:

- En el 2007 los dos fondos de Bear Stearns Asset Management Inc. enfrentaron llamadas de colateral por parte de los inversionistas que habían aceptado CDO respaldados por hipotecas *subprime*. En julio del 2007, Bear Stearns comunicó a los inversionistas que el valor de los CDO era cero.
- El 24 de octubre del 2007, Merrill Lynch reportó el estado de ganancias con una

pérdida incorporada por US\$7.900 millones de deudas colateralizadas.

- El 4 de noviembre del 2007 renuncia el CEO de Citigroup, Charles Prince, aduciendo una pérdida severa en el valor de los CDO respaldados con hipotecas *subprime*.
- El 17 de marzo del 2008 el Grupo JP Morgan Chase adquiere Bearn Stearns en una negociación de emergencia; tres días antes, el 14 de marzo, Christopher Cox, el Superintendente de Valores de los Estados Unidos, declaraba que el SEC estaba tranquilo y conforme con el nivel de capitalización de Bearn Stearns.
- Merrill Lynch fue adquirido por Bank of America el 14 setiembre del 2008.
- El 15 de setiembre del 2008 Lehman Brothers se declaró en quiebra.
- El 22 de setiembre del 2008, la Reserva Federal aprobó la transformación de Goldman Sachs y Morgan Stanley de bancos de inversión a bancos comerciales y con ello permitirles utilizar fondos federales.

A diferencia de las tragicomedias griegas, en esta ocasión no se presentó al acto final el *deus ex machina* que resolviera el problema que la mortaja de Penélope le representó a los bancos de inversión.

## VI. LAS EMPRESAS ASEGURADORAS Y LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS: ORÁCULOS FALLIDOS

La responsabilidad que se le puede endilgar a las compañías aseguradoras en la gestación de la crisis requiere del conocimiento de un producto derivado denominado en inglés como *Credit Default Swaps* o CDS. Los CDS son contratos de seguros en los que, a cambio de una prima, el acreedor puede asegurarse ante el riesgo de impago de un crédito que haya concedido. En este caso, detrás de los CDS hay empresas aseguradoras que garantizan el pago de la acreencia en caso de incumplimiento y la más importante de ellas es *American Insurance Group* (AIG). De acuerdo con información del *Wall Street Journal*, se estima que durante todo el cuarto trimestre del año 2008 la aseguradora

AIG habría perdido US\$475.000,00 por minuto por sus negocios con CDS. El total de lo perdido alcanzaría los US\$61.660 millones. AIG reporta pérdidas para el 2008 por US\$99.300 millones.

El origen de las pérdidas está en el gigantesco grado de exposición que tiene AIG a los CDS ya que se estima que la empresa tendría en su poder hasta US\$300.000 millones de esos productos derivados. El problema para AIG está en que, a diferencia de un seguro tradicional, en el que la compañía tiene que aprovisionar las sumas aseguradas, en el caso de estos instrumentos sin regulación no hubo tal provisión por pérdidas esperadas, lo que los hizo extremadamente rentables. Adicionalmente, la deuda de AIG tenía calificación de riesgo AAA, por lo que sus CDS eran en teoría muy seguros.

Por estas razones los bancos, fondos de pensiones y *hedge funds* de varios países compraron los CDS de AIG, como forma de transferir a la aseguradora el riesgo de incobrabilidad de sus propios deudores. Mientras los mercados subían, el negocio de los CDS era redondo (AIG llegó a tener US\$ 450.000 millones en CDS vendidos). Pero cuando la tendencia cambió, comenzaron a aparecer los incobrables y AIG se tuvo que hacerse cargo de las garantías que había vendido.

¿Cómo entraron en el juego las calificadoras de riesgos, esos oráculos de infortunios? Primero por el lado de los bancos de inversión, originadores de los CDO y clientes tipo *VIP* de las agencias calificadoras de riesgo. Y segundo, al tener un seguro de impago emitido por AIG, por ejemplo, las agencias calificadoras no tuvieron reparo en asignar calificación AAA aun cuando los avanzados modelos de riesgo indicaran una calificación inferior. Es un caso de un *zorro que cuida gallinas*.

Los modelos matemáticos fallaron, se presentaron conflictos de interés entre los bancos de inversión, las empresas aseguradoras y las agencias calificadoras. Lo que nunca debió haber caído, cayó. Los oráculos de riesgos fallaron.

## VII. LA REGULACIÓN FINANCIERA: UN MITO Y EL GOBIERNO DISFUNCIONAL

Se ha dicho mucho que la regulación en los Estados Unidos fue insuficiente para controlar

los excesivos riesgos que asumieron las entidades financieras con el tema de las hipotecas *subprime*. Sin embargo, hay que considerar lo siguiente:

1. De acuerdo con información del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, las agencias federales de regulación financiera son las siguientes:
  - a. Commodities Futures Trading Commission (CFTC)
  - b. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)
  - c. Federal Reserve Board
  - d. Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
  - e. Securities and Exchange Commission (SEC)
  - f. Algunos bancos con oferta pública de acciones tienen que cumplir con las obligaciones de la ley Sabarnes-Oxley.
2. Adicionalmente cada Estado de la Unión tiene sus supervisores para banca y seguros.
3. Desde 1990 hasta el 2008, el gasto conjunto de las agencias federales de regulación financiera aumentó en el 43,5 por ciento. Para el año 2009 el presupuesto de las agencias federales se prevé que crezca en el 6,4 por ciento, como mínimo.<sup>10</sup>
4. Se estima que cada año las agencias federales han llegado a publicar, en promedio, 70.000 páginas de nuevas regulaciones.<sup>11</sup>
5. Solo en Washington D.C. el número de empleados en las agencias federales de supervisión financiera ascienda a poco más de 12.000.

Como contraejemplo fáctico a este mito se puede señalar el caso de España: apegada a los más estrictos principios de supervisión del Comité de Basilea y con desarrollos muy avan-

zados en la ciencia matemática aplicada a la valoración de riesgos, la plaza financiera española es una de las más deterioradas por la crisis financiera y con niveles de morosidad bancaria crecientes y ya de por sí elevados.

La información anterior es importante de considerar porque alrededor de la crisis se ha creado el mito de que su origen se explica por un proceso de desregulación financiera impulsado por la administración Bush. Esto, sin embargo, no es correcto en parte porque se puede colegir del discurso del Presidente Bush los efectos que tienen sobre el sistema financiero los elevados costos de la regulación financiera. Lo cual es diferente a concluir que con la administración Bush se dio un proceso de desregulación.

La realidad en los Estados Unidos ha sido diferente a lo que el mito de desregulación propone: la regulación aumenta día con día, se propone incluso más regulación, se dispersa la rendición de cuentas y se disminuye la efectividad y eficacia del marco regulatorio. Esto es reflejo de un gobierno disfuncional y no una falla, como lo han planteado algunos, del *laissez-faire*. ¿En qué se sustenta el mito de la desregulación inducida por el Presidente Bush? En la derogatoria de la ley Glass-Steagall.

La ley Glass-Steagall, conocida también como la ley bancaria, fue aprobada el 16 de junio de 1933, y en ella se decretó la separación de la banca de acuerdo con su giro de negocio en banca comercial y banca de inversión, así como también la ley estableció el *Federal Deposit Insurance Corporation*.

La ley Glass-Steagall fue derogada con la ley *Gramm-Leach-Bliley* de 1999, impulsada por el senador republicano Phil Gramm y el congresista republicano Jim Leach. La versión final de la ley fue aprobada en el Senado con una votación de 90 a favor y 8 en contra y en la Casa de Representantes con una votación de 362 a favor y 57 en contra. Tanto los republicanos como los demócratas favorecieron la derogatoria de Glass-Steagall. El 12 de noviembre de 1999 el Presidente Clinton convirtió en ley la derogatoria de Glass-Steagall sin acudir al resello del congreso ante un eventual veto del Presidente. La ley de derogatoria no fue del Presidente Bush.

10 Cowen, Tyler. "Too few regulations? No, Just Ineffective Ones." The New York Times, September 13<sup>th</sup>, 2008.

11 Cowen, Tyler. "Too few regulations? No, Just Ineffective Ones." The New York Times, September 13<sup>th</sup>, 2008.

La consecuencia visible de la derogatoria fue que permitió a los bancos comerciales suscribir y negociar instrumentos financieros tales como los *mortgage-backed securities* (MBS), los CDO y establecer *structured-investment vehicles* (SIV) que adquirieron los MBS y CDO. Para algunos expertos, la derogatoria de la ley contribuyó sustancialmente al origen de la crisis actual; para otros, la derogatoria mitigó y previno la quiebra de bancos comerciales en el contexto de la crisis.

En el contexto de la discusión sobre la desregulación sí es importante reseñar que, de acuerdo con las actas de sesión del *Securities and Exchange Commission*, el 28 de abril del 2004 el SEC autorizó a los bancos de inversión a elevar su endeudamiento hasta 33 veces su nivel de patrimonio. El líder que presentó y defendió la propuesta de modificación regulatoria ante el SEC fue el entonces *chairman* de Goldman Sachs y posteriormente Secretario del Tesoro, el señor Paulson.

No obstante, transcurridos los años y con lo que llegue a convertirse en experiencias y evidencias de la actual crisis, se podrá llegar a concluir si la autorización a los bancos comerciales de desarrollar instrumentos financieros derivados fue en ella misma la causa de los arrebatos financieros actuales. En otras circunstancias probablemente los productos derivados habrían sido instrumentos eficientes para la correcta administración del balance de los bancos. Sin embargo, la impopularidad de la que gozan hoy en día se puede rastrear al comportamiento de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el banco central.

#### VIII. LA RESERVA FEDERAL: GREENSPAN OLVIDÓ LA TEORÍA AUSTRIACA DEL CICLO

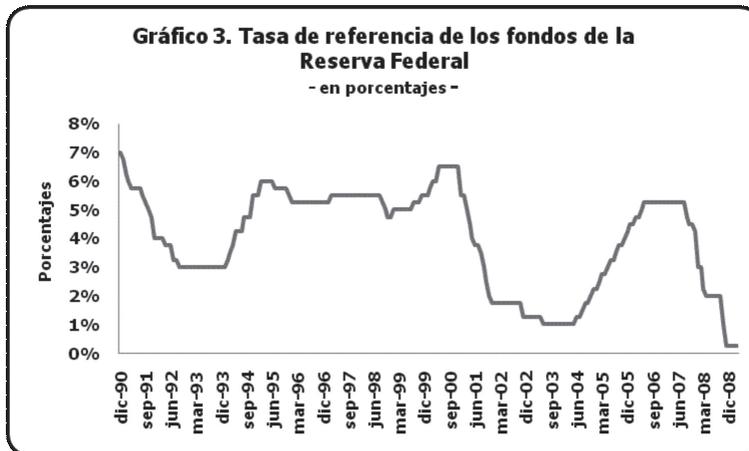
En líneas anteriores se dice que un elemento clave en el análisis de la teoría austriaca del ciclo no es solamente que una política monetaria fácil hace emerger un ciclo espurio sino, y aún más importante, que el ciclo es históricamente recurrente cuando existe un banco central. Menciona Juan Ramón Rallo Julián con respecto a la Reserva Federal y a Allan Greenspan, el Maestro, lo siguiente:

*“Primero, aunque los tipos de interés de la Reserva Federal sean a un día, el negocio bancario actual consiste, desgraciadamente, en endeudarse a corto plazo para invertir a largo. Dicho de otra forma, los bancos refinancian continuamente sus deudas a corto plazo a través del banco central (y el mercado interbancario que se desarrolla en su entorno) e invierten en activos que maduran a largo plazo (por ejemplo, hipotecas). De esta manera, si la Fed baja sus tipos a corto plazo, la oferta de fondos prestables a largo plazo se incrementa y, por tanto, el tipo de las hipotecas decrece en consonancia. Y ello por no hablar del número de hipotecas que se concedieron referenciadas a esos tipos de interés a corto plazo (por ejemplo, el Euribor o el Libor en Estados Unidos), esto es, de las hipotecas a tipo variable.*

*Mucho me temo que la credibilidad de El Maestro no sobrevivirá a la presente crisis (al igual que la de otros muchos economistas monetaristas), pero en su descargo hay que decir que Greenspan probablemente sí sabía qué estaba haciendo durante su gestión. Al fin y al cabo, se conocía bastante bien la teoría austriaca del ciclo económico. Su problema no fue tanto de ignorancia –como le sucede a Bernanke– cuanto de maldad y oportunismo. Aunque no sé si eso le deja en mejor o peor posición.”<sup>12</sup>*

En esta línea de argumento, el origen del ciclo austriaco que Greenspan olvidó (hay que darle, a diferencia de Rallo Julián, el beneficio de la duda) es que la disminución artificial de las tasas de interés por parte del banco central conduce a que los empresarios e inversionistas lleven a cabo proyectos de inversión que no eran financieramente viables hasta que las tasas

12 Rallo Julián, Juan Ramón. “Greenspan sí causó esta crisis.” Comentario en [liberalismo.org](http://liberalismo.org), 12 de marzo del 2009, [www.liberalismo.org/bitacoras/1/5260/greenspan/causo/crisis](http://www.liberalismo.org/bitacoras/1/5260/greenspan/causo/crisis).



fueran disminuidas. Esto fue lo que Greenspan propició y para verificarlo se muestra el gráfico 3 con información de la tasa de referencia de los fondos federales.

A partir del año 2000 y con el pretexto de atenuar una recesión causado por la desinflación de la burbuja de las *dot.com*, la Reserva Federal inició un proceso sostenido de disminución de las tasas de interés de referencia para los fondos federales desde el 6,5 por ciento en diciembre del 2000 hasta el 1,0 por ciento en julio del 2003. Desde noviembre del 2001 hasta noviembre del 2004, la tasa de referencia varió entre el 1,0 por ciento y el 2,0 por ciento. Inició, por consiguiente, el frenesí de crédito, especialmente en hipotecas del tipo *subprime*, para dar paso luego a un aumento de tasas de interés que tiene a las economías de todo el planeta en crisis.

La rotunda conclusión de esta situación es que no se debe jugar con las tasas de interés y menos cuando el que las juega es el banco central.

## COMENTARIOS FINALES

La pretensión de los comentarios desarrollados a lo largo de este artículo está orientada a sentar las bases para identificar las causas de la debacle. Hasta el momento ha sido impresionante la cantidad de opiniones vertidas sobre el origen y las consecuencias. Sin embargo, el escrutinio de la historia tomará su tiempo como lo ha hecho con la Gran Depresión del

año 1929. No obstante, la aplicación del método científico al devenir actual de los acontecimientos ha permitido iniciar el proceso de análisis del origen de la crisis. Este artículo es resultado de un resumen de numerosos comentarios en prensa, en revistas especializadas, en foros y programas de televisión. Hay que ver el documento como un compendio. No obstante, hay elementos definitivos que no variarán con ese escrutinio histórico:

1. La manipulación de la moneda, el monopolio del banco central y el crecimiento artificialmente sostenido de la oferta monetaria son las más perversas recetas para el empobrecimiento de la sociedad.
2. Los que gobiernan las finanzas del mundo han cometido el peor de los errores: creerse suficientemente inteligentes como para decidir cuánto dinero debe circular.
3. La responsabilidad de los políticos no tiene límites en esta coyuntura. Basta la siguiente información recopilada desde 1989 hasta el 2 de setiembre del 2008 por el *Center for Responsive Politics* en relación con los receptores de contribuciones políticas por parte de *Fannie* y *Freddie*. Solo se muestran los diez principales receptores de contribuciones para sus campañas políticas.<sup>13</sup>

13 *Center for Responsive Politics*. [www.opensecrets.org/news/2008/09/update-fannie-mae-and-freddie.html](http://www.opensecrets.org/news/2008/09/update-fannie-mae-and-freddie.html).

**CUADRO 1**  
**LAS DIEZ MAYORES CONTRIBUCIONES DE**  
**FANNIE MAE Y FREDDIE MAC**  
**A LAS CAMPAÑAS POLÍTICAS DE 1989 AL 2008**

Nombre	Partido político	Contribución en dólares
Dodd, Christopher J.	Demócrata	\$ 165,400
Obama, Barack	Demócrata	\$ 126,349
Kerry, John	Demócrata	\$ 111,000
Bennett, Robert F.	Republicano	\$ 107,999
Bachus, Spencer	Republicano	\$ 103,300
Blunt, Roy	Republicano	\$ 96,950
Kanjorski, Paul E.	Demócrata	\$ 96,000
Bond, Christopher S. 'Kit'	Republicano	\$ 95,400
Shelby, Richard C.	Republicano	\$ 95,400
Reed, Jack	Demócrata	\$ 78,250

Aparte de estas personalidades políticas en lista del *Center for Responsive Politics* aparecen otros ilustres políticos muy cercanos a la administración Obama, entre los que destacan Hillary Clinton (US\$ 76.050); Nancy Pelosi (US\$ 56.250); y Barney Frank (US\$ 42.350). Este último preside el Comité de Banca y Finanzas de la Casa de Representantes y en su historial de congresista se evidencia que es un acérrimo enemigo de regular a *Fannie* y a *Freddie*. De los ilustres republicanos destaca John McCain con US\$ 21.550.

- El mercado siempre pasa la factura de malas decisiones; el problema es que los que están al mando, probablemente con la idea de evitar una culpa pública, usualmente cometen más errores. Como por ejemplo tratar de salvar a las empresas de automóviles estadounidenses, las cuales no tienen reparo, o bien dejar caer a Lehman Brothers cuando había que evitarlo.

Como agenda pendiente del análisis queda para el futuro valorar, una vez superada la crisis, el comportamiento de los inversionistas, de los consumidores y de los bancos. Habrá que aplicar, en su debido momento, los nuevos

instrumentos de análisis que está desarrollando la parte psicológica del análisis económico. Y, además, quedará para el futuro también la revisión histórica de qué se hizo bien y qué se hizo mal para mitigar la crisis. A manera de ejemplo, el proceso de revisión histórica actualmente desempolvado por la crisis apunta a que la Gran Depresión de 1929 fue innecesariamente prolongada por las políticas fiscales y comerciales del *New Deal* del Presidente Roosevelt. Algo que Bernanke conoce muy bien pero que Geithner no parece comprender.

## BIBLIOGRAFÍA

*Center for Responsive Politics*. [www.opensecrets.org/news/2008/09/update-fannie-mae-and-freddie.html](http://www.opensecrets.org/news/2008/09/update-fannie-mae-and-freddie.html).

Cowen, Tyler (2008). “*Too few regulations? No, Just Ineffective Ones.*” The New York Times, September 13<sup>th</sup>.

Coy, Peter (2008). “*Bill Clinton’s drive to increase homeownership went way too far.*” Business Week, February 27<sup>th</sup>.

Creswell, Julie (2008). “*Protected by Washington, Companies Balloned.*” The New York Times, 13 de julio.

Mises, Ludwig von (1943). “*Elastic expectations and the Austrian Theory of the Trade Cycle.*” *Economica*. Traducción libre.

Mises, Ludwig von (2000). “*Profit and Loss*” *Libertarian Press*. Traducción libre.

Owen, Deborah y Robin Griffiths (2008). *Cómo analizar el Mercado. Técnicas para entender el comportamiento de las acciones*. Editorial Cuatro Media. Buenos Aires.

Rallo Julián, Juan Ramón (2009). “*Greenspan sí causó esta crisis.*” Comentario en [www.liberalismo.org/bitacoras/1/5260/greenspan/causo/crisis](http://www.liberalismo.org/bitacoras/1/5260/greenspan/causo/crisis).

Rothbard, Murray N. (1998). The Austrian Theory of the Trade Cycle, páginas 78-79, Ludwig von Mises Institute.

Smith, Carlos Federico (2008). “*El Ciclo Austriaco de la Economía*”. Columna Libre, Boletín, Asociación Nacional de Fomento Económico.

Tullock, Gordon (1987). “*Why the Austrians are wrong about depressions*”, *The Review of Austrian Economics*, vol .2. Traducción libre.