Análisis Económico
Núm. 54, vol. XXIII
Tercer cuatrimestre de 2008

La crisis de los créditos hipotecarios en Estados Unidos: algunas consideraciones

*Jesús Zurita González**
*José Francisco Rodríguez Montoya***

Introducción

Los mercados financieros globales están siendo impactados fuertemente por una crisis de liquidez derivada originalmente del problema de los créditos hipotecarios *subprime* en los EUA. Las pérdidas de las instituciones financieras ascienden a miles de millones de dólares. En agosto de 2008 las instituciones financieras globales reportaban pérdidas asociadas a los créditos hipotecarios por un monto de 500 mil millones de dólares y el valor de los mercados accionarios mundiales se había reducido en 7.7 trillones en los últimos 10 meses.

El tamaño real del problema financiero todavía no ha podido ser evaluado con precisión dada la complejidad de las redes que se fueron tejiendo alrededor del mercado hipotecario, lo que ha implicado que los activos de muchas instituciones sean muy difíciles de valuar.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco y Director de *Análisis Económico* (jesus.zurita.gonzalez@gmail.com).
** Profesor de Economía Pública del ITESM (primofrank@gmail.com).

En el mercado hipotecario cada mes hay nuevos datos sobre la baja de los precios de las casas, pero quizá lo más importante es que la crisis de las hipotecas subprime se trasladó a todo el mercado financiero internacional y sin duda tendrá efectos sobre la economía mundial, debido principalmente a la contracción del crédito y al aumento en la incertidumbre financiera en todo el orbe.

El problema está impactando severamente a los mercados financieros de los EUA y, por lo tanto, México resiente la incertidumbre que se ha manifestado en los mercados financieros y en el mercado cambiario, e invariablemente habrá un menor crecimiento del PIB del país: de aquel pronóstico oficial que se presentó en los Criterios Generales de Política Económica de 2008 sobre un crecimiento de 3.7% del PIB, los pronósticos actuales se ubican por debajo de 2% (1.8% el más reciente).

La incertidumbre actual ha llevado a que las tasas de interés sigan aumentando y a que se suspenda virtualmente el mercado interbancario de crédito, lo que podría llevar a una parálisis financiera. Ante esta situación los bancos centrales han estado inyectando miles de millones de dólares al mercado. Estas instituciones pueden impedir que el ciclo monetario se colapse pero no tienen el alcance suficiente para corregir las causas de la crisis financiera actual; la principal quizá fue que el precio del dinero, desde una perspectiva global, fue muy barato durante varios años.

Después del 11 de septiembre de 2001, el Director de la Reserva Federal, Alan Greenspan mantuvo bajas las tasas de interés para darle impulso a la economía y sostener el crecimiento; al mismo tiempo, los fondos de pensiones, con miles de millones de dólares acumulados, buscaban oportunidades de inversión. Por su parte, frente a la gran liquidez del sistema financiero los bancos de inversión y la banca tradicional se volvieron *muy creativos* y desarrollaron nuevos métodos de valuación que relajaban los requisitos en el momento de otorgar préstamos, y al mismo tiempo mantenían el riesgo contingente fuera de sus libros.

De manera sintética, el proceso consistió en reunir los créditos de varios clientes y armar un título que se pudiera intercambiar en el mercado financiero, a este proceso en español se le llama titulización. Muchos inversionistas compraron estos títulos, armaron otros activos financieros más grandes y los revendieron a otros inversionistas. Los bancos argumentaban que de esta manera se distribuía el riesgo mediante el sistema financiero de forma más amplia. En el caso de que una persona dejara de pagar su crédito no afectaría al prestamista tan significativamente como antes.

Uno de los problemas de este mecanismo es que los bancos se vieron tentados a enfrentar riesgos mucho mayores, no solamente en lo referente a que el valor de las propiedades no cubriera el valor de los créditos hipotecarios o a prestar dinero a personas con alto riesgo crediticio, sino también inyectando capital propio en las empresas hipotecarias buscando tomar el control de las empresas en adquisiciones apalancadas.

En este documento se describe el proceso que dio origen a este problema financiero haciendo énfasis en lo sucedido en el mercado hipotecario, se muestra la evolución de la crisis y la respuesta dada hasta ahora por el gobierno de los EUA, al cual se han sumado ya muchos otros países por la dimensión global del problema.

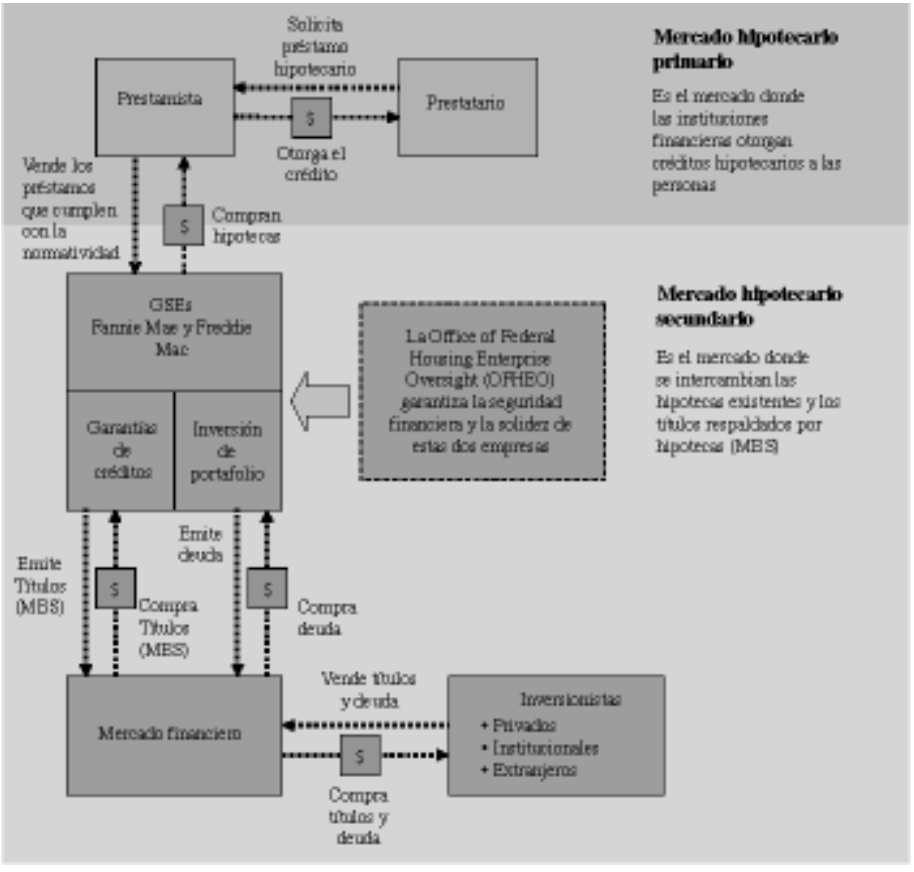
1. El mercado hipotecario de Estados Unidos

El mercado hipotecario incorpora a un amplio grupo de instituciones e individuos que están involucrados con el financiamiento hipotecario. El mercado está dividido en dos partes, el mercado primario que es donde se originan las hipotecas y el mercado secundario, donde se compran y venden las hipotecas existentes. Anteriormente, el mercado hipotecario secundario era pequeño y sin mucha actividad. Pero la incorporación de dos empresas apoyadas por el gobierno (GSEs por sus siglas en inglés), a instancias del Congreso Norteamericano y la política de vivienda vinieron a darle un fuerte impulso al mercado secundario.

A instancias del congreso se crearon dos empresas, la Federal National Mortgage Association y la Federal Home Loan Mortgage Corporation, conocidas popularmente como Fannie Mae y Freddie Mac respectivamente.

Con la entrada de estos dos nuevos jugadores el mercado hipotecario secundario comenzó a tener un papel más activo. Estas dos empresas son privadas y no forman parte del gobierno federal, sin embargo, son conocidas como empresas patrocinadas por el gobierno debido a que éste les otorga ciertas facilidades, en particular estas empresas están exentas de los impuestos estatales y locales, exceptuando los impuestos a la propiedad, y tenían acceso a una línea de crédito de 2 mil 250 mdd por parte del tesoro de los EUA.

Estas dos empresas emiten deuda y utilizan esos recursos para comprar hipotecas en el mercado secundario, a pesar de que la deuda que emiten no está explícitamente respaldada por el gobierno federal, la deuda de las GSE se intercambia normalmente a tasas ligeramente por encima de los títulos de deuda del gobierno, esto sugiere que los inversionistas creen que el gobierno de EUA respondería por la deuda de las GSE en caso de una crisis.



Para conseguir apoyo en el congreso, después de sus escándalos contables en 2003 y 2004, Fannie Mae y Freddie Mac se comprometieron a incrementar el financiamiento accesible de vivienda. Se convirtieron en los más grandes compradores de hipotecas subprime, llevando la exposición de estas GSEs a más de un trillón de dólares. Al hacerlo estimularon el resto del mercado secundario y magnificaron sustancialmente el costo del colapso. Más de la mitad de las hipotecas en EUA están respaldadas por estas dos empresas. Cuando el riesgo excesivo les explotó en la cara, estas instituciones fueron rescatadas por el gobierno al que tanto le habían servido como plataforma política.

Con la entrada de estas dos empresas y la sofisticación de todo el mercado financiero, el mercado hipotecario residencial se expandió rápidamente en los

noventa y jugó un papel muy importante en el financiamiento de la vivienda y un papel fundamental en la crisis actual. Su participación aumentó rápidamente a partir del año 2000, para el 2003, las GSE concentraban 70% del valor del mercado hipotecario, a partir de esa fecha su participación se fue reduciendo debido a la entrada al mercado de muchas empresas privadas que se vieron atraídas por el fuerte crecimiento del sector inmobiliario.

En el gobierno norteamericano, los defensores del mercado hipotecario señalaron que los beneficios para una parte de la población al poder adquirir una casa justificaron los riesgos de los prestamos subprime, ahora es posible observar que el número de propietarios de casas será menor al que se existía antes de la burbuja, debido al gran número de embargos y de declaraciones de insolvencia, así que el objetivo original no se cumplió.

Antes del desarrollo del mercado secundario, los bancos y las sociedades de ahorro financiaban la mayor parte de los préstamos inmobiliarios, la mayoría de las veces ellos originaban el préstamo, realizaban el trámite, atendían la contratación, prestaban el dinero y recolectaban los pagos. El crecimiento del mercado secundario tuvo como resultado una creciente especialización en el financiamiento hipotecario.

Ahora es frecuente que el que origina el crédito ni siquiera lo conserve hasta su vencimiento, recibe la solicitud y realiza todas las diligencias hasta la firma de la hipoteca, en algunos casos el mismo hace el préstamo, sin embargo, su intención es venderlo rápidamente, estas empresas generan ingresos por las tarifas que cobran, operan únicamente como intermediarios ya que el individuo o la empresa que compra el préstamo es quien realmente está fondeando el préstamo, inclusive hay empresas que se dedican a realizar solamente el papeleo y otras de darle servicio al crédito a lo largo de su duración.

En algunos casos los créditos se venden de manera individual y en otras se empaquetan diferentes créditos y se venden como un activo individual, a este proceso de empaquetamiento se le conoce como titulización y es uno de los principales elementos para explicar la crisis hipotecaria.

Los títulos generados en este proceso de empaquetamiento se conocen como MBS (*mortgage backed securities*), son activos respaldados por hipotecas y son intercambiados en los mercados financieros igual que las acciones, los bonos privados, los bonos del gobierno o el papel comercial. Los títulos MBS derivan su nombre del siguiente hecho: estos fondos invierten en valores respaldados por paquetes de créditos que pueden incluir desde créditos corporativos de alta calidad hasta préstamos de alto riesgo. Los inversionistas raramente saben qué clase de activos respaldan estos instrumentos, los bancos y los manejadores de los fondos

dependen de las agencias calificadoras como Moodys o Standard & Poors para calificar los préstamos.

El riesgo por supuesto tiene un precio, a mayor riesgo mayor es la tasa de interés que cobra el prestamista, es claro entonces por qué los préstamos subprime pagan una tasa de interés superior a la de mercado. En casos en los cuales se requiere de un préstamo superior a 80% del valor de la propiedad se requiere de un seguro donde un tercero asume el riesgo de incumplimiento, una vez que la deuda alcanza 80% del valor de la propiedad el seguro se cancela. En otros se contrata una segunda hipoteca por 20% restante del valor de la propiedad en el que la tasa de interés es superior a la de la primera hipoteca, debido a que el segundo préstamo está subordinado al primero, es decir que en caso de incumplimiento del deudor, se cubre inicialmente la primera hipoteca.

2. Cronología de la crisis hipotecaria

La crisis económica financiera actual tuvo sus orígenes en la expansión del mercado inmobiliario y del mercado hipotecario asociado. El *boom* inmobiliario en EUA puede ubicarse entre 1996 y 2005, cuando el porcentaje de personas dueñas de su casa pasó de 65.4 a 68.9%, llegando inclusive en 2004 a 69.2%.

Un mercado hipotecario en expansión atrajo a nuevos participantes dispuestos a enfrentar mayores riesgos, tanto por el lado de las personas que buscaban adquirir una propiedad, como de las empresas prestamistas, los créditos que anteriormente habían dominado el mercado hipotecario eran los de tasa fija, pero los créditos a tasa variable (ARM por sus siglas en ingles) se volvieron más comunes, se ofrecían bajas tasas en los primeros dos años de la vida del crédito para posteriormente ajustarlas de acuerdo a una tasa de referencia, las aparentemente mejores condiciones de crédito y la relajación en la comprobación de los ingresos de los solicitantes atrajeron a un gran número de compradores. Una gran parte de la expansión se dio en el sector conocido como *subprime*.

Los préstamos hipotecarios tradicionalmente requerían de un pago de 20%, pero en 2006 el monto del enganche era de sólo 3% y la comprobación de ingresos se volvió opcional. Inclusive el Departamento de Desarrollo Habitacional y Urbano (US Department of Housing and Urban Development) tuvo un papel muy importante en el crecimiento de la burbuja hipotecaria, al fomentar el desarrollo de nuevos propietarios en localidades deprimidas económicamente y habitadas por minorías.

En esa década el precio de las casas aumentó a una tasa media anual de 8.5%, y entre 2000 y 2005 lo hizo a 11.4, sin embargo, a partir del primer trimestre

de 2006 los precios de las casas dejaron de crecer, y en el primer trimestre de 2007 los precios cayeron por primera vez desde 1991.

Una gran cantidad de los préstamos hipotecarios fueron para refinanciar un crédito anterior o para comprar una segunda propiedad, tratando así de tomar ventaja del aumento en el valor de las casas para revender las propiedades y obtener una ganancia rápida. El mercado inmobiliario fue presa de una alta especulación.

En junio de 2004 la Reserva Federal comenzó un ciclo de alzas en la tasa de interés que aumentó el costo del crédito desde 1%, su nivel más bajo desde la década de los cincuenta, hasta 5.25%, la tasa se incrementó en 17 ocasiones al tratar de contener la inflación, en junio de 2006 el alza en las tasas concluyó.

Desde mediados de 2005 y durante 2006 el alza en el costo del crédito comenzó a impactar en el mercado inmobiliario y el *boom* de los bienes y raíces comenzó a desinflarse. El ritmo de crecimiento de la construcción de casas cayó fuertemente al mismo tiempo que los precios de las casas se reducían. La cartera vencida de los créditos *subprime*, comenzó a crecer fuertemente. La baja de precios y las altas tasas de interés tuvieron como efecto, que muchas personas cayeran en cartera vencida, en particular en el sector de los créditos hipotecarios *subprime*.

Fue durante 2007 que las señales de la crisis comenzaron a manifestarse más frecuentemente y de manera más intensa: en marzo las acciones de la empresa New Century Financial, una de las prestamistas *subprime* más grandes de EUA, fueron suspendidas del mercado accionario por el temor de que la empresa pudiera declararse en bancarrota, el día 16 del mismo mes la empresa Accredited Home Lenders Holding señaló que iba a transferir 2 mil 700 millones de dólares en préstamos, con un fuerte descuento, a fin de disponer de liquidez para sus operaciones.

En abril, New Century Financial se declaró en bancarrota y se acogió a la protección del Capítulo 11 después de ser forzada a recomprar miles de millones de dólares de créditos malos. La empresa señaló que tendría que recortar 3,200 empleos, más de la mitad de su fuerza laboral.

En el Reino Unido, las acciones de Bear Stearns enfrentaron fuertes presiones debido a la incertidumbre sobre el grado de exposición del banco de inversión en el mercado *subprime* de EUA. En julio, General Electric vendió la empresa hipotecaria WMC Mortgage que había comprado en el 2004.

En el mismo mes, el jefe de la Reserva Federal, Ben Bernanke anuncia que la crisis de los créditos *subprime* podría costar hasta 100 mil mdd. La preocupación sobre la situación hipotecaria creció y el Índice Dow Jones perdió 4.2% en una semana, la peor caída en cinco años.

En agosto volvió a caer fuertemente el mercado accionario, el Dow Jones perdió en una sola sesión 2.1% al aumentar los temores sobre el número de empresas financieras expuestas a los problemas del mercado subprime. El mismo mes, American Home Mortgage, una de las hipotecarias independientes más grandes, se declaró en bancarrota después de despedir a casi todo su personal.

Es hasta mediados de diciembre de 2007 que el banco de la Reserva Federal endurece las reglas para los créditos *subprime*, requiriendo a las empresas hipotecarias más cuidado al revisar los ingresos de sus posibles clientes y explicar completamente el costo de los préstamos. El FBI inicia a una investigación sobre 14 empresas involucradas en la crisis hipotecaria *subprime*.

3. Crisis *subprime*

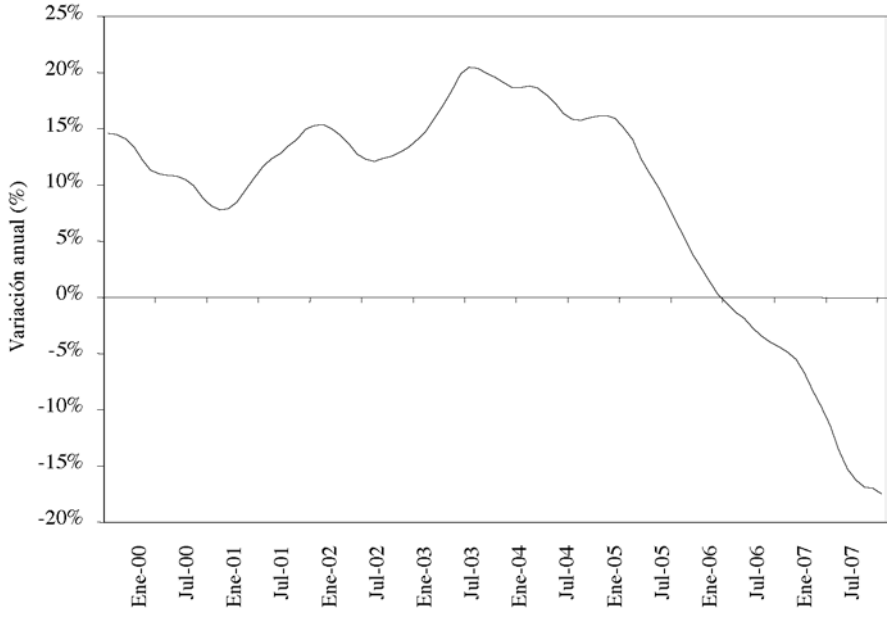
Mientras los precios de las casas subían y los activos financieros generados en el mercado hipotecario eran atractivos en los mercados financieros, todo marchaba adecuadamente, pero con el aumento de las tasas de interés y debido a que muchos de los nuevos créditos habían sido contratados a tasa variable y otorgados a personas con baja calificación crediticia, no pasó mucho tiempo para que se dejaran de pagar una gran cantidad de hipotecas y se procediera al embargo de un gran número de propiedades.

Se supone que un crédito que cubre 80% del valor de una casa es un préstamo seguro, puesto que si el deudor deja de pagar se toma posesión de la casa, se vende y aún con los gastos involucrados es posible recuperar el valor del préstamo. Uno de los principales problemas que enfrentó el sector hipotecario reside en el hecho de que el valor de las casas ha estado disminuyendo, por lo que algunas propiedades valen menos que el préstamo original, de esta manera, la gente no puede cubrir sus pagos y si el prestamista recupera la garantía ésta no es suficiente para cubrir el préstamo. Este es un problema fundamental, puesto que hoy en día los precios de las casas no han tocado fondo y por lo tanto las instituciones financieras todavía no saben de qué tamaño será la amortización y las pérdidas que deberían reflejar en su contabilidad.

La existencia de un mercado secundario trajo beneficios tanto a los prestamistas como a los individuos que necesitaban de una hipoteca para comprar una casa, se creo competencia en el mercado hipotecario que hace 20 o 30 años no existía, pues los préstamos los otorgaba únicamente el banco local, hoy en día es posible hacer comparaciones sobre las condiciones de los préstamos y poder elegir mejor. El problema es que la constante sofisticación del mercado financiero, me-

diante la creación de nuevos instrumentos, la búsqueda de rentas minimizando el riesgo, un mercado en creciente expansión y la falta de una supervisión adecuada dieron como resultado el estallamiento de la burbuja inmobiliaria que se identifica como la causa principal de la crisis financiera actual.

Gráfica 1
Variación anual del precio de las casas en Estados Unidos



Fuente: S&P/Case-Shiller Home Price Index.

El proceso de titulización de los créditos hipotecarios estuvo asociado al fuerte incremento en el monto total de la deuda hipotecaria que creció tres veces más rápido que el PIB durante los últimos diez años. En el año 2000, los créditos hipotecarios representaban 68% del PIB estadounidense, en el 2006 este porcentaje subió a 101%.

Cuando se hundió el mercado de la vivienda, y los deudores no pudieron seguir cubriendo los pagos de las hipotecas ni vender su casa, los títulos asociados al mercado hipotecario perdieron su valor y, por consiguiente, las instituciones que habían comprado esos títulos vieron reducido su capital, y toda la pirámide empezó

a desplomarse. Este contagio se extendió fuera del mercado de la vivienda, principalmente hacia los bancos de inversión.

En el mercado hipotecario se desarrolló un instrumento que se ubica en la parte medular del problema financiero actual, es el *swap* de incumplimiento de crédito (Credit Default Swap, o CDS por sus iniciales en inglés). Es un contrato de seguro entre dos empresas en, el cual, una de ellas cubre una cuota de forma periódica a cambio de que la otra empresa responda por el crédito en caso de que el deudor deje de cubrir su deuda. Una ley aprobada a mediados del año 2000, la Commodities Futures Modernization Act, dejó a estos derivados financieros fuera del control gubernamental.

El mecanismo funciona bien en tanto la gente paga su hipoteca, sin embargo, el problema surge cuando muchos deudores caen de manera simultánea en incumplimiento y la empresa que otorgó el seguro tiene que cubrir en una sola exhibición el monto cubierto de los créditos asegurados.

El conflicto con este instrumento es que el monto actual del mercado de CDS asciende a 54.6 trillones de dólares (billones según la contabilidad en México) y ante un escenario de incumplimientos y embargos de propiedades, este monto genera graves preocupaciones en el sistema financiero mundial.

En julio de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac, los gigantes hipotecarios fueron rescatados por el gobierno de EUA, sus problemas de capital y su deuda, superior a los 5 mil 400 millones de dólares, se habían convertido en una amenaza sistémica, dado que ambas entidades respaldan casi la mitad de las hipotecas del país, un mercado estimado en 12 billones de dólares.

Stiglitz ha señalado que de acuerdo con la famosa regla económica de que no existen los almuerzos gratis, las empresas Fannie Mae y Freddie Mac, responsables del desastre financiero disfrutaron de un gran banquete y ahora le están pasado la cuenta a los contribuyentes con su nacionalización.[1]

En el fondo de todo el problema subyacen dos elementos fundamentales, la búsqueda de mayores ganancias, y la asimetría de la información. En un mercado inmobiliario creciente donde se suponía que los bienes raíces no bajarían de precio, todos los jugadores de este mercado fueron tomando riesgos mayores, aun cuando muchas de las decisiones aquí involucradas se tomaban bajo una gran incertidumbre.

[1] Stiglitz, Joseph, Fannie's and Freddie's Free Lunch, *Financial Times*, 24 de julio de 2008 (http://www.ft.com/cms/s/0/c6999a06-5994-11dd-90f8-000077b07658.html).

Alan Blinder, profesor de Princeton hizo una lista de los principales responsables de la crisis hipotecaria. [2]

1) Los compradores de casas que contrataron créditos que no iban a poder pagar.
2) Las empresas hipotecarias que otorgaron créditos sin revisar la capacidad de pago real de los clientes.
3) Las autoridades bancarias que no supervisaron adecuadamente lo que estaba pasando en el mercado hipotecario.
4) Los inversionistas que fondearon los créditos hipotecarios.
5) Las instituciones financieras que al ponerse creativas dieron origen a nuevos activos muy complejos mediante el empaquetamiento de créditos.
6) Las agencias calificadoras que subestimaron el riesgo.

4. La crónica de cuatro días difíciles

Lehman Brothers se declaró en bancarrota el lunes 15 de septiembre, AIG es rescatada el día 16, los inversionistas pierden confianza en las empresas financieras y mueven su dinero a inversiones seguras de corto plazo, principalmente notas del tesoro, llevando el margen casi a cero el 17 de septiembre. Al mover el dinero de otros lugares restringen fuertemente el crédito.

Varias sociedades de inversión perdieron una gran cantidad por su exposición con Lehman, estos fondos que se percibían como muy seguros dejaron de serlo y los inversionistas se retiraron del mercado de dinero.

Las empresas normalmente piden prestado para cubrir su operación diaria, las grandes empresas y los bancos lo hacen vendiendo papel comercial a compradores como los fondos de mercado de dinero, pero el caos del 17 de septiembre impidió que las empresas pudieran conseguir dinero prestado, lo que congeló momentáneamente su capacidad de seguir trabajando.

Las tasas de los bonos subieron fuertemente y el día 18 la tasa de los bonos con grado de inversión se ubicó en 7.8%. La tasa LIBOR "Overnight" subió hasta 6.4% ante el temor de los bancos de prestar dinero.

Los bancos estuvieron menos dispuestos a prestar dinero, inclusive entre ellos, por los que los consumidores y las empresas se enfrentaron a una situación muy difícil para conseguir crédito en el de por si, ya apretado mercado crediticio del año pasado.

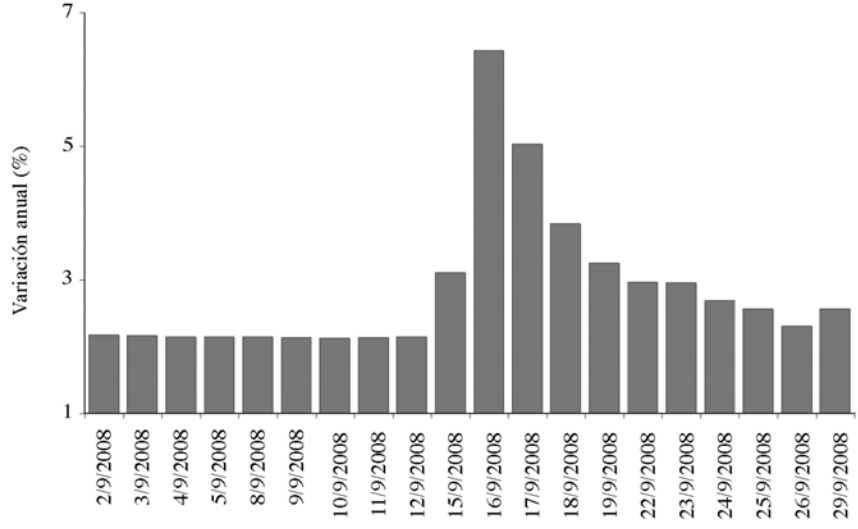
[2] Blinder, Alan S. (2007, Septiembre). Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess, *New York Times*, 30 de septiembre de 2007 (http://www.nytimes.com/2007/09/30/business/30view.html).

Al filtrarse las intenciones del gobierno en cuanto a armar un plan de rescate, el 18 de septiembre la bolsa subió fuertemente pero al no aprobarse la primera propuesta el lunes 29 de septiembre en el congreso, el índice DJ se contrajo casi 7%.

5. El rescate financiero en Estados Unidos

El viernes 6 de octubre pasado se aprobó finalmente el plan de rescate del sistema financiero tras dos semanas de negociaciones entre la administración Bush y el congreso. El nombre oficial de la propuesta es: "Emergency Economic Stabilization Act of 2008''. Los puntos principales son los siguientes:

Gráfica 2
Tasa LIBOR "Overnight" en dólares



Fuente: Economagic.

1) El gobierno comprará a instituciones financieras créditos impagables, los llamados "activos con problemas" (*troubled assets*), en un principio tiene un presupuesto de hasta 250,000 mdd. El presidente podrá pedir adicionalmente otros 100,000 mdd, pero antes de otorgarse deberán evaluarse los resultados del primer paquete de rescate.
2) Los otros 350,000 mdd que completan el paquete de 700,000 para el rescate deberán ser aprobados por una nueva ley.
3) Se busca crear una agencia que inyecte fondos a los intermediarios financieros que pedirá a cambio participaciones accionarias que en un lapso de 5 años, dependiendo de su valor, podrían ser vendidas en el mercado.
4) Aumenta de manera temporal, hasta el 31 de diciembre de 2009, el seguro de depósitos ante la posible quiebra de bancos, sube de 100,000 a 250,000 mil dólares.
5) Autoriza una extensión de rebajas fiscales para particulares y empresas, en sectores como la energía solar y las renovables.
6) El plan limita el salario de los ejecutivos de las instituciones que se beneficien del programa de rescate, y reduce significativamente los paquetes de compensación que reciben esos ejecutivos cuando son despedidos
7) Se crea una barra que supervisará los avances del programa de salvamento (*Financial Stability Oversight Board*), en la que estarán el Jefe de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, el Secretario del Tesoro, el Director de la Agencia Federal de Financiamiento Habitacional, el titular de la SEC y el Secretario de Vivienda y Desarrollo Urbano.
8) Se incluye el rescate de los planes de pensiones, gobiernos locales y pequeños bancos que hayan resultado impactados por la crisis actual además de los grandes bancos en Wall Street.
9) La Fed tendrá competencias para pagar intereses sobre las reservas que las instituciones financieras guardan en la Reserva Federal, para favorecer mayores depósitos de los bancos en fondos del Banco Central, en vez de llevarlos a los mercados de dinero, lo que a su vez mueve la tasa de interés de los fondos federales a un día.
10) Se crea una nueva oficina de inspección para este programa de rescate (*Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program).*

6. Opiniones sobre el rescate

El plan de rescate financiero ha levantado muchas voces, principalmente en contra, por parte de diversos economistas muy reconocidos y de analistas de los mercados financieros.

Krugman en su blog señaló que hay algo que no entiende plenamente sobre el plan de rescate, un poco de manera ingenua señala que actualmente hay un gran número de instituciones financieras en problemas porque están fuertemente apalancadas y tienen muchos activos relacionados con hipotecas, y por lo tanto no pueden conseguir recursos porque nadie quiere comprar esos activos devaluados. Se supone que el plan del Paulson es crear un mercado para esos "papeles tóxicos" y que así se descongelarán los mercados. Pero, ¿qué pasa si dichas instituciones están verdaderamente quebradas aún cuando se restablezca la liquidez del sistema?[3]

Gary Becker ha hecho fuertes críticas a las acciones del gobierno de los EUA ante la crisis, señala que las propuestas del gobierno crean un gran riesgo moral, específicamente al financiar a las empresas con bonos en lugar de acciones, debido a que los rescates se limitan a los tenedores de bonos y a otros acreedores, además genera riesgo moral adicional porque se extiende el seguro del gobierno sobre los depósitos bancarios a los fondos del mercado monetario, obstruye el accionar de los fondos de cobertura al prohibir las ventas en corto que son la manera en la que estos fondos cubren sus riesgos, reduce la información sobre el valor de las acciones, aumenta la regulación de los mercados financieros, distorsiona el papel de la Reserva Federal al aumentar sus funciones y responsabilidades y además, aumenta el déficit federal. El riesgo moral derivado de estas acciones es un asunto para estar preocupados.[4]

Richard Posner ha señalado que la crisis financiera actual es una crisis del capitalismo en lugar de una falla del gobierno y que esta crisis no desplazará al capitalismo de libre mercado por un sistema económico alternativo, pero si está desplazando la frontera entre el mercado libre y el gobierno hacia este último.[5]

Joseph Stiglitz se ha manifestado a favor de que el gobierno compre participación en las empresas en lugar de comprar los bonos con problemas que éstas poseen: al emitir acciones preferenciales con garantías (opciones), se reduce el riesgo de pérdida del público y se asegura que la gente participe en parte del potencial de ganancia. Dicha estrategia ofrece los incentivos y los medios necesarios para que se reanude el préstamo. Evita la tarea desahuciada de intentar valuar millones de hipotecas complejas y los productos financieros aún más complejos en

[3] Krugman, Paul, Doubts about the rescue, *Paul Krugman Blog*, 20 de septiembre de 2008 (http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/09/20/doubts-about-the-rescue/).

[4] Becker, Gary, The Crisis of Global Capitalism?, *The Becker-Posner Blog*, 21 de septiembre de 2008 (http://www.becker-posner-blog.com/archives/2008/09/the_crisis_of_g.html).

[5] Posner, Richard, The $700+ Billion Bailout, *The Becker-Posner Blog*, 28 de septiembre de 2008 (http://www.becker-posner-blog.com/archives/2008/09/the_700_billion.html).

los que están encajadas. Sugiere también tomar medidas para reducir las ejecuciones hipotecarias.[6]

Glenn Hubbard, Hal Scott y Luigi Zingales apuntan que la solución debe guiarse por tres principios básicos, restaurar la estabilidad del sistema financiero rápidamente y al menor costo para los contribuyentes, castigar a los ejecutivos que tuvieron responsabilidad en las pérdidas, atender directamente la causa principal de la crisis: el colapso en el precio de los bienes inmobiliarios residenciales. La propuesta de rescate no cumple con estos principios y deja sin responder varias preguntas: ¿cómo valuar los activos en problemas?, ¿es mejor comprar activos en problemas o instituciones?, ¿por qué trasladar las pérdidas a los contribuyentes?, ¿cuál es el costo potencial, además del rescate de hasta 850 mil mdd, de la caída en la actividad económica y el deterioro de los hogares y empresas?[7]

Sebastian Mallaby[8] señala que el problema del plan de rescate aprobado, consiste en cómo saber si las compras de activos en problemas, por parte del Tesoro, será suficiente para reactivar las compras por parte de otros inversionistas, si el plan desata una ola de compras entonces el plan habrá funcionado a la perfección, pero si lo que hace es provocar más ventas, entonces los trillones de dólares que circulan en manos privadas echarán a perder el esfuerzo federal. Quizá al Secretario del Tesoro no le guste la idea de que el gobierno sea dueño de una parte del sistema financiero, pero después de la nacionalización de las hipotecarias Fannie Mae, Freddie Mac y de la aseguradora AIG, quizá sea demasiado tarde para preocuparse por eso. Además si el gobierno de EUA se niega a capitalizar el sistema bancario estadounidense, los gobiernos extranjeros eventualmente lo harán, los fondos soberanos han comprado 35 mil millones de dólares de participación en las instituciones financieras de ese país.

El ganador del premio Nobel Edmund Phelps también ha manifestado su opinión en contra del plan de rescate aprobado, lo que debe hacerse, señala, es recapitalizar a los bancos y darle así un mejor uso a los miles de millones de dólares que costará el plan, afirma que el proceso deberá acompañarse de una mayor supervisión gubernamental, deberán implantarse mejores prácticas corporativas con

[6] Stiglitz, Joseph E, Bailout Blues, 3 de octubre de 2008, *Global Strategy Watch* (http://www.globalstrategywatch.com/independent -insight/8cea26b05715bb011f5b7f3fa).

[7] Hubbard, Glenn, Scott, Hal y Zingales, Luigi, Let's Get the Bank Rescue Right, *Wall Street Journal*, 24 de septiembre de 2008 (http://wsj.com/article/SB122221456930869333.html).

[8] Mallaby, Sebastian, How to Spend That $700 Billion, *Washington Post*, 26 de septiembre de 2008 (http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2008/09/25/AR2008092503070.html).

responsabilidad y honestidad, y que es necesario regresar a la banca de inversión a sus raíces y reorientarla al financiamiento productivo y no a la especulación hipotecaria.[9]

A partir de las diferentes opiniones sobre el rescate financiero, y desde posiciones políticas contrarias, parece haber un consenso de que lo más importante es que el flujo de crédito se restablezca, para lo cual será necesario recapitalizar a la banca y regresarla a su función tradicional de captar el ahorro y destinarlo a inversiones productivas.

Como hemos visto, el plan de rescate propuesto no fue bien recibido por la comunidad académica y en general, tampoco en los mercados financieros que al día 9 de octubre han seguido acumulando fuertes pérdidas, en los cuatro días de actividad bursátil posteriores a la aprobación del plan, el índice Dow Jones Industrial acumula una caída de 15.4%. Ante esta situación, el gobierno está considerando la posibilidad de adquirir participaciones en algunos bancos a fin de reforzar la confianza en los mercados financieros, por lo que el gobierno participaría como accionista de los bancos.

7. Efectos en México

En México la preocupación principal radica en cómo afectará esa crisis la tasa de crecimiento de la economía y la generación de empleo. El ritmo de crecimiento de la actividad económica en los EUA se reducirá por lo que veremos los siguientes efectos: caída en las exportaciones manufactureras, menor flujo de remesas al país, caída de ingresos excedentes por ventas de petróleo, menores ingresos por turismo, salida de capitales financieros hacia inversiones de menor riesgo, depreciación del peso, contracción del crédito, reducción de la inversión extranjera directa; por lo que se tendrá una menor actividad económica durante 2008 y 2009, por lo tanto mayor desempleo y subempleo.

El Plan Nacional de Infraestructura del gobierno federal en México se verá fuertemente impactado, puesto que depende en gran parte de financiamiento privado que en las condiciones crediticias actuales se ve difícil de conseguir.

8. Perspectiva

La crisis en la banca de inversión en los EUA está cambiando la configuración mundial del sistema financiero, después de la desaparición de tres de los cinco

[9] Phelps, Edmund S. P. We Need to Recapitalize the Banks, *The Wall Street Journal*, 1o de octubre de 2008 (http://online.wsj.com/article/SB122282719885793047.html).

mayores bancos de inversión estadounidenses (Bearn Sterns, Lehman Brothers y Merrill Lynch) y del quebranto de sus dos mayores hipotecarias (Freddie Mac y Fannie Mae), además de decenas de bancos fuertemente debilitados en EUA y Europa, esta crisis se ha convertido en un riesgo sistémico que pone en peligro todo el aparato financiero de ese país.

Una de las respuestas que más se ha planteado es la necesidad de una mayor regulación al sistema financiero, pero este aspecto también ha generado gran discusión. Tal como lo ha señalado Rogoff: una mejor regulación forma parte de la respuesta a largo plazo, pero no es la panacea.[10] Los actuales propietarios de bonos y acciones de empresas financieras deben pagar el precio mayor o habrá pocas esperanzas de que se comporten de manera más responsable en el futuro.

Aun el sistema regulatorio más perfecto no puede prevenir todas las crisis, es imposible cubrirse ante la infinidad de eventos que pueden surgir en los mercados, esta crisis vino a revelar las vulnerabilidades del sistema financiero estadounidense y puso en evidencia la complejidad de la globalización financiera.

Actualmente, el principal problema que enfrenta el sector financiero es el de restablecer la confianza en el sistema para poder restaurar el flujo de crédito que es esencial para el funcionamiento de la economía real.

Referencias bibliográficas

Becker, Gary. The Crisis of Global Capitalism?, *The Becker-Posner Blog*, 21 de septiembre de 2008. http://www.becker-posner-blog.com/archives/2008/09/the_crisis_of_g.html

Blinder,Alan S. Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess. *New York Times*. 30 de septiembre de 2007. http://www.nytimes.com/2007/09/30/business/30view.html

Hubbard ,Glenn, Scott, Hal y Zingales, Luigi . Let's Get the Bank Rescue Right. *Wall Street Journal*. 24 de septiembre de 2008. http://wsj.com/article/SB122221456930869333.html

Krugman, Paul. Doubts about the rescue. *Paul Krugman Blog*. 20 de septiembre de 2008. http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/09/20/doubts-about-the-rescue/

Mallaby, Sebastian. How to Spend That $700 Billion. *Washington Post*. 26 de septiembre de 2008. http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2008/09/25/AR2008092503070.html

[10] Rogoff, Kenneth, El reto de los bancos centrales, *El País*. 21 de septiembre de 2008 (http://www.elpais.com/articulo/semana/reto/bancos/centrales/elpepueconeg/20080921elpneglse_19/Tes/).

helps, Edmund S. P. We Need to Recapitalize the Banks. *The Wall Street Journal*. 1o de octubre de 2008. http://online.wsj.com/article/SB122282719885793047.html

Posner, Richard. The $700+ Billion Bailout. *The Becker-Posner Blog*. 28 de septiembre de 2008. http://www.becker-posner-blog.com/archives/2008/09/the_700_billion.html

Rogoff, Kenneth. El reto de los bancos centrales. *El País*. 21 de septiembre de 2008. http://www.elpais.com/articulo/semana/reto/bancos/centrales/elpepueconeg/20080921elpneglse_19/Tes/

Stiglitz, Joseph E. Bailout Blues. 3 de octubre de 2008. *Global Strategy Watch*. http://www.globalstrategywatch.com/independentinsight/

Stiglitz, Joseph. Fannie's and Freddie's Free Lunch. *Financial Times*.24 de julio de 2008. http://www.ft.com/cms/s/0/c6999a06-5994-11dd-90f8-000077b07658.html