

El Cotidiano
ISSN: 0186-1840
cotid@correo.azc.uam.mx
Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco
México

Zurita González, Jesús; Martínez Pérez, Juan Froilán; Rodríguez Montoya, Francisco
La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México
El Cotidiano, núm. 157, septiembre-octubre, 2009, pp. 17-27
Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco
Distrito Federal, México

Disponible en: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=32512739003

Cómo citar el artículo
Número completo
Más información del artículo
Página de la revista en redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México

*Jesús Zurita González**
*Juan Froilán Martínez Pérez**
*Francisco Rodríguez Montoya***

La crisis financiera se ha convertido en una crisis económica que rebasa la esfera de las finanzas, es de alcance mundial y ha conducido a que las expectativas económicas mundiales se hayan deteriorado rápidamente; se ha vuelto común escuchar noticias sobre despidos masivos, cierres de empresas y caídas en la actividad económica de diferentes países. Esta crisis financiera tiene diversas causas, si bien la crisis hipotecaria ha sido identificada popularmente como la fuente principal.

En el segundo semestre del 2008, se desencadenó la más grave crisis financiera y económica desde la Gran Depresión, a medida que el mercado hipotecario de Estados Unidos fue colapsando, y caían grandes instituciones financieras como los grandes bancos de inversión, que hoy se han transformado en bancos comerciales para tener acceso a los recursos del rescate federal, y la empresa aseguradora más grande de Estados Unidos (AIG) tenía que ser intervenida por el gobierno al igual que el banco de ahorro y préstamos más grande (Washington Mutual).

Los canales tradicionales de crédito se contrajeron drásticamente y para muchas empresas fue muy difícil obtener el financiamiento requerido para su operación diaria. La crisis estadounidense se extendió rápidamente a Europa y a los mercados emergentes, que vieron como el desacoplamiento del que se había hablado en el pasado no era más que un mito.

La crisis financiera se ha convertido en una crisis económica que rebasa la esfera de las finanzas, es de alcance mundial y ha conducido a que las expectativas económicas mundiales se hayan deteriorado rápidamente; se ha vuelto común escuchar noticias sobre despidos masivos, cierres de empresas y caídas en la actividad económica de diferentes países.

Cambios globales

Esta crisis financiera tiene diversas causas, si bien la crisis hipotecaria ha sido identificada popularmente como la fuente principal. Al respecto es conveniente hacer una aclaración. El origen de la crisis se halla principalmente en el exceso de gasto y del endeudamiento por parte de los estadounidenses, estimulado por bajas

* Profesores-Investigadores del Departamento de Economía, UAM Azcapotzalco.
** Coordinación de Asesores del Secretario de Economía, Secretaría de Economía.

tasas de interés[1]. Una parte de este gasto excesivo se dirigió al mercado inmobiliario, muchas personas adquirieron propiedades por encima de su capacidad de pago o una vivienda adicional con fines puramente especulativos, dando origen a la crisis hipotecaria al presentarse una caída en el precio de las viviendas, misma que se ha reflejado tanto en la reducción del patrimonio de muchas familias que han visto reducida su capacidad de consumo, como en los balances de diversas instituciones financieras que han tenido que amortizar las pérdidas asociadas a estos activos considerados ahora tóxicos, por sus efectos sobre las finanzas de sus tenedores y en los balances de las instituciones financieras.

El preludio de la burbuja financiera: la política monetaria de la Fed

Después de la burbuja de las acciones de las empresas tecnológicas (las denominadas dotcom) y del ataque terrorista a las Torres Gemelas de Nueva York el 11 de septiembre de 2001, el Banco de la Reserva Federal mantuvo bajas las tasas de interés para darle impulso a la economía y tratar de sostener el crecimiento económico. Las tasas de interés de Estados Unidos alcanzaron niveles históricamente muy bajos. Por su parte, los bancos, frente a la liquidez existente, se volvieron cada vez más creativos para elevar su rentabilidad, desarrollando nuevos instrumentos financieros y métodos para relajar los requisitos a la hora de otorgar préstamos, particularmente hipotecarios, y mantener el riesgo contingente fuera de sus balances y, al mismo tiempo, los fondos de pensiones con miles de millones de dólares acumulados buscaban nuevas oportunidades de inversión al igual que los inversionistas extranjeros que dirigieron grandes flujos de recursos financieros al mercado de Estados Unidos.

En este contexto, se otorgaron un número creciente de créditos hipotecarios, muchos de ellos sin el respaldo apropiado[2], que luego se *empaquetaron* como derivados y se vendieron a intermediarios financieros no sólo de Estados Unidos sino también de Europa y Asia. Cuando los precios de los bienes inmobiliarios disminuyeron y los créditos hipotecarios cesaron de pagarse regularmente, la burbuja financiera que se había creado explotó y arrastró no sólo los precios de este tipo de bienes sino también a todo el sistema financiero, por la vinculación que existe de los activos financieros entre sí y con los balances de los bancos e instituciones financieras, con consecuencias muy negativas para la economía en su conjunto, y ya no sólo en el sector financiero.

La característica fundamental del sector de los nuevos intermediarios financieros que surgieron en el mercado inmobiliario es que está compuesto principalmente de instituciones fuertemente *apalancadas* (relación capital a deuda) cuyo capital representa una pequeña proporción de los activos que manejan, por lo que las pérdidas asociadas a los créditos hipotecarios socavaron su capital. Para enfrentar estas pérdidas los intermediarios elevaron su grado de apalancamiento tratando de reconstituir su capital, por lo que actualmente el sistema financiero tiene un gran número de intermediarios financieros apalancados en extremo, e incluso hay instituciones con niveles de apalancamiento de 30 a 1.

La combinación de tasas de interés excesivamente bajas y niveles nunca antes vistos de liquidez propiciaron el crecimiento de una burbuja inmobiliaria en Estados Unidos.

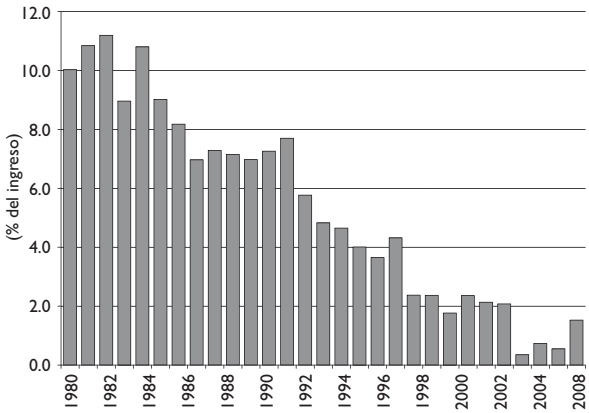
Gasto excesivo financiado con crédito

Especialmente a partir de 1999, los estadounidenses comenzaron a gastar en promedio más que en años anteriores. El promedio del ahorro personal como porcentaje del ingreso, entre el 2000 y el 2007, fue de 1.5% frente a 5.2% de la década de los noventa o 9% en los ochenta. Hacia el final del 2008 la tasa de ahorro de los estadounidenses ha comenzado nuevamente a repuntar (2.6% promedio en octubre y noviembre). Paradójicamente, los estadounidenses están incrementando su ahorro cuando es más perjudicial para la economía mundial, cuando ésta se encuentra en su peor desempeño desde la Gran Depresión. El ahorro equivale a una reduceón en el consumo actual, por lo que este aumento en la tasa de ahorro tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico en el corto plazo, si bien a largo plazo puede conducir a la economía a un mayor crecimiento vía mayor acumulación de capital.

[1] Cabe recordar que la baja de interés se da en un contexto económico más amplio, dadas las numerosas y complejas innovaciones recientes del sector financiero, así "Un tipo de interés demasiado bajo es un caso especial de algo que tal vez constituye un fenómeno más amplio: valorar las innovaciones financieras a un precio excesivamente bajo para que gocen de aceptación. Esto puede conducir al uso excesivo. O los recién llegados pueden correr un riesgo indebido en una industria al tratar de avanzar contra la competencia ya establecida". Charles P. Kindleberger, *Manías, pánicos y cracs*, Editorial Ariel, Barcelona: 1ª Ed. 1991, p. 50.

[2] Algunos de estos créditos hipotecarios se otorgaron a deudores "NINJA" (no income, no job, no assets; es decir sin ingreso, sin empleo y sin activos), de ahí su baja calificación crediticia (*subprime*).

Tasa de ahorro personal



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis.

¿Qué posibilitó el excesivo endeudamiento de los estadounidenses? Además del bajo nivel de las tasas de interés, otra parte fundamental fue sin duda la abundancia de liquidez en el mercado facilitada por los inversionistas extranjeros, con un papel preponderante de los chinos, tal como lo señaló Paul Krugman: "nos endeudamos comprando inmuebles por encima de nuestra capacidad de pago con dinero de los chinos"[3].

En noviembre de 2008 Japón, China y el Reino Unido, los tres mayores poseedores extranjeros de activos del Tesoro de Estados Unidos, acumulaban 1.6 billones de dólares; en contraste, estos mismos países al cierre del año 2000, acumulaban 428 mil 200 millones de dólares en diferentes activos del Tesoro, lo que implica que se multiplicó por 2.8 veces en ocho años.

La crisis financiera actual es así el resultado de una combinación de diversos elementos, entre los que se hallan el exceso de gasto y el endeudamiento por parte de los estadounidenses, estimulado por bajas tasas de interés, así como la toma de mayores riesgos por parte de los inversionistas a través de novedosos instrumentos financieros, todo esto facilitado por la excesiva liquidez en los mercados de las grandes economías como China, Japón y la Gran Bretaña. Pero también es consecuencia de fallas en la regulación y supervisión del sistema financiero, que llevaron a un crecimiento exponencial de las operaciones *over the counter* (fuera del sistema institucional, del sistema bancario y financiero tradicional) y expusieron al sistema financiero a un riesgo sistémico considerable.

[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/>.

El origen del problema hipotecario en Estados Unidos

Antes de analizar el problema hipotecario en Estados Unidos es necesario hacer una descripción de este mercado. 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, que es 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, le dio un fuerte impulso al mercado secundario.

En el gobierno norteamericano, los defensores del mercado hipotecario señalaron que los beneficios para una parte de la población, que podría hacerse de una casa, justificaban los riesgos de los préstamos *subprime*. Sin embargo, ahora es muy probable que el número de propietarios de casas resulte menor al que existía antes de la burbuja debido al gran número de embargos y de declaraciones de insolvencia que se han presentado, por lo que el objetivo social no se cumplió.

Las hipotecas de alto riesgo, conocidas en los Estados Unidos de Norteamérica como *subprime*, un tipo especial de hipoteca, son una innovación financiera utilizada para la adquisición de viviendas, orientada a clientes con exigua solvencia económica, donde estos deudores son en su mayoría personas de bajos ingresos y miembros de minorías, por tanto con un nivel de riesgo de morosidad o no pago superior a la media del resto de créditos que se otorgan en el mercado.

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 papeleo, 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.

Era frecuente que el que originaba el crédito ni siquiera lo conservaba hasta su vencimiento, aunque recibía la

solicitud y realizaba todo el papeleo hasta que se firmaba la hipoteca e incluso, en algunos casos, la misma institución hacía el préstamo. Sin embargo, su intención era venderlo rápidamente, no conservarlo. Estas empresas generaban ingresos por las tarifas que cobraban y operaban únicamente como intermediarios, ya que el individuo o la empresa que compraba el préstamo es quien realmente está fondeando el préstamo[4].

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. De manera sintética, este proceso consistió en reunir los créditos de varios clientes y "armar un título" que se pudiera intercambiar en el mercado financiero. 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 a través del sistema financiero de manera más amplia. En el caso de que una persona dejara de pagar su crédito no afectaría al prestamista tan fuertemente como antes.

Uno de los problemas de este mecanismo es que induce a los bancos 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*. Los financieros distribuyeron el riesgo a través del mercado financiero, pero no lo eliminaron, y puede manifestarse súbitamente donde menos se le espera, por lo que la crisis de un mercado puede fácilmente extenderse a otros, tal como está sucediendo.

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 hecho de que estos fondos invierten en valores respaldados por paquetes de créditos que pueden incluir desde créditos corporativos de alta calidad hasta préstamos de alto riesgo.

Otro de los instrumentos financieros que han resultado fundamentales para el desarrollo de la crisis hipotecaria y financiera son los llamados CDOs por sus siglas en inglés, son obligaciones *colateralizadas* de deuda y son un tipo especial de títulos respaldados por activos cuyo valor y pagos se derivan de un portafolio de activos subyacentes, en los que el título se segmenta y se le asignan diversos niveles de acuerdo al nivel de riesgo en el que se ubican los créditos subyacentes; obviamente a mayor riesgo mayor la tasa de interés que ofrecían. Los inversionistas raramente saben qué clase de activos respaldan estos instrumentos, y los bancos y los manejadores de los fondos dependen de las agencias calificadoras como Moodys o Standard & Poors para calificar los préstamos[5].

Adicionalmente, en el mercado hipotecario se desarrolló un instrumento que 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 la que una de ellas cubre una cuota de forma periódica a cambio de que la otra empresa responda por el crédito en el caso de que el deudor deje de cubrir su deuda[6]. El mecanismo funciona muy bien mientras la gente paga su hipoteca, pero el problema es cuando muchos deudores caen de manera simultánea en incumplimiento y la empresa que otorga el seguro tiene que cubrir en una sola exhibición el monto cubierto de los créditos asegurados. El problema con este instrumento es que el monto actual del mercado de CDS asciende a más de 50 billones de dólares, y ante un escenario de incumplimientos y embargos de propiedades, provoca graves preocupaciones sobre el sistema financiero mundial.

El riesgo por supuesto tiene un precio: a mayor riesgo, mayor es la tasa de interés que cobra el prestamistas; entonces es claro por qué los préstamos *subprime* pagan una tasa de interés superior a la del mercado[7].

[4] Inclusive había empresas que se dedicaban a realizar solamente el papeleo y otras a darle servicio al crédito a lo largo de su duración.

[5] En un estudio de JPMorgan citado en el *Financial Times* (26 de febrero de 2009), se estimó que la tasa de recuperación de los tramos más altos de los CDOs, aquellos que llegaron a ser calificados como AAA y que se suponían muy seguros, ha sido en promedio del 32% y para tramos inferiores la recuperación de esos activos ha sido de alrededor de sólo el 5%; estos resultados quizá sean los peores para activos que alguna vez fueron calificados como triple A.

[6] Una ley aprobada a mediados del año 2000, la *Commodities Futures Modernization Act*, dejó a estos derivados financieros fuera del control gubernamental.

[7] En los casos en los que se requiere de un préstamo superior al 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 el 80% del valor de la propiedad el seguro se cancela. En otros casos se contrataba una

Ahora que se ha manifestado la crisis hipotecaria abiertamente y un gran número de hipotecas enfrentan la ejecución por falta de pago, el proceso de titulización de las hipotecas plantea nuevos problemas. La ejecución actual de una hipoteca se complica, porque los bancos o los prestamistas originales armaron un paquete en donde se incluyen hipotecas con y sin problemas de pago, y por ello no es fácil reestructurar sólo una parte del paquete. Qué lejanos parecen aquellos tiempos en los que un banco otorgaba un préstamo hipotecario y lo conservaba hasta su liquidación.

La especulación del mercado hipotecario y el apalancamiento de los fondos de cobertura

El sistema bancario paralelo que surgió a raíz del *boom* hipotecario hizo que el riesgo se amplificara debido al fuerte apalancamiento. Los fondos de cobertura (*Hedge Funds*) fueron muy agresivos en invertir con fondos prestados inclusive en los tramos más arriesgados de los títulos MBS. Zandi[8] señala que entre 2005 y 2006 el apalancamiento de estos fondos era 15:1, o sea que por cada dólar propio invertido pedían prestados 15 dólares. La promesa de generar grandes retornos en este tipo de inversiones solamente se podía generar al incurrir en grandes riesgos y con mucho apalancamiento.

El factor preocupante de los fondos de cobertura de crédito es su fuerte apalancamiento; normalmente están apalancados entre 5 y 10 veces. Suponiendo que un fondo esté apalancado 5:1, por cada dólar de su propio capital, invierte cuatro más con crédito bancario. Ahora supongamos que quiere comprar el tramo más bajo de un CDO. Un tramo de CDO con activos subyacentes razonablemente riesgosos puede absorber el 5% de las primeras pérdidas del portafolio. Un fondo de cobertura que compre esa posición estará apalancado 20:1, dado que una pérdida del 5 por ciento en el portafolio elimina totalmente su posición. La secuencia al detalle es la siguiente:

- Un fondo de este tipo consigue efectivo al vender acciones de participación.
- Por cada $1 invertido por sus socios, el fondo invierte $4 más provenientes del crédito bancario, así que sus inversiones están apalancadas 5:1
- El fondo compra $100 millones en bonos de primeras pérdidas de un CDO de $2 mil millones. Estos bonos de primeras pérdidas están apalancados 20:1. La compra de estos $100 millones, sin embargo, está financiada con $20 millones del fondo y $80 millones con préstamos bancarios. Los bonos se mantienen en una cuenta bancaria marginal para garantizar el préstamo al fondo.
- Los socios del fondo entonces están apalancados 5 x 20 = 100:1. Una pérdida de tan sólo 1% en el CDO desaparece todo el dinero de los socios del fondo.

El *boom* inmobiliario en Estados Unidos puede ubicarse entre 1996 y 2005 en el que el porcentaje de personas propietarias de su vivienda pasó de 65.4 a 68.9%, llegando inclusive en 2004 a 69.2. Este 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 inglés) 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*[9]. Los préstamos hipotecarios tradicionalmente requerían de un pago del 20% pero en el 2006 el monto del enganche era de sólo el 3% y la comprobación de ingresos se volvió opcional.

En la década de los años noventa 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

segunda hipoteca por el 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, primero se cubre la primera hipoteca.

[8] Zandi, M., 2008. *Financial Shock:A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*. FT Press.

[9] En 1994, las hipotecas *subprime* representaban alrededor del 5% del total de hipotecas, pero para el 2006 representaban casi el 20%.

hipotecarios fueron para refinanciar un crédito anterior, o para comprar una segunda propiedad tratando 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.

Las tasas de interés y la explosión de la burbuja hipotecaria: la crisis *subprime*

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, y 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 marcadamente. 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 llamados *subprime*.

Fue durante 2007 que las señales de la crisis hipotecaria 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 Estados Unidos, 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, con el fin de disponer de liquidez para sus operaciones.

En abril, New Century Financial, el mayor prestamista hipotecario en el segmento *subprime*, 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 mil doscientos 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 Estados Unidos.

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.

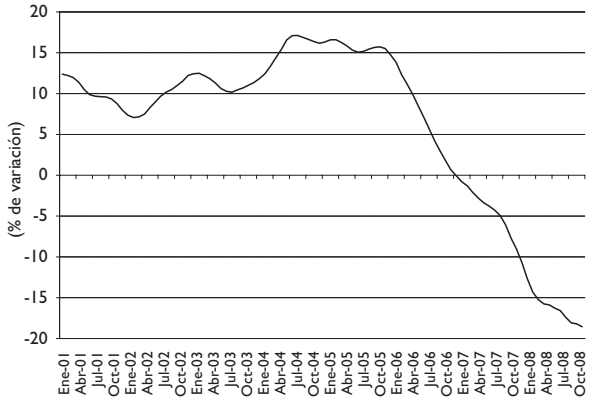
Es hasta mediados de diciembre de 2007 que el banco de la Reserva Federal endurece las reglas para los créditos *subprime*, requiriendo a las empresas hipotecarias tener más cuidado en revisar los ingresos de sus posibles clientes y que expliquen completamente el costo de los préstamos. El FBI comienza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

Una serie de eventos desataron la crisis *subprime* y reventaron la burbuja inmobiliaria:

1. El aumento de la tasa de interés interbancaria de la Reserva Federal, que sirve de referencia para el mercado crediticio, que llegó hasta el 5.25%.
2. La desaceleración de la economía de Estados Unidos.
3. La oferta de viviendas nuevas y usadas comenzó a superar la demanda por lo que los precios de las viviendas comenzaron a reducirse.
4. Se generó una gran incertidumbre en los mercados, y comenzó a extenderse el criterio de que el impacto en el sector financiero y en la economía real podría ser importante.

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.

Gráfica 1
Variación anual del precio de la vivienda en Estados Unidos



Fuente: Standard & Poors.

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 creó competencia en el mercado hipotecario que hace 20 ó 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 a través de 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 la explosión de la burbuja inmobiliaria que ha sido identificada como una de la causas principales de la crisis financiera actual.

El proceso de *titulización* de los créditos hipotecarios estuvo asociado con el 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 el 68% del PIB estadounidense, en el 2007 este porcentaje se ubicaba por encima del 105%.

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.

Las causas de la crisis hipotecaria y el contagio del sistema financiero

En junio de 2007 dos fondos de cobertura propiedad de Bear Stearns colapsaron debido a su fuerte posición en el mercado *subprime*, a partir de este momento, más y más bancos fueron descubriendo que los activos calificados como AAA que habían adquirido y que consideraban seguros pues no lo eran. Los precios de las casas comenzaron a bajar y cada vez un número mayor de personas cayeron en el incumplimiento del pago de sus hipotecas, pero no sólo las de la categoría *subprime* sino que también los que hasta entonces habían sido considerados como buenos sujetos de crédito.

En marzo del 2008 la Reserva Federal salvó a Bear Stearns de la bancarrota al asumir 30 mil millones de dólares en obligaciones y estructurando la venta de esta institución a JPMorgan Chase. En agosto de 2008 las acciones de las GSEs comenzaron un deslizamiento abrupto, y el siete de septiembre el Departamento del Tesoro tomó el control de las GSEs Fannie Mae y Freddie Mac. Se dejó caer a Lehman Brothers y esto envió muy malas señales al mercado financiero que estuvo al borde del colapso. Merrill Lynch, a quien no se consideraba en riesgo, se vendió al Bank of America para evitar un destino similar al de Lehman. El 16 de septiembre, AIG estaba en ruta del colapso debido a su exposición en los ahora famosos *swaps* de *default* de crédito (CDS por sus siglas en inglés) y tuvo que ser rescatado por la Reserva Federal con un crédito de 85 mil millones de dólares, que no resultaron suficientes y que se han tenido que complementar con 38 mil millones de dólares adicionales.

En septiembre de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac, los gigantes hipotecarios, fueron rescatados por el gobierno de Estados Unidos; 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 alrededor de la tercera parte de las hipotecas en ese país, un mercado estimado en más de 14 mil millones de dólares.

El problema hipotecario original que se creía estaba acotado, se convirtió en un problema mayor debido a la presencia de los nuevos instrumentos financieros que hicieron que la crisis hipotecaria se convirtiera en crisis de todo el sector financiero, ya que los productos financieros *estructurados* habían sido adquiridos por agentes financieros

de todo el mundo[10]. El golpe a las empresas financieras se tradujo en problemas hacia el resto de la economía, principalmente debido a la restricción de los canales de crédito tradicionales.

En el fondo de la crisis hipotecaria subyacen dos problemas fundamentales, la búsqueda irracional 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, aún cuando muchas de las decisiones involucradas se tomaban bajo una gran incertidumbre.

Alan Blinder[11] hizo una lista de los principales responsables de la crisis hipotecaria: 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 a través del empaquetamiento de créditos; 6. Las agencias calificadoras que subestimaron el riesgo.

La crisis hipotecaria ha tenido impactos sobre el resto del sistema financiero y finalmente en la economía global real a través de numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, constantes intervenciones de los Bancos centrales de las principales economías desarrolladas, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un deterioro sostenido de la actividad económica que ha provocado la entrada en recesión de las economías más industrializadas del mundo y de los países emergentes y en desarrollo.

Impacto sobre el sector real de la economía de Estados Unidos

La crisis financiera se ha manifestado fuertemente sobre el llamado sector real de la economía. A continuación se presentan algunos datos sobre el comportamiento de la economía de Estados Unidos.

- El Producto Interno Bruto de Estados Unidos se contrajo 6.2% en el cuarto trimestre de 2008 con respecto al trimestre anterior de acuerdo al dato preliminar.
- La producción industrial en Estados Unidos se redujo 1.8% con respecto al mes anterior, en términos anuales la producción resultó 10% menor a la observada en enero de 2008.
- La tasa de desempleo llegó a 8.5% en marzo de 2009, lo que implica que en los últimos doce meses el número de desempleados aumentó en casi 5.3 millones.
- Las ventas de autos y camionetas se contrajeron en 37% en el primer mes del 2009. Chrysler vendió 55% menos contra enero de 2008, mientras en General Motors la caída fue de 49% y las de Ford 40%. Para las empresas japonesas tampoco fue un buen mes: las ventas de Toyota, Nissan y Honda se redujeron 35%, 29% y 28%, respectivamente. Con la caída de enero, las ventas de la industria acumulan 15 meses a la baja.

La Reserva Federal de Estados Unidos no espera un repunte significativo de la actividad económica sino hasta finales del 2009 o comienzos del 2010, el mercado de la vivienda sigue abatido, la actividad crediticia disminuyó y la disponibilidad del crédito sigue siendo escasa. Por su parte, el reinicio de la senda del crecimiento económico de la economía norteamericana sólo hasta fines del año en curso, tendrá serias consecuencias, en particular, en el desempeño de la economía mexicana.

Impacto sobre la actividad económica real en México

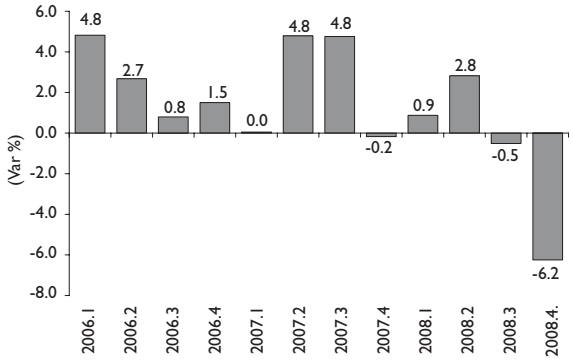
La crisis financiera se transformó en una crisis de la producción y de empleo en Estados Unidos porque el sistema bancario suspendió de manera súbita los flujos de crédito, por lo que toda la actividad económica que depende del crédito para operar tuvo que detenerse.

La crisis actual ha generado una gran volatilidad en los mercados de valores, en los precios de los *commodities* y en los tipos de cambio, el dólar se ha fortalecido fuertemente frente a casi todas las monedas del mundo, el precio del petróleo ha caído fuertemente desde mediados del 2008 y los precios de la mayoría de los *commodities* han seguido la misma dirección con la consecuente baja en los ingresos de los países exportadores de estos bienes, pero reduciendo al mismo tiempo las presiones inflacionarias en el resto del mundo.

[10] Las amortizaciones que han tenido que realizar las diferentes instituciones financieras nos dan una idea del tamaño del problema financiero, más de un billón de dólares de pérdidas para esas instituciones entre enero de 2007 y febrero de 2009.

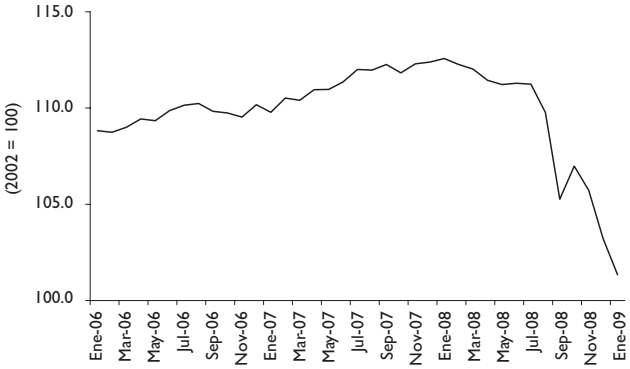
[11] Blinder, Alan S. *Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess*. New York Times. 30 de septiembre de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/09/30/business/30view.html>.

Producto Interno Bruto Real
Variación con respecto al trimestre anterior



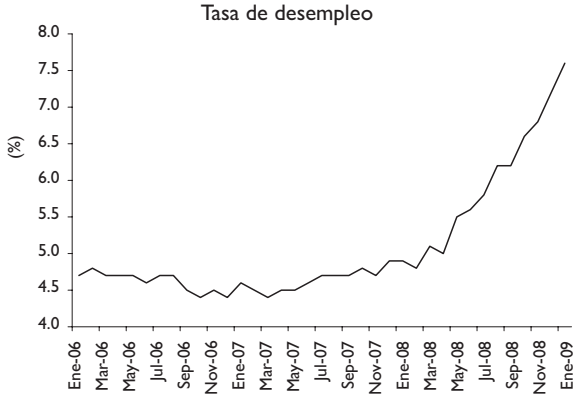
Fuente: FRED Data. Banco de la Reserva Federal.

Índice de la actividad industrial



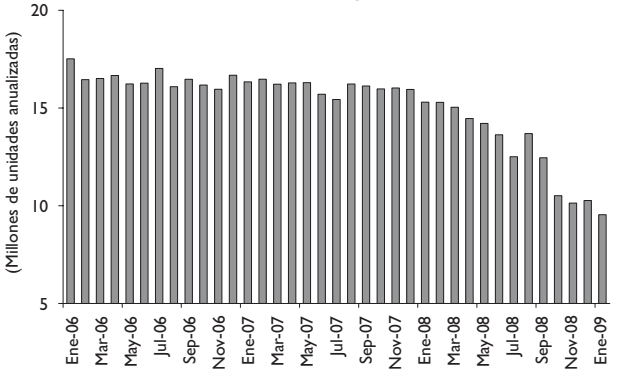
Fuente: FRED Data. Banco de la Reserva Federal de San Luis.

Tasa de desempleo



Fuente: FRED Data. Banco de la Reserva Federal de San Luis.

Ventas de automóviles y camionetas

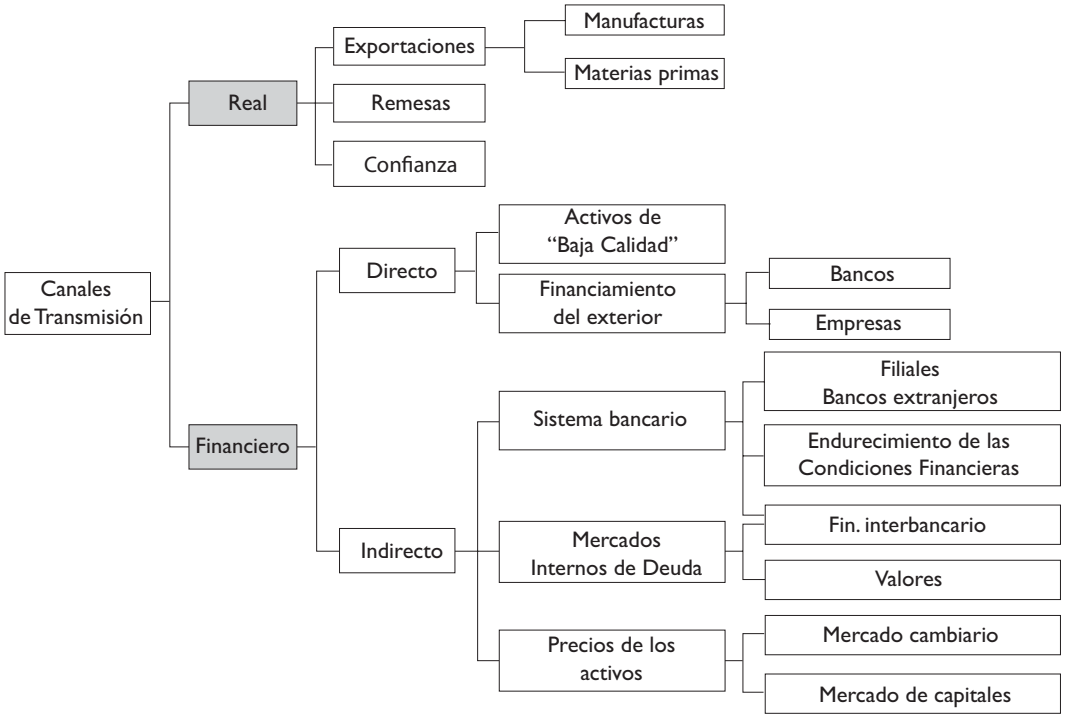


Fuente: FRED Data. Banco de la Reserva Federal de San Luis.

El tamaño real del problema financiero no ha podido ser evaluado con precisión dada la complejidad de las redes que se fueron tejiendo alrededor del mercado hipotecario y a que los precios en el mercado inmobiliario residencial todavía parecen no haber tocado fondo. El hecho real que ya está presente en la economía mundial es la fuerte contracción de los mercados globales de capital, que impactará en bajos niveles de crecimiento de la economía de todos los países, aún habiendo entrado en la etapa de recuperación.

La proyección más reciente sobre la economía mundial del Fondo Monetario Internacional es que el ritmo de crecimiento caerá a 0.5% en el 2009, la tasa más baja registrada desde la Segunda Guerra Mundial. Señala además que no será posible una recuperación económica sostenida mientras no se restablezca la funcionalidad del sector financiero y se destraben los mercados de crédito. Podemos esperar que una vez llegada la recuperación, ésta se caracterice por ser de poco dinamismo, y entraremos en una etapa de bajos ritmos de crecimiento económico de las principales economías del planeta, con serias consecuencias para el resto de los países. En el caso de México el FMI pronosticaba una contracción menor al 1% del PIB y para Estados Unidos una caída de 2%; pero en general para los países emergentes y en desarrollo señalan que la economía se desacelerará fuertemente al pasar de 6.2% en el 2008 a 3.2% en el 2009, que permite prever una recesión más profunda para algunos países, y en particular para México, por su estrecha vinculación al mercado de exportación que tiene como destino la economía norteamericana. De esta manera los pronósticos para la economía mexicana se ajustarán regularmente a la baja, en gran medida porque la vía del contagio de la crisis financiera global para nuestro país no se da por la vía financiera, sino por la vía de la economía real. Como lo indica el Banco de México en el gráfico siguiente, el impacto más fuerte para la economía mexicana es en las exportaciones, remesas y la reducción de la confianza en la economía mexicana, mientras que en el sector financiero tenemos dos canales de transmisión

pero de menor impacto: el directo, que afecta a la calidad de los activos y la calificación del país y la reducción del financiamiento del exterior; y por otro lado está el impacto que afecta al sistema bancario, mercados de deuda, y el precio de los activos. En este último rubro hay que remarcar las presiones que se generaron sobre el tipo de cambio y que obligaron al Banco de México a llevar una política más activa en el mercado cambiario, y a un ajuste de la cotización del peso frente al dólar de alrededor del 30% (una devaluación).



Fuente: Banxico. Presentación del Dr. Guillermo Ortiz: "Consideraciones sobre la crisis financiera y sus efectos sobre la economía mexicana". 9 de mayo de 2009.

Las previsiones del FMI, al menos para el caso de México, han sido rebasadas considerablemente. Las propias autoridades del gobierno federal consideran que la contracción económica implicará una caída de más de 4% (4.1) en el PIB y algunos analistas privados ya están considerando que dicha contracción será más bien cercana a 5% (considerando ya el empujón negativo que ocasionó la influenza A-H1N1). Incluso el banco suizo UBS anunció el 15 de mayo, que la reducción del PIB para México será del 7%, el pronóstico más sombrío hasta ahora, ya que implicaría una contracción del PIB superior a la de 1995[12]. Con los datos que da a conocer el INEGI a fines de mayo de 2009 sobre la entrada de la economía en recesión al cumplir dos trimestres seguidos con contracción económica, se verifican los peores pronósticos de crecimiento de la economía mexicana, y más aún con una recuperación incierta, pues la caída de las exportaciones ha sido profunda y no se recuperará tan dinámicamente.

PIB a precios de mercado (tasas de crecimiento por trimestre) Cifras preliminares

2008				*2009*
I	*II*	*III*	*IV*	*I*
2.567068	2.913649	1.696203	-1.64831	-8.2185

Fuente: INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales.

[12] La caída del PIB que siguió a la crisis del peso en 1995 fue de 6.2%, pero además la recuperación que le siguió se basó en las actividades de exportación al mantenerse como el motor fundamental de la economía después de la crisis (incluso en 1995 las exportaciones crecieron en 31% en términos de dólares), para lograr en 1996 un incremento del PIB de 5.1%. OCDE, Estudios Económicos de la OCDE. México 1997 y 1998. Esta situación está lejos de presentarse en la actual crisis, pues además de haber perdido posiciones exportadoras hacia los EU ante China y Canadá, el mercado norteamericano no podrá ser la base de la recuperación de la economía mexicana, al menos en el corto plazo.

En el caso de nuestro país existen ya diversas manifestaciones sobre la profundidad de la crisis económica:

El comercio exterior ha sufrido una significativa contracción: el valor total de las exportaciones de mercancías en los primeros cuatro meses de 2009 fue de 67, 480 millones de dólares, lo cual significa un decremento de 30.5% a tasa anual. En ese lapso, el valor de las exportaciones petroleras decreció en - 58.5%, en tanto que el de las no petroleras lo hizo en - 24.2%"[13]. El valor total de las importaciones para el mismo periodo fue de 69, 161 millones de dólares, lo que significa una disminución de 30.7% a tasa anual[14].Esta caída en la dinámica del sector externo es la vía de contagio que más ha impactado al desempeño de la actividad económica en México, lo cual es particularmente grave, ya que se ha convertido en motor del crecimiento, y se espera que sea este sector el que saque a nuestra economía de la recesión en que hemos entrado.

En el primer trimestre del año, respecto al primer trimestre del año anterior, las remesas de los trabajadores en el exterior disminuyeron en casi 5%, en cerca de 300 millones de dólares.

El tipo de cambio se ha depreciado más de 30 por ciento respecto a su nivel de principios de agosto de 2008 (13.30 el 15 de mayo, versus 10.10 pesos por dólar, en el tipo de cambio bancario de venta).

La actividad económica general ha sufrido una caída importante. El Indicador Global de la Actividad Económica, el mejor indicador mensual del PIB, se contrajo en enero 9.3% y en febrero 10.8%, respecto a los mismos meses del año anterior. El INEGI informó que el PIB a precios corrientes, se ubicó en 11.196 billones de pesos en el trimestre enero-marzo de 2009, registrando una caída de - 3.3% a tasa anual, esto debido a la contracción de - 8.2% del PIB real en el primer trimestre de este año[15].

El porcentaje de la población desocupada de 14 y más años pasó de un promedio de 3.97% de la Población Económicamente Activa durante 2008 a poco más de 5% en los primeros tres meses de 2009, lo que representa aproximadamente 450 mil individuos adicionales que engrosaron las cifras del desempleo. En abril de 2009 la tasa de desocupación (TD) a nivel nacional fue de 5.25% respecto a la PEA, proporción mayor a la que se presentó un año antes (3.61%), por su parte, la población subocupada representó 12% de la población ocupada, cifra que se compara con la de 7.5% en igual mes de 2008[16].

Con los paros técnicos en la producción de varios sectores, particularmente el automotriz, así como debido a la disminución de las horas trabajadas de acuerdo con los sindicatos, los trabajadores han visto disminuidos sus ingresos reales más de lo que refleja el salario nominal, en comparación a la inflación, que tienen asignado. Esto aunado a que la inflación ha sufrido un repunte debido fundamentalmente a la depreciación del peso, en particular, la canasta básica ha registrado un incremento cercano al 8% en lo que va del año (enero-abril de 2009 versus el mismo periodo de 2008).

Conclusiones

De esta manera, la crisis financiera global que empieza en el sector financiero se ha expandido a la actividad de la economía real, modificando políticas y conceptos que eran considerados como inamovibles en la estructura del sistema financiero global y de la política económica respecto a los mercados. El impacto en el marco de la política económica no sólo se ha manifestado en el sector financiero con el rescate por parte de los Estados de los países desarrollados más importantes del mundo, de sus instituciones financieras, y la consiguiente ola de regulación financiera, sino que también se ha expandido este rescate, intervención del Estado, en la dinámica y la estructura del mercado, en sectores de la economía real, como ha sido el rescate de la empresas automovilísticas de Estados Unidos. Asimismo, para las economías subdesarrolladas las consecuencias se esperan muy graves y con menos instrumentos y recursos para hacerles frente. Para el caso de México, el choque externo ha sido directamente en la actividad económica real, vía contracción de exportaciones e importaciones (dinámica externa), así como en la reducción de remesas. En el sector financiero nacional los impactos son más bien indirectos, merced a los buenos niveles de capitalización que existe en el sistema financiero nacional, y en la banca extranjera en particular. Sin embargo la contracción de los mercados de capital globales será un factor en la profundización de la recesión de la economía mexicana. Esta crisis financiera global que empezó en el mercado hipotecario de Estados Unidos, que impacta a todas las economías del planeta, y que afectará de manera particular a la economía mexicana, muestra de manera fehaciente la mayor interrelación de las economías con los mercados globales y muestra también las debilidades de la estrategia económica en México.

[13] Comunicado del INEGI Núm. 153/09, del 22 de mayo de 2009.

[14] Banco de México. Información oportuna de comercio exterior. 22.05.2009.

[15] INEGI, 25.05.2009.

[16] *Ibid*.