

# Las **causas** de la **crisis financiera** y la **inoperatividad** de los **rescates**

ARTURO HUERTA  
GONZÁLEZ\*

## LO FINANCIERO RELEGÓ A LO PRODUCTIVO LA INNOVACIÓN FINANCIERA COMO GERMEN DE LA CRISIS

**L**a innovación financiera introdujo nuevos instrumentos, que se expandieron enormemente. Entre ellos se cuentan los derivados, los fondos de cobertura cambiaria, los *swaps*, los fondos de pensión y otros, que contribuyeron a dar mayor liquidez a la economía y propiciaron prácticas especulativas y de expansión crediticia, burbujas bursátiles y de los mercados de bienes raíces y de otros bienes, lo que más tarde desembocó en inestabilidad y crisis de los mercados financieros. Toda crisis financiera reciente ha tenido las mismas causas. Wray señala que “la crisis de los años ochenta de los bancos de ahorro fue precedida de innovaciones que aumentaron la oferta de créditos y relajaron las reglas y la supervisión”.<sup>1</sup>

1. Randall Wray, *Lessons from the Subprime Meltdown*, Working Paper, núm. 522, Levy Economics Institute of Bard College, diciembre de 2007.

\* Profesor de posgrado de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México <ahuerta@servidor.unam.mx>.



Los nuevos instrumentos financieros estaban respaldados por otros papeles, cuyo aval descansaba en expectativas y, en muchos casos —sobre todo en lo referente a las emisiones relacionadas con las hipotecas residenciales—, en el comportamiento del precio de los bienes raíces. Se creaban papeles de la nada, o en torno a deseos de comportamiento futuro de ciertos activos y variables. Es lo que Marx denominó capital ficticio, ya que no eran sustentados con el aval o soporte de algún activo físico productivo que generara riqueza y flujo de ingresos que respaldara el rendimiento ofrecido.

La innovación financiera fue funcional tanto para acreedores como para deudores. Los primeros pudieron ampliar su red crediticia y con ello sus ganancias. Fue tan buena la acogida que tuvieron los nuevos instrumentos financieros que los bancos y las instituciones de inversión incrementaron el apalancamiento crediticio, sin considerar los riesgos. Por su parte, los deudores no sólo pudieron adquirir los fondos crediticios para financiar sus inversiones o adquisiciones, tanto de bienes raíces como de consumo, sino que incurrieron en el sobreendeudamiento, ante las facilidades otorgadas. La mayor liquidez trajo consigo presiones en precios de activos, tanto en el propio mercado financiero como en aquellos adonde se dirigían esos recursos, sea el accionario, el de bienes raíces, el de materias primas, entre otros.

Entre los elementos que promovieron la innovación financiera, cabe mencionar:

- las políticas monetarias restrictivas,
- las condiciones de estabilidad monetaria,
- la liberalización y desregulación financiera,
- la baja dinámica de acumulación en la esfera productiva y la búsqueda de opciones atractivas de inversión.

La implantación de las políticas monetarias restrictivas desde los años ochenta en Estados Unidos, así como la necesidad de evadir los controles de las autoridades monetarias y gubernamentales, propició la innovación financiera. Ello permitió la introducción de instrumentos financieros que generaron mayor liquidez y recursos, y se apoderaron de los mercados financieros.

La baja inflación contribuyó al desarrollo de la ingeniería financiera, pero también a las prácticas especulativas y al sobreendeudamiento, lo que alentó la expansión financiera. En un ambiente de estabilidad, las empresas solventes asumen posiciones de riesgo en la búsqueda de mayores ganancias. Como señala Minsky, en tiempos de estabilidad se propician acciones de especulación y

de alto riesgo, dado que los inversionistas suponen que el entorno de estabilidad impondrá las condiciones de rentabilidad que ellos desean.<sup>2</sup> Los problemas se presentan cuando no se cumplen sus expectativas, lo que ocasiona que sus ingresos no cubran el pago total de los créditos contratados para financiar esas inversiones, lo que genera inestabilidad en los mercados financieros.

Las condiciones de estabilidad y la búsqueda de opciones atractivas de inversión fuera de la esfera productiva fomentaron la innovación financiera, cuyos instrumentos fueron aceptados y demandados por los inversionistas institucionales y de todo tipo. Ello ocasionó que subieran los precios de los activos en los mercados de capitales y de bienes raíces, y por tanto éstos tuvieron mejores condiciones financieras, de rentabilidad y de liquidez en relación con las actividades productivas. Así se alimentaron mutuamente las alzas *boom* bursátiles, así como el crecimiento de la disponibilidad crediticia, tanto para bienes raíces como para consumo.

La liberalización y desregulación financieras se implantaron como respuesta a las críticas y los cuestionamientos en torno al intervencionismo y el control que el Estado ejercía sobre el sector financiero. Con miras a supuestamente mejorar la eficiencia y la competitividad del sector, se permitió que el mercado se *autorregulara*.

La liberalización y desregulación financieras, junto con la innovación en el sector, dieron origen a la llamada banca paralela; es decir, a la banca de inversión, que medró gracias al auge de los fondos de pensión, los fondos de cobertura cambiaria, así como los fondos mutualistas, y se convirtió en el principal comprador en los mercados financieros,<sup>3</sup> desplazando a los tradicionales bancos comerciales.

La mayoría de los instrumentos resultantes de la innovación financiera no estaban regulados y respaldados por la Reserva Federal ni por el Tesoro estadounidense. El problema se agudizó porque las instituciones financieras no se contuvieron. Emitieron la cantidad de títulos que quisieron, ofreciendo altos rendimientos asociados a un alto grado de riesgo, sin respaldo de activos productivos o de flujo de ingresos seguros que garantizaran el rendimiento ofrecido.

La falta de perspectivas de rentabilidad en ciertas ramas productivas, tanto por la baja de su competitividad

2. H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, Connecticut, 1986, p. 11.

3. R. Guttman, "The Crisis of Finance Led Capitalism", conferencia en el Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, 29 y 30 de septiembre de 2008.

frente a productos importados como por la estrechez del poder de compra de los trabajadores para ampliar su consumo y su demanda, llevó a los inversionistas a buscar mejores opciones de inversión en el sector financiero y especulativo. Ello estimuló el surgimiento de títulos financieros atractivos para aquellos que buscaban una rentabilidad mayor que la ofrecida en la esfera productiva.

### LA INNOVACIÓN FINANCIERA Y EL AUGE DE LOS MERCADOS ESPECULATIVOS

Los nuevos instrumentos financieros permitieron que la banca tradicional, así como la de inversión, contara con mayor liquidez, lo que, junto a las menores tasas de interés, las llevó a asumir posiciones de mayor riesgo.

La desregulación y la innovación financieras dieron pauta a que los bancos y demás instituciones financieras procedieran a una asignación crediticia en favor de las prácticas especulativas, dadas las mayores ganancias esperadas. Asimismo, se canalizó el crédito más a las hipotecas y al consumo que hacia el sector productivo.

Se otorgaron más créditos que los permitidos por los depósitos, a los cuales tenían que sujetarse, dadas las regulaciones establecidas por los organismos reguladores, tanto la Reserva Federal como otras instituciones gubernamentales. Evadieron las normas vigentes, lo que permitió las prácticas especulativas y fraudulentas. Tales prácticas contribuyeron al auge de los mercados financieros, que recibieron impulso de los grandes flujos de recursos recibidos. Así, el alza de los precios de las casas trajo por resultado el aumento del precio de los títulos que tenían como respaldo las hipotecas residenciales. Éstos ofrecían rendimientos atractivos, dado el crecimiento del precio de las casas, por lo que los bancos los adquirieron de manera masiva, difundándose así el riesgo de emisión de los mismos. Tales títulos eran riesgosos, ya que se sustentaban en el alza de precios de las casas que actuaban como activos de respaldo, con lo que el sistema financiero quedaba a expensas del comportamiento de esos precios.

El incremento esperado del valor de los títulos creados por la innovación financiera dependía del comportamiento de los mercados de los bienes que los respaldaban. Los que tenían como sustento las propiedades habitacionales adquiridas por medio de las hipotecas eran muy atractivos, dada la bonanza del mercado de bienes raíces. Asimismo, los derivados o títulos a futuros vinculados a

---

*La opción de comprar cartera vencida de los bancos sólo favorece a los banqueros: se les evitan pérdidas a costa de aumentar la deuda pública y los impuestos*

---

las divisas o al mercado de materias primas, cuyo precio también estaba aumentando, gozaban de gran demanda. Ello colocaba a esos títulos en una situación de alto riesgo e incertidumbre, pues su valor dependía de expectativas y no de la generación de riqueza de los sectores productivos y del comportamiento de la economía.

Asimismo, los créditos estaban en función de la apreciación de los activos financieros, lo cual respondía tanto al avance de los mercados financieros y de bienes raíces como del precio de las materias primas. El mayor precio de tales activos y bienes mejoraba los índices de capitalización de los poseedores de los activos y de los propietarios de casas, lo que permitía el reembolso del crédito o del rendimiento ofrecido por los títulos emitidos a partir de la innovación financiera. Estos activos se utilizaban como garantía para obtener mayores créditos, lo que les permitía a empresas y familias tener un mayor poder adquisitivo para especular, así como para incrementar el consumo. Así, se alimentaban mutuamente los auges de los mercados financieros, la expansión crediticia en favor del consumo y las viviendas; todo sustentado en la expectativa de que los precios de los activos se mantendrían al alza.

Al reducirse el riesgo crediticio, el sector financiero comenzó a otorgar créditos hipotecarios a grupos

poblacionales que jamás habían tenido acceso a ello, y así se constituyeron las hipotecas *subprime*.

El entorno de baja inflación, estabilidad financiera y pujanza en los mercados financieros, así como de bienes raíces, reportaron pingües ganancias a los participantes en el ámbito financiero. Ello generó expectativas optimistas que se tradujeron en la subvaloración de los riesgos, tanto por parte de las agencias evaluadoras como de los reguladores, y de los inversionistas, tanto de aquellos que vendían los títulos financieros creados por la innovación como por los que los adquirían.

Los comercializadores de las hipotecas, como los bancos de todo tipo, vendían las hipotecas porque ganaban de las comisiones que cobrarán en ello, sin importar si el demandante de la hipoteca tenía recursos para asegurar el reembolso de la misma. Muchos bancos sacaban de su balance esa contabilidad, con el fin de evadir los requerimientos de reservas y de capital exigidos por las autoridades reguladoras en tales transacciones.<sup>4</sup>

Se desarrolló una ingeniería financiera, en la que participaban las instituciones financieras y las agencias evaluadoras en la promoción de títulos de alta rentabilidad, que eran evaluados con grado de inversión y con supuesto bajo riesgo, con el fin de que lo adquirieran los inversionistas y bancos, tanto de Estados Unidos como de otros países. Los títulos respaldados por las hipotecas *subprime*, de alto riesgo, recibieron el grado de inversión, por lo que todo tipo de inversionistas y de fondos (de pensión, de cobertura cambiaria, entre otros) los adquirieron. Sin embargo, la situación cambiaría al modificarse la actuación de esos mercados y el precio de los activos financieros.

El avance de los bienes raíces descansó en la gran demanda por casas derivada de la mayor disponibilidad crediticia otorgada por la banca, tanto por la baja tasa de interés establecida por la Reserva Federal para reactivar la economía (en el periodo 2001-2003) como por los mayores títulos con respaldo en las hipotecas residenciales que adquiría la banca internacional. No fue el aumento del empleo o de los salarios y del poder adquisitivo de los demandantes de casas lo que propició la pujanza de los bienes raíces. Por tanto, no había condiciones que aseguraran el pago de las obligaciones financieras resultantes de la compra de casas.

## EL SECTOR FINANCIERO Y EL REZAGO DE LA ESFERA PRODUCTIVA

El proceso de mundialización y liberalización financiera ha alentado el proceso dinero-dinero incrementado e inhibido el de dinero-mercancía-dinero incrementado; es decir, se promovió el circuito del capital dinero, en el que el dinero tiende a incrementarse en la esfera financiera-especulativa, sin pasar por la esfera productiva. No se tenía que producir mercancías para obtener dinero incrementado en la realización de la misma. Ello se debe a que se han creado mayores condiciones de rentabilidad en el proceso de *financierización* y menos condiciones de acumulación en la esfera productiva.

Las mayores ganancias en el sector financiero se mantienen mientras fluye capital a ese sector, lo que incrementa el precio de los activos financieros. De ahí el florecimiento de los mercados bursátiles, y posteriormente del de bienes raíces y de las materias primas. Las ganancias generadas no se canalizan al sector productivo, sino que circulan en el ámbito financiero, dadas las mejores opciones de inversión, lo que hace que se dispare la esfera financiera en relación con la productiva.

Cada vez más ganancias de las empresas no financieras provienen de sus inversiones financieras.<sup>5</sup> Con ello creció la importancia de los mercados financieros, tanto en países desarrollados como en subdesarrollados.

Mediante la innovación financiera y la consecuente expansión de los mercados financieros en escala internacional, se ha ampliado la fuente de recursos y se han contrarrestado las menores ganancias que se han tenido en ciertos sectores productivos, por ser menos competitivos. En las corporaciones estadounidenses, las ganancias generadas en el sector financiero en los años ochenta representaron 10% de las totales y en 2006 participaban con 40 por ciento.<sup>6</sup>

Ello colocaba a las empresas en una situación de alta vulnerabilidad y fragilidad, a expensas del comportamiento del sector financiero, pues sus ganancias ya no dependían tanto de la esfera real. Cualquier vulnerabilidad del sector financiero, tal como ocurre hoy, repercutiría rápidamente en todas las empresas que tuviesen activos e inversiones financieras. Las compañías del sector productivo eran colocadas en el mundo de lo "ficticio", ya que gran parte de las ganancias no tenía sustento productivo,

4. Randall Wray, "Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?", *Public Policy Brief Highlights*, núm. 94A, Levy Economics Institute of Bard College, septiembre de 2008.

5. R. Guttman, *op. cit.*, y J. Crotty, *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the "New Financial Architecture"*, Working Paper, University of Massachusetts Amherst, núm. 180, septiembre de 2008.

6. *The Economist*, "What Went Wrong", 19 de marzo de 2008.

sino que estaba en función del comportamiento de los precios de los activos financieros, por lo que, al desplomarse los mercados financieros y los activos de éstos, se trastocaría rápidamente la esfera productiva, dada su fuerte interdependencia con lo financiero.



## LOS PROBLEMAS DE SOBRENDEUDAMIENTO

La baja dinámica de acumulación en la esfera productiva estadounidense —derivada, entre otros elementos, de la pérdida de competitividad frente a los productos asiáticos— no sólo favoreció la canalización de los recursos de inversión a la esfera financiera, sino que llevó a las empresas a sobreendeudarse. Situación similar se dio en las familias, cuyos salarios no se incrementaron en igual ritmo que la productividad, por los problemas señalados de competitividad, por lo que para mantener su poder adquisitivo se endeudaron cada vez más.<sup>7</sup>

La política económica en favor de lo financiero orilla a las empresas productivas y a los trabajadores a que caigan en un alto endeudamiento. Los banqueros y los directores de otras instituciones financieras promovieron que los deudores se endeudaran más y que se invirtiera en títulos de alto riesgo. Los deudores (empresas

e individuos), en búsqueda de opciones más atractivas de inversión, aceptaron el riesgo.

El crecimiento de la disponibilidad de créditos al consumo se explica por factores de oferta y demanda de créditos. En el caso de los oferentes, es resultado de la posición especulativa de alto riesgo asumida por los bancos, al otorgarlos a los individuos a tasas de interés atractivas para el banco. Se prefería otorgar crédito al consumo y a actividades no productivas, sin considerar la capacidad de pago del deudor. Se canalizaba a actividades especulativas, confiados en que éstas se mantendrían generando altos rendimientos para asegurar el reembolso de los créditos, siendo que no había sustento para que ello se diera. Por su parte, los individuos demandaban créditos, debido a sus bajos ingresos, que resultaban insuficientes para satisfacer sus necesidades. Ambas decisiones aumentaron el endeudamiento de las familias, lo cual terminaría en problemas de insolvencia dados sus bajos ingresos, que les impedía hacer frente a sus obligaciones financieras.

Los altos niveles de endeudamiento son funcionales para el sector bancario, ya que implican transferencia de recursos del sector productivo y las familias a los acreedores por el pago de la deuda, lo que permite a éstos incrementar sus ingresos y su participación en la distribución de recursos en escala nacional. El sector productivo comparte su ganancia con los acreedores financieros. Hay una redistribución de ganancias en favor de lo financiero, a costa de la descapitalización de los deudores (menores ganancias de las empresas y menor poder adquisitivo de los trabajadores), los cuales se ven obligados a restringir consumo e inversión y a vender activos para pagar pasivos. Ello lleva a la caída del precio de los activos, lo que complica más el pago de la deuda. Los trabajadores se ven doblemente explotados, tanto por las empresas, que reajustan los salarios por debajo del crecimiento de la productividad (y en muchos países subdesarrollados por debajo del crecimiento de precios), como por la banca que les cobra altas tasas de interés por los créditos al consumo y créditos hipotecarios. Con ello aumenta la participación del sector financiero en el producto interno bruto (PIB) y disminuye la del sector productivo, así como la de las remuneraciones salariales.

El sobreendeudamiento y el bajo crecimiento del ingreso de los deudores ponían en alto riesgo a los acreedores, pues al caer los precios de los activos se comprometería el reembolso de los créditos *prime* y con mayor razón los *subprime*, y con ello la estabilidad del propio sector bancario.

7. J.B. Foster y F. Magdoff, "Financial Implosion and Stagnation: Back to the Real Economy", *Monthly Review*, vol. 60, núm. 7, diciembre de 2008.

## DETRÁS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

**E**l libre mercado, tanto en países desarrollados como en subdesarrollados, los ha llevado en su mayoría a procesos de desindustrialización, incremento del desempleo y estancamiento de los salarios reales, que han afectado la dinámica de acumulación de las empresas y el poder adquisitivo de los trabajadores, por los altos niveles de endeudamiento en ambos sectores. Es decir, detrás de la baja dinámica de acumulación, los problemas de insolvencia, la inestabilidad financiera y la crisis económica actual, está la apertura comercial que ha afectado a los propios países desarrollados, pues muchos de sus productos han sido desplazados por los provenientes de los países asiáticos. La falta de condiciones de acumulación en la esfera productiva llevó a muchos a buscar en el sector financiero-especulativo opciones de inversión. El problema es que no se acepta que el libre mercado sea causante de la crisis. El Fondo Monetario Internacional y la declaración del Grupo de los 20 se pronunciaron en contra del proteccionismo como reacción a la crisis.

### EL AUJE FINANCIERO Y CREDITICIO Y LA DINÁMICA PRODUCTIVA

La mayor liquidez y disponibilidad crediticia, derivada de la innovación financiera y de la menor tasa de interés establecida a partir de 2001, no se canalizó hacia lo productivo, sino que tales recursos inundaron los mercados financieros, de bienes raíces y de materias primas. A pesar del mayor endeudamiento y de las burbujas de precios en estos mercados, no se generaron condiciones de crecimiento significativo.

Si bien la mayor liquidez y el poder de compra generado incrementaron la demanda, ésta en gran medida se canalizó hacia las importaciones, en un marco de apertura comercial y baja competitividad, lo que se tradujo en un creciente déficit del comercio exterior. Por tanto, no hubo mayor crecimiento de la producción, el empleo y el ingreso de las empresas y los individuos para asegurar el reembolso de las deudas que estaban contrayendo.

Por su parte, el auge financiero del mercado de capitales, de bienes raíces y de otros bienes no propició mayor inversión en la esfera productiva (fuera del progreso de la industria de la construcción durante el florecimiento del mercado de bienes raíces), que implicase aumento de la actividad productiva, el empleo y los salarios reales. Los recursos generados ahí se reinvertían en el mismo sector y no se canalizaban a otros sectores de la economía, pues no ofrecían mejores opciones de rentabilidad. Al

no otorgarse crédito significativo a la esfera productiva, se demoraba la modernización del aparato productivo, necesaria para encarar el proceso de competencia y mejorar las condiciones de acumulación y de ingresos de las empresas, así como de salarios en ese sector.

### EL AUJE ESPECULATIVO Y LA ESFERA PRODUCTIVA

La estructura económica que se configuraba no garantizaba el reembolso de la deuda que se otorgaba (dado que ésta no se canalizaba a la producción y en favor de la generación de empleo) ni sustentaba las burbujas bursátiles especulativas. No había condiciones para hacer frente al pago de las hipotecas residenciales, ni a las deudas de consumo y de las tarjetas de crédito, ni para convalidar los rendimientos ofrecidos por los instrumentos surgidos por la innovación financiera. Por tanto, el auge financiero-especulativo era insostenible.

Al no generarse riqueza y al no aumentar el ingreso de las empresas, las ganancias de la esfera especulativa terminaron evaporándose. La política económica predominante en favor de lo financiero termina actuando contra el propio sector, ya que descapitaliza la esfera productiva e impide que aumenten los salarios reales, por lo que no se generan ingresos suficientes para sostener el valor de los propios activos financieros.

Minsky advierte que no puede dissociarse el sistema monetario de la producción.<sup>8</sup> No se puede relegar la esfera productiva, la generación del empleo y el crecimiento de los salarios reales, ya que se atenta contra la generación de riqueza que convalide la rentabilidad ofrecida en los mercados financieros. Asimismo, es imprescindible incrementar los ingresos de empresas e individuos para garantizar las ganancias, el reembolso de los créditos y la estabilidad bancaria, situación que descuidó la política económica predominante.

Las leyes de la economía siempre cobran los excesos y los errores. No se puede producir riqueza de la nada. Sólo por muy corto tiempo se pueden generar expectativas de rentabilidad, sustentadas en el alza especulativa de precios. Las ganancias se concretan conforme aumenta el número de participantes en esos mercados; pero, al disminuir y cesar los flujos de capital a éstos, los precios de los activos en juego dejan de crecer y, con ello, las ganancias ofrecidas.

8. H. Minsky, "Global Consequences of Financial Deregulation", *The Marcus Wallenberg Papers on International Finance*, vol. 2, núm. 1, International Law Institute and School of Foreign Service, Georgetown University, Washington, 1986.

La mayoría de los títulos financieros estaba ligada a las hipotecas residenciales, dado el auge alcanzado por los bienes raíces. Otros estaban vinculados al precio de las materias primas. Como señala Minsky, “cada instrumento en el mercado financiero debe ser apoyado por el flujo de efectivo”.<sup>9</sup> Si el flujo de efectivo aumenta, se incrementa a su vez el precio del instrumento financiero creado, y a la inversa. El problema es que en el caso del mercado de bienes raíces, el flujo de efectivo dependía del alza de precios de estos bienes, y no de recursos derivados de la esfera productiva.

Al relegarse la esfera productiva y dejar de crecer el ingreso de empresas y trabajadores, sobrevinieron problemas de insolvencia que derivaron en embargos y devolución de casas, y en la caída del precio de las mismas. Ello rápidamente devaluó los títulos financieros emitidos con respaldo de las hipotecas, así como los activos de las instituciones financieras poseedoras de esos títulos, con la consecuente caída de las bolsas de capitales en el plano mundial. Otro tanto ocurrió con los títulos ligados a las materias primas, al caer los precios de éstas.

#### EL ALZA DE LA TASA DE INTERÉS Y LA CAÍDA DE LOS BIENES RAÍCES

Ante el alza del precio del petróleo y de las materias primas, la Reserva Federal procedió a aumentar la tasa de interés para contener las presiones inflacionarias. En un entorno de alto endeudamiento de las familias, ello se tradujo en problemas de insolvencia que primero se presentaron en las hipotecas *subprime* y luego en las normales, con las consecuencias ya señaladas: embargos y caída del precio de las casas.

Al incrementarse el costo de las hipotecas con el alza de la tasa de interés, se volvieron más caras que el valor de las casas, por lo que muchos deudores decidieron regresarlas, lo que ahondó la caída de los precios de éstas. Se redujo, por tanto, la disponibilidad crediticia por el menor valor de los activos, dados los menores precios de las casas. Sin posibilidad de obtenerse el alto rendimiento esperado por los títulos con respaldo de las hipotecas, el precio (valor) de esos títulos cayó, desvalorizando así a las instituciones financieras poseedoras de éstos y afectando también a aquellos que se endeudaron para adquirirlos.

Todo el mundo quería deshacerse de esos títulos, por lo que no sólo cayeron las bolsas, sino los mercados de dinero. No había refugio seguro para el capital finan-



ciero. Se devaluaron los activos, tanto por la caída de los precios de las casas, sustento de los títulos, como por la baja de los precios de las acciones de los bancos tenedores de los títulos, por lo que se dio en conjunto un retiro masivo del mercado de capitales y de dinero, con la consecuente caída de ambos mercados.

Es tal la cantidad de títulos respaldados por las hipotecas que los bancos y las instituciones financieras tienen en su haber —sin conocer su valor—, que no saben o no quieren decir el monto de sus pérdidas. Tal problemática también afectó el papel comercial emitido por empresas y otros títulos derivados de la innovación financiera, cuyos activos que actuaban como aval se desvalorizaron.

Muchas instituciones financieras sufrieron problemas de liquidez e insolvencia, y fueron incapaces de cubrir los pagos correspondientes a sus obligaciones o los retiros de sus depósitos. Los bancos y las instituciones financieras no podían prestar debido a sus problemas financieros y a la incertidumbre respecto al reembolso del crédito. El entorno de incertidumbre da lugar a un aumento de preferencia por liquidez.

9. *Ibid.*

## LAS CAÍDAS DE LAS BOLSAS Y SUS CONSECUENCIAS EN LA ESFERA PRODUCTIVA

Al dejar el sector financiero-especulativo de ser atractivo y seguro, el capital deja de fluir, por lo que cae el precio de los activos financieros, lo que agrava la salida de capitales de tales mercados y disminuye el capital y los ingresos de los poseedores de esos títulos. Ello afectó también a las empresas productivas que tenían inversiones financieras que se desvalorizaron. Se generaliza así la pérdida de ganancias, que no contrarrestan las obtenidas en este sector, debido a su bajo crecimiento, por lo que rápidamente resiente la inestabilidad y la crisis financiera. La devaluación de los activos financieros profundiza y generaliza los problemas de insolvencia por los altos niveles de endeudamiento y los bajos ingresos de las empresas. Ello acentúa la restricción crediticia, de la inversión y el consumo, y por tanto de la demanda y la dinámica de acumulación de la esfera productiva, lo que hace que la crisis se difunda al conjunto de la economía y la lleve a una recesión profunda. Muchas empresas tienen que cerrar y otras recortan personal y producción.

Mientras no se recupere el valor de los activos financieros, los poseedores de éstos no podrán salir del problema de insolvencia. Los acreedores —la banca y el resto del sector financiero— son afectados por ambos lados, tanto por la desvalorización de sus activos, ya que habían adquirido muchos títulos con respaldos hipotecarios, como por la cartera vencida de los créditos que otorgaron, lo cual agrava más la inestabilidad financiera, que lleva a mayor restricción crediticia.

## LA CRISIS Y LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

La crisis financiera internacional, manifiesta en la caída de los mercados de capitales y de los precios de las materias primas, en la restricción crediticia y en la desaceleración de los países desarrollados, ha afectado al resto de las economías del mundo, por medio tanto de las relaciones comerciales, crediticias y financieras, como por las alteraciones en las paridades cambiarias generadas como resultado de ello. La crisis afecta a todas las economías, con independencia de sus equilibrios o desequilibrios internos y externos.

Con las políticas de la mundialización, la dinámica de los países latinoamericanos depende del crecimiento económico de los países desarrollados, así como del precio de las materias primas y de los flujos de capitales. Con ello se repite la historia provocada por la Gran De-

presión de 1929-1933, cuando la dinámica de los países subdesarrollados se sustentaba en las exportaciones de bienes primarios a los países desarrollados, así como en los flujos de capital. Con la crisis actual de los países industrializados, caen los precios internacionales de las materias primas, se derrumban las exportaciones de los países subdesarrollados y se desestabilizan también los mercados financieros de éstos, y con ello su dinámica económica. La caída de las exportaciones de todo tipo, manufactureras o de materias primas, afecta de nuevo a estas naciones, ya que no tienen mercados internos fuertes, que contrarresten el desplome del mercado externo. Las políticas de reducción de la inflación, sustentadas en la estabilidad nominal cambiaria (que había apreciado las monedas nacionales), altas tasas de interés y disciplina fiscal (mediante la restricción del gasto público), restringió el crecimiento de los mercados internos e hizo descansar la economía en las exportaciones y la entrada de capitales. En consecuencia, el desplome de los mercados externo y de capitales frenó de manera drástica la economía. Se sufren de nuevo las consecuencias de no alentar el mercado interno y depender de las exportaciones, lo que demuestra que los gobernantes carecen de memoria histórica.





## EL FRACASO DE LAS POLÍTICAS DE RESCATE

### LA APORTACIÓN DE CAPITAL A LA BANCA

Los problemas financieros consisten tanto en falta de liquidez como en insolvencia. Ante la caída de precios de los bienes raíces y de los activos financieros en los mercados de capitales y de dinero, aparecieron problemas de liquidez que impidieron que los bancos, las instituciones financieras y las empresas pudieran hacer frente a sus transacciones financieras rutinarias, así como a sus propias deudas. Se han restringido de manera drástica los créditos hasta entre los mismos bancos, por la desconfianza de no saber la gravedad de la problemática que enfrenta el otro. Entre ellos no pueden resolver los problemas de liquidez ni obtener los fondos requeridos para encarar y sortear sus dificultades.

Por ello, los bancos centrales de los países desarrollados tienen que actuar como prestamistas de última instancia y proporcionar la liquidez que requieren tales instituciones. Los gobiernos han intervenido también con recursos destinados a capitalizar a los grandes bancos, que supuestamente están en mejores condiciones para sobrevivir, a cambio de acciones de tales bancos e instituciones, para que respalden sus pasivos y depósitos y adquieran a los bancos menores con problemas. Las acciones que adquiere el gobierno no le dan derecho de voto y decisión en tales instituciones financieras, siguen siendo manejadas por quienes las llevaron a las prácticas especulativas que provocaron su quiebra y la crisis. Al no cambiar a los administradores y ejecutivos de los bancos, los gobiernos permiten que prosigan las mismas prácticas de especulación y fraude que llevaron a la inestabilidad y a la crisis a tales instituciones. En este sentido, se duda que el rescate tenga resultados positivos para la economía en su conjunto.

Se proporciona capital a los bancos, esperando que sus propietarios hagan lo mismo para mejorar los niveles de capitalización, y así incrementar los créditos, como si en el marco actual de crisis ellos tuviesen los recursos para la mayor capitalización.

El apoyo a los grandes bancos aumenta la concentración de capital del sector financiero en manos de unos pocos, lo que hará más difícil el control y la regulación del sector por parte de las autoridades gubernamentales.

La aportación de capital a los bancos no resuelve los problemas de éstos y de las instituciones financieras, dada la magnitud de sus activos desvalorizados y su insolvencia. Es diferente que la banca se capitalice mediante sus

propias ganancias, derivadas de la recuperación de los créditos otorgados y mediante la valorización de sus activos financieros, a que lo haga con recursos recibidos del gobierno, sea por medio de compra de acciones de éstos, de préstamos o de compra de los activos malos de los bancos. Al hacerlo con recursos transferidos por el gobierno, no se fortalecen tales instituciones ni a la economía, pues al proseguir la incertidumbre y la recesión, continuarán la desvalorización de activos financieros, los problemas de insolvencia y la debilidad de tales instituciones, por lo que los créditos no se incrementarán, no obstante la transferencia de recursos hacia el sistema bancario. Por su parte, la opción de comprar deuda mala (cartera vencida) de los bancos no resuelve la problemática financiera. Ello sólo favorece a los banqueros: se les evitan pérdidas a costa de aumentar la deuda pública y los impuestos.

Los créditos no dependen de la capitalización de las instituciones financieras, sino de la capacidad de reembolso de los solicitantes de crédito, por lo que al no darse esto proseguirá la restricción crediticia, no obstante la capitalización de los bancos.

### LA DISMINUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS

La reducción de la tasa de interés, en principio, aminorará los efectos de la crisis, pues disminuye el costo de la deuda, lo que permite aumentar el ingreso disponible y, con ello, el consumo y la inversión. La menor tasa de interés a las hipotecas tiene el propósito de aligerar las condiciones de pago y evitar embargos y devolución de casas, para así frenar la caída de precios de éstas y de los títulos que tienen como respaldo las hipotecas residenciales. Se busca con ello detener la desvalorización de las casas y de los activos financieros, para que los propietarios de éstos mejoren su situación financiera y vuelvan a ser sujetos de crédito, y así retomar el crecimiento de su gasto e inversión.

Sin embargo, la política monetaria se ha manifestado inoperante para encarar la crisis. Por más que baje la tasa de interés, no se frenan los problemas de insolvencia ni la caída del precio de las casas, ni se incrementa el consumo, ni la inversión, ni hay expectativas positivas sobre la actividad económica que se traduzcan en mayor valorización de los activos financieros. Prosigue la vulnerabilidad de los mercados y la profundización y generalización de la recesión. La menor tasa de interés no contrarresta las grandes pérdidas que enfrentan las empresas y los individuos, por los altos montos de sus

deudas, los menores ingresos y la magnitud de los activos que se han desvalorizado, como resultado de las políticas económicas predominantes y de las acciones especulativas de los últimos años, situación que es difícil revertir. Las pérdidas de capital, de ingreso, de empleo, son tales que la reducción de la tasa de interés no estimula el crecimiento de la inversión y del consumo.

La capacidad de los bancos centrales y de los gobiernos para responder a las vulnerabilidades y los choques de las economías no está siendo tan eficaz como en crisis pasadas. Para salir de ellas se reducía la tasa de interés y se incrementaba el gasto público, con el fin de aportar liquidez, abaratar el costo de la deuda y aumentar la demanda. A pesar de la disminución de la tasa de interés —en Estados Unidos la tasa de referencia de los fondos de la Reserva Federal en la actualidad es de 0.25%— y el incremento del gasto público en los países desarrollados, no se han obtenido resultados.

Se enfrenta la *trampa de liquidez*, que consiste en que empresas e individuos prefieren mantener la liquidez ante la incertidumbre, en vez de realizar el gasto, la inversión o el consumo. Tal atesoramiento de liquidez también se da en el sistema bancario y financiero. Por el entorno de incertidumbre y crisis, y el temor de lo que puede acontecer, se prefiere mantener liquidez (como protección ante las adversidades que se derivan de la turbulencia) y no prestar si no hay perspectivas de tener asegurado el reembolso del crédito. Ello acentúa el círculo vicioso en el que ha caído la economía. La problemática es tal que, no obstante la reducción de la tasa de interés y la aportación de liquidez, no cambian las expectativas de la economía. Las ganancias están

por debajo de la baja tasa de interés, debido a la contracción de la demanda, derivada de los bajos salarios (pérdida de poder adquisitivo de los salarios), y por la alta carga de la deuda que se enfrenta y la desvalorización de los activos, por lo que no se ofrecen y no se demandan créditos. Además, las empresas no quieren perder sus colaterales (que tendrían que ofrecer para ser sujetos de créditos), pues no ven condiciones para incrementar sus ventas e ingresos para cubrir las obligaciones financieras que se derivan del crédito.

## ALTERNATIVAS PARA LA SALIDA A LA CRISIS

### ESTABILIDAD FINANCIERA Y DINÁMICA PRODUCTIVA

Las medidas de rescate gubernamentales para evitar la profundización de la crisis han fracasado debido a que no encaran el problema de raíz. La frágil estructura del sistema financiero no se subsana trasladando recursos a la banca, para su capitalización, sino que se tienen que encarar los problemas de insolvencia derivados tanto de la desvalorización de activos como de la disminución de ingresos de los deudores.

Los altos niveles de endeudamiento y la incapacidad para hacerles frente no se superan con la sola reducción de la tasa de interés. Además se requiere sobre todo de mayor expansión del gasto público y que éste tenga un gran efecto multiplicador interno en favor de la producción nacional y del empleo. Es decir, se deben evitar fugas de demanda hacia el exterior para que el incremento del gasto público favorezca la demanda hacia los productores estadounidenses. Por más que en el Grupo de los 20 y



en el Mecanismo de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC, por sus siglas en inglés) se reitera que no se deben implantar políticas proteccionistas, éstas son indispensables para asegurar efectos multiplicadores internos del mayor gasto público, con el fin de que las empresas incrementen sus ventas y sus ingresos. Creer que se pueden encarar los problemas actuales manteniendo el libre comercio y la libre movilidad de capitales refleja un diagnóstico erróneo de los factores que están detrás de la crisis actual.

Se tienen que asegurar expectativas de mercados dinámicos y condiciones de rentabilidad en la esfera productiva para valorizar de nuevo los activos reales, así como mejorar el ingreso de empresas e individuos para generar capacidad de reembolso de la deuda. Ello mejoraría la posición del sector bancario y financiero y permitiría expandir la disponibilidad crediticia en favor del crecimiento de la inversión y del consumo.

Como el consumo en Estados Unidos representa más de 70% del PIB, su comportamiento es crucial para explicar el desenvolvimiento de la economía. Al no crecer los salarios y el empleo, y al restringirse la disponibilidad crediticia, se contrae el consumo, y con ello la demanda y la actividad económica. De ahí que la atención de la política económica debe descansar en el aumento de empleo y salarios, lo cual además de incrementar la demanda permitiría hacer frente a la carga del servicio de la deuda que enfrentan las familias. Se frenaría la caída en insolvencia de los créditos hipotecarios, así como los embargos y la venta de casas, y el desplome del precio de las mismas, lo que contribuiría a mejorar el valor de los activos financieros que se emitieron con respaldo de esas hipotecas.

Al encarar las empresas y los individuos su cartera vencida, se actuaría en favor de la capitalización de los bancos, así como de la valorización de los activos y las acciones de los bancos y de los bienes raíces, y de la valorización de los títulos financieros; es decir, tal medida actuaría en favor de la economía y de la estabilidad del sector financiero.

#### ESTABILIDAD FINANCIERA Y REGULACIÓN

La restauración y la estabilidad financiera no se alcanzarán sólo con medidas de regulación y supervisión. Detrás de los problemas de inestabilidad financiera están los que llevaron a que el sector productivo perdiera atractivo para los flujos de inversión (como la apertura comercial generalizada y la baja competitividad, el escaso crecimiento del mercado en razón de la baja dinámica del poder adquisitivo salarial, y las políticas monetarias

y fiscales restrictivas), así como la actitud especulativa del capital financiero, alentada por el proceso de desregulación y liberalización financiera.

La regulación nunca será suficientemente estricta para frenar la llamada innovación financiera y el surgimiento de nuevos productos y servicios financieros. Como señala Wray, siempre habrá ingeniería financiera que convenza a los reguladores y supervisores de las bondades y la confiabilidad y seguridad de los nuevos productos y servicios financieros.<sup>10</sup> Ello está en la lógica de comportamiento cotidiano de los agentes financieros, por lo que las posiciones tibias acordadas en el Grupo de los 20, para redoblar los esfuerzos de regulación y supervisión del sector financiero, en nada ayudarán a dar estabilidad a los mercados financieros y a evitar que las crisis vuelvan a repetirse. Las autoridades gubernamentales ceden ante los intereses del capital financiero para que no se les coarte su margen de acción.

El sector financiero está tan debilitado, descapitalizado y carente de recursos que los gobiernos deberían aprovechar tal situación para regularlo, reestructurarlo e imponerle reglas de comportamiento diferentes de las que ellos exigieron en su favor. Las acciones que están adquiriendo los gobiernos, a cambio de los recursos financieros que están entregando a la banca y las instituciones financieras, deben otorgarle el control para cambiar a sus ejecutivos y directivos, así como para orientar su actividad e impedir prácticas especulativas. Se debe favorecer el otorgamiento de créditos a la esfera productiva y a la creación de empleos, y limitar el apalancamiento de los mismos, con el fin de que mantengan relación con los depósitos bancarios y los niveles de capitalización de los bancos, y evitar caer en prácticas de riesgo que comprometan de nuevo la estabilidad del sector.

#### LA ACTUACIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Minsky anota: “El banco central tiene la responsabilidad de asegurar las funciones del sistema bancario y financiero”.<sup>11</sup> El banco central tiene que garantizar la estabilidad del sistema financiero y de los precios de los activos financieros, así como la función de éste de otorgar crédito y financiamiento para mantener la dinámica económica. De esta manera, la actuación de prestamista de última instancia debe estar dirigida a ayudar a los

10. Randall Wray, *op. cit.*

11. H. Minsky, “Global Consequences...”, *op. cit.*

deudores para evitar que tengan que vender activos para pagar sus deudas. Señala Minsky: "Cuando las crisis ocurren, los bancos centrales están comprometidos a disminuir el peligro y validar la deuda".<sup>12</sup> Sin embargo, la actuación de la Reserva Federal y del Tesoro estadounidense no está generando condiciones de solvencia para el rescate de las hipotecas, por lo que siguen los embargos y la venta de las casas para pagar, por lo que continúa la caída del precio de éstas y de los instrumentos financieros que tienen como respaldo las hipotecas.

No es mediante la compra de cartera vencida, ni capitalizando (comprando acciones de) la banca como se logrará que ésta vuelva a otorgar financiamiento. Se tienen que asegurar condiciones de solvencia para encarar los problemas financieros y retomar la disponibilidad crediticia.

#### ACUMULACIÓN EN FAVOR DE LO PRODUCTIVO

La crisis financiera no es exclusivamente monetaria y financiera, por lo que no basta aportar liquidez para capitalizar a la banca ni bajar la tasa de interés, como han hecho las autoridades monetarias en los países desarrollados. El problema es que lo financiero se despegó de lo productivo, y para valorizar lo financiero tiene que valorizarse primero lo productivo.

Más que transferir recursos para capitalizar a la banca, para apoyar a los dueños del dinero, el gobierno debe orientar su política para desarrollar la capacidad productiva e incrementar el empleo.

Para ello se requiere aumentar el gasto público deficitario para dinamizar la demanda. Se debe asegurar que ésta tenga efectos multiplicadores internos, para así mejorar la rentabilidad en la esfera productiva, para que repercuta en aumento de los ingresos de empresas, del empleo y los salarios. Un déficit público derivado de un rescate bancario no tiene repercusión productiva ni sobre el ingreso del sector productivo y de los deudores, por lo que no se recuperará la inversión y la actividad económica y no se recompondrán los precios de los activos financieros y reales.

Es imprescindible aumentar el flujo de ingreso de empresas e individuos para que respondan a las deudas, y así incrementar el precio de los activos de la banca y del resto de los activos financieros y reales para estabilizar el sector financiero. Es decir, una vez restablecida la dinámica productiva, se estabilizarían los mercados

financieros y, por tanto, los precios de los activos reales y financieros. Ambas situaciones están mancomunadas. El problema es que lo financiero siempre se despega de lo productivo. Señala Minsky: "Si los flujos de ganancias son sostenidos, entonces la incapacidad para sufragar las deudas será limitada y los precios de los activos de capital no pueden caer".<sup>13</sup>

El incremento de la demanda en favor de los productores ubicados en el país estimularía al sector productivo y al financiero, y la economía adquiriría una dinámica autosustentada. Al mejorar el ingreso de empresas e individuos, se avanzaría en la autosuficiencia en sus necesidades de inversión y consumo, para disminuir su dependencia de los créditos y frenar la transferencia de ingresos a los acreedores financieros.

La recomposición de la economía implica regular el sector financiero para evitar prácticas especulativas que desquicien lo productivo. Hay que subordinarlo (ahora que está perdiendo poder) para que actúe en favor de la esfera productiva y del gobierno. Éste, en lugar de seguir defendiendo los intereses del capital financiero, debe regularlo y controlarlo, para que otorgue financiamiento a la esfera productiva, para regular sus tasas de interés y sus comisiones, y no, como ha pasado hasta ahora, que el sector haga y cobre lo que quiera.

De no regular el comportamiento del capital financiero, respecto tanto a su movilidad como a las prácticas especulativas, no es viable bajar la tasa de interés, ni flexibilizar la política cambiaria, ni canalizar recursos financieros hacia la esfera productiva.

Las fuerzas del mercado buscan la ganancia. El mercado es guiado por el capital financiero, o los manejadores del dinero, que buscan la manera más expedita de incrementar su riqueza, prefieren prácticas especulativas y toman altas posiciones de riesgo que terminan marginando la esfera productiva y desestabilizando los mercados financieros. Minsky dice: "La historia indica que el manejo de los mercados financieros no puede ser dejado a las fuerzas del mercado. Las intervenciones [...] pueden hacer las cosas mejor".<sup>14</sup>

La crisis actual demuestra una vez más que no se puede dejar a las libres fuerzas del mercado la regulación de la actividad económica. Se requiere retomar el control de la política económica en favor del sector productivo y del pleno empleo, y subordinar lo financiero a estos propósitos. ◀CE

12. *Ibid.*

13. *Ibid.*

14. *Ibid.*