

## Causas y remedios de la crisis financiera

MONICA GAMBRILL\*

### INTRODUCCIÓN

Los remedios para superar la crisis financiera tienen que concebirse en función del diagnóstico que se haya hecho de sus causas. Por ello, el propósito de este artículo es explorar las causas de corto, mediano y largo plazo de la crisis. Sobre esta base, se hacen al final algunas breves reflexiones sobre la capacidad de los remedios propuestos por la nueva administración de Barack Obama que pueden o no erradicar las causas de la crisis.

### CAUSAS DE LARGO PLAZO (1980-2008)

Las causas de la crisis financiera actual en Estados Unidos se remontan hasta la administración del presidente Ronald Reagan, quien no sólo siguió la línea tradicional del Partido Republicano en cuanto a reducir el papel del gobierno federal en la economía, sino que procedió de manera muy contradictoria en implementar algunas partes de esa ideología. Antes de la década de los ochenta, la política económica de los otros gobiernos republicanos siempre había sido conservadora en materia fiscal, en el sentido de no gastar más de lo que recaudaba en impuestos. Sin embargo, Reagan bajó los impuestos, sin reducir concomitantemente los gastos del gobierno federal, con el resultado previsible de acumular un gran déficit fiscal.

Estas nuevas acciones –recortar impuestos y aumentar el gasto– se justificaron con el argumento de que el recorte estimularía la inversión privada, misma que expandiría la base gravable lo suficiente como para recaudar tantos impuestos como fueran necesarios para equilibrar así el

\* Investigadora del Centro de Investigaciones sobre América del Norte, UNAM. <ruppert@servidor.unam.mx>.

presupuesto. Sobre esta base, los republicanos empezaron a gastar todo lo que consideraban necesario, a la vez que se jactaban de reducir el papel del gobierno en la economía, mediante la reducción de impuestos. También disminuyeron el papel del gobierno en la economía a través de una nueva política de desregulación de los mercados, sobre lo cual argumentaron que la intervención gubernamental resultaba contraproducente, toda vez que imponía una burocracia ineficiente a los mercados, mismos que podrían autorregularse más eficientemente, incluso el sensible mercado financiero. Esta combinación de políticas orientadas a estimular la economía se denominó desde entonces “reaganomics”.

El déficit fiscal se corrigió momentáneamente durante la administración demócrata de William Clinton, debido al aumento de los impuestos y al acelerado crecimiento económico que su equipo económico (Robert Rubin, Lawrence Summers y Alan Greenspan) logró fomentar a través de políticas de desregulación de los mercados financieros. Sin embargo, Clinton consolidó una serie de prácticas financieras que se han identificado ahora como causas directas de la actual crisis, por ejemplo, la eliminación de leyes que prohibían la combinación de banca comercial, banca de inversión y la prestación de servicios de seguros; también, la decisión de negar autoridad a la Commodity Futures Trading Commission para regular el mercado de derivados, etcétera.

La siguiente administración republicana, la de George W. Bush, no sólo continuó con la desregulación financiera, sino que, además, regresó a la misma política fiscal de hacer recortes impositivos y realizar gastos irresponsablemente y en exceso. De esta manera, la suma de toda la deuda nacional acumulada hasta el momento en que Bush terminó su segunda administración fue de 10 638 331 208 924.31 dólares (19 de enero de 2009). Esta cifra representó la acumulación de los instrumentos de deuda que todas las administraciones anteriores habían vendido para cubrir sus gastos superavitarios. Medido en términos reales para eliminar el efecto de la inflación, se puede afirmar que esta deuda nacional se mantuvo en un nivel constantemente bajo desde finales de la segunda guerra mundial hasta 1983; o sea, fue justo con la primera administración de Reagan (1981-1989) cuando empezó a dispararse hacia la alta.

Los estadounidenses aprendieron fácilmente los encantos del gasto deficitario, ayudado por las instituciones financieras y el gobierno, que les asignó la tarea de estimular la economía y provocó que se consumiera más de lo que se producía y se pagara a crédito. La deuda familiar

Los republicanos empezaron a gastar todo lo que consideraban necesario, a la vez que se jactaban de reducir el papel del gobierno en la economía, mediante la reducción de impuestos. También disminuyeron el papel del gobierno en la economía a través de una nueva política de desregulación de los mercados.

aumentó de 680 000 000 000 en 1974 a 14 000 000 000 000 en 2008, duplicándose en los últimos siete años de 2001 a 2008. Esto ha sucedido porque un hogar promedio tiene trece tarjetas de crédito, 40 por ciento de las cuales llevan un balance de deuda de mes con mes (aunque puede que se hayan cancelado muchas de éstas recientemente como consecuencia de la crisis). Por otra parte, los estados y municipios no se quedaron atrás: gastaron en infraestructura, desarrollo urbano y otras operaciones sin un aumento correspondiente de impuestos, financiándose mediante la venta de bonos de gobiernos locales, garantizados por la perspectiva de ingresos futuros. Mientras tanto, pagan los intereses.

Otro problema es que mucho de lo que se consume en Estados Unidos proviene de importaciones. Por ello, su déficit comercial con el resto del mundo se incrementó. En la cuenta de bienes, entre 1980 y 2008, se acumuló un déficit total de 8 074 230 000 000 (según datos del censo aduanal). Si bien 1980 no fue el primer año en que ocurrió esto, el déficit total acumulado entre 1960 y 1979 sumaba apenas a 43 844 000 000. Entonces, se puede afirmar que el déficit comercial se agravó con el cambio en el patrón de gastos en Estados Unidos a partir de los ochenta. Normalmente, estos déficits comerciales no tienen consecuencias graves, porque tienden a autocorregirse con los ajustes que se producen entre los tipos flotantes de cambio. Pero este déficit no empezó a reducirse sino hasta 2007 con la devaluación del dólar, tal vez porque gran parte correspondía a deuda gubernamental, independientemente de la relación entre tipos de cambio.

Hubiera sido imposible aguantar los veintisiete años en que Estados Unidos acumuló déficit en su cuenta comercial, de no haber sido porque el país lo balanceaba con un superávit equivalente en su cuenta de capitales, la cual estaba en estas condiciones gracias a la venta de bonos realizada por el gobierno estadounidense para pagar su déficit presupuestal. Gran parte de estos bonos los compraban países asiáticos como Japón (por 580 mil millones de dólares) y China (por 390 mil millones) (datos de noviembre de 2007). Además, el superávit en la cuenta de capitales tendía a aumentar el déficit en la cuenta de bienes porque mantenía el dólar sobrevaluado; por ello, se abarataban las importaciones y se encarecían las exportaciones, reforzando la propensión del consumidor estadounidense a comprar bienes importados.

Es importante entender que, por irracional y precario que parezca el patrón de consumo de Estados Unidos, cumplía con la función estratégica de fomentar el crecimiento económico en una importante región del

Otro problema es que mucho de lo que se consume en Estados Unidos proviene de importaciones. Por ello, su déficit comercial con el resto del mundo se incrementó.

Estados Unidos entró en recesión en 2001, debido al estallido de la burbuja tecnológica relacionada sobre todo con la expansión de las acciones de compañías de Internet. A primera vista, la respuesta de las autoridades a esta recesión fue exitosa, porque el Sistema de Reserva Federal (Fed) fue capaz de impulsar una pronta recuperación mediante una serie de reducciones en las tasas de interés; sin embargo, el desempleo continuó creciendo.

mundo, Asia, donde su modelo de desarrollo industrial dependía del acceso ventajoso de sus productos al mercado estadounidense. La política de promoción de exportaciones de estos países se basaba en un arreglo comercial con Estados Unidos, que daba libre acceso a su mercado a los bienes de consumo que producían. En reciprocidad, los países asiáticos daban a Estados Unidos el derecho a exportarles libremente sus bienes intermedios y sus bienes de capital. Otro componente importante de este modelo era su política monetaria, orientada a subvalorar sus monedas frente al dólar, mediante el uso de su ahorro nacional para comprar la deuda en dólares emitida por Estados Unidos.

Esta relación tan peculiar entre Estados Unidos y Asia se mantuvo en equilibrio hasta principios de los ochenta, cuando la pérdida de competitividad de este país frente a Asia en la producción de bienes manufactureros se aceleró. Esto dio lugar a la transferencia de la producción de bienes intermedios y de capital a Asia, en adición a los bienes de consumo cuya producción ya se había reubicado. De allí en adelante, se aceleró la acumulación de déficit comercial de Estados Unidos con Asia y, para compensarlo, la compra de crecientes cantidades de deuda estadounidense por parte de las bancas centrales asiáticas. El resultado de esta situación es una terrible paradoja: por un lado, consumo excesivo en Estados Unidos, financiado mediante endeudamiento y, por el otro, la inhibición del consumo, incluso de productos básicos en los países en desarrollo en Asia, debido a su excesiva tasa de ahorro. Los desequilibrios inherentes en esta situación constituyen la causa última de la crisis actual.

## CAUSAS DE MEDIANO PLAZO (2001-2008)

Estados Unidos entró en recesión en 2001, debido al estallido de la burbuja tecnológica relacionada sobre todo con la expansión de las acciones de compañías de Internet. A primera vista, la respuesta de las autoridades a esta recesión fue exitosa, porque el Sistema de Reserva Federal (Fed) fue capaz de impulsar una pronta recuperación mediante una serie de reducciones en las tasas de interés; sin embargo, a pesar de que las repetidas rebajas llevaron esta tasa a sólo el 1 por ciento, el desempleo continuó creciendo; de manera que tuvieron que pasar más de dos años antes de que el panorama del empleo empezara a mejorar. Finalmente, cuando se recobró, fue porque se reemplazó la burbuja tecnológica por una inmo-

biliaria. Ambas burbujas se relacionan con la política de desregulación del mercado financiero y también con la decidida intervención del gobierno federal en la economía, no obstante, la ideología republicana es inherentemente contraria a esto.

Alan Greenspan encabezó la Fed durante este periodo prolongado de bajas continuas en la tasa de interés, orientadas a estimular la economía. Él se oponía a las voces de precaución que señalaban los peligros subyacentes en los aumentos desmedidos en los precios de las acciones. Según sus argumentos, las acciones de Internet podrían aumentar sin que esto tuviera relación alguna con la inversión subyacente, porque supuestamente esta tecnología había dado lugar a una nueva economía en que las viejas reglas sobre la valoración de las acciones no se aplicaban –hasta su caída estrepitosa en 2001, cuando se revelaron distorsiones deliberadas en la contabilidad de compañías como Enron.

De nuevo con la burbuja inmobiliaria, el gobierno se cegó ante los precios irracionales de los bienes raíces y de las hipotecas, porque el crecimiento continuo del consumo estadounidense era demasiado importante para la economía mundial como para dejarlo caer.

El abaratamiento del dinero llevó a una expansión del crédito, sobre todo en materia de hipotecas *sub-prime* a personas de bajos recursos. Tradicionalmente, algunas compañías reguladas por el gobierno, como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae, manejaban estas hipotecas; pero las empresas financieras de Wall Street empezaron a meterse en este negocio. Al no estar sujetas a la regulación gubernamental, no tomaron las precauciones más elementales, como pedir comprobantes de ingresos o exigir depósitos anticipados. Mientras más subió la demanda de casas, más subieron los precios; y su alto valor sirvió de aval a otros tipos de créditos. Las financieras entendieron el riesgo en que estaban incurriendo, por lo que aseguraron estas hipotecas o las revendían en paquetes de deuda que recibieron la calificación de “grado de inversión” de parte de las compañías evaluadoras.

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, a la Fed no le ha resultado tan fácil como la vez pasada reactivar la economía mediante reducciones en la tasa de interés; y cuando la tasa interbancaria había bajado a 0.5 por ciento, se tuvo que buscar otro tipo de estímulo. Además, la crisis de 2008 encontró al consumidor ya sobreendeudado, lo cual resulta especialmente grave porque representa el 72 por ciento de la economía estadounidense. Las ventas minoristas han caído drásticamente porque final-

De nuevo con la burbuja inmobiliaria, el gobierno se cegó ante los precios irracionales de los bienes raíces y de las hipotecas, porque el crecimiento continuo del consumo estadounidense era demasiado importante para la economía mundial como para dejarlo caer.

mente el consumidor ha tenido que empezar a ahorrar. La tasa de ahorro, que antes era del 0.2 por ciento, puede aumentar al 4.5 por ciento en 2009, situación que por sí sola podría ocasionar una recesión. Sin otra burbuja a la vista y con el menor nivel de confianza en el gobierno, la recesión finalmente no se ha podido aplazar más.

### CAUSAS DE CORTO PLAZO (2007-2008)

El plan anticrisis de George W. Bush fue ineficiente en su pretensión de revertir dicha recesión, en parte porque empezó tarde. Él no hizo nada hasta los últimos días de diciembre de 2007, a pesar de que se sabía desde marzo que la cantidad de cuentas que no se pagaron en el sector hipotecario había alcanzado su punto más alto en siete años y que el precio de las casas había empezado a caer. Poco después, quebraron tres empresas de bienes raíces (New Century, American Home Mortgage y Homebanc), dos fondos de inversión de Bear Stearns y unas setenta firmas hipotecarias. En respuesta, los demás bancos endurecieron sus condiciones para conceder nuevos préstamos, pero lo único que hizo el gobierno fue reducir la tasa de interés en 0.5 por ciento y empezar a investigar lo que estaban haciendo las firmas de Wall Street con sus hipotecas.

El plan anticrisis de George W. Bush fue ineficiente. Él no hizo nada hasta los últimos días de diciembre de 2007, a pesar de que se sabía desde marzo que la cantidad de cuentas que no se pagaron en el sector hipotecario había alcanzado su punto más alto en siete años y que el precio de las casas había empezado a caer.

En los primeros ocho meses de 2008, el gobierno actuó pero siempre de manera reactiva, a la saga de los acontecimientos. Cuando los grandes grupos (Washington Mutual, Citigroup, Bear Stearns, Merrill Lynch y Freddie Mac) anunciaron pérdidas de entre 4 400 000 y 972 999 999 de dólares cada uno, el gobierno recortó la tasa de interés en 0.75 por ciento e inyectó cien mil millones de dólares en el mercado financiero. Luego, cuando bajaron repentinamente los precios de las casas y explotó la burbuja hipotecaria, el 6 de septiembre anunció la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac. Los problemas se agudizaron a partir del 14 de septiembre, cuando el Bank of America compró Merrill Lynch a un precio de castigo y, al día siguiente, Lehman Brothers (el cuarto banco de inversión del mundo) se declaró en quiebra.

De esta manera, el día 16 de septiembre, Wall Street sufrió la mayor caída desde los atentados de 11 de septiembre de 2001. Pero todavía esa misma mañana, John McCain había declarado en su campaña presidencial que los fundamentos de la economía eran sólidos, por lo que se perdió confianza en la capacidad del Partido Republicano de sacar al país de la

recesión y de allí en adelante empezó a rezagarse McCain frente a Barack Obama en la campaña presidencial. Se especula que el gobierno hubiera podido estabilizar la situación de haber rescatado a Lehman Brothers de la quiebra, pero cuando al día siguiente tomó control de la aseguradora AIG mediante la infusión de 85 millones de dólares en dicha compañía, solo logró mayor confusión porque no se entendía la razón por la cual el gobierno había reaccionado de manera diferente en los dos casos.

El 19 de septiembre se anunció un plan de rescate por 700 mil millones de dólares y las bolsas de todo el mundo subieron; pero el Congreso no lo aprobó sino hasta el 3 de octubre, lo cual provocó que cayeran otra vez y no sólo por la demora, sino porque, en el ínterin, el gobierno había demostrado falta de claridad con respecto a lo que quería hacer con el dinero. Al principio, el gobierno había dicho que utilizaría este fondo para comprar deuda tóxica de los bancos (en un rescate tipo Fobaproa), lo que les hubiera gustado a los bancos porque hubiera eliminado la tóxica deuda de sus portafolios. Pero, finalmente, lo que se hizo fue obligar a los nueve mayores bancos que aceptaran que el gobierno comprara 250 mil millones de dólares de sus acciones preferentes, con el objetivo de aumentar su liquidez para que pudieran ayudar a sus deudores a reestructurar pagos y seguir prestando dinero.

Sin embargo, el gobierno no condicionó el antemencionado rescate al cumplimiento de estas metas ni obligó a los demás bancos a participar en ello, de manera que se puede afirmar que la primera parte del plan de rescate no ha tenido éxito en frenar la ola de incumplimientos ni en reactivar el crédito bancario. El problema con estos bandazos es que han permitido que la crisis hipotecaria se convierta en crisis de liquidez e incluso en crisis de confianza, lo que impacta también a los sectores sanos de la economía y se expande al resto del mundo. Posteriormente, el gobierno ha rescatado a un par de otras empresas, pero, en cada caso, con una lógica totalmente diferente, por lo que aún no se entiende bien lo que está haciendo.

Por ejemplo, en el caso de la aseguradora AIG, el gobierno básicamente asumió control operacional de ella tras inyectarle más de cien mil millones de dólares. En cambio, en el rescate de Citigroup, la parte sana de la empresa en conjunción con el gobierno garantizaron los 306 mil millones de dólares de activos en riesgo, mediante un complejo plan que inyectó 20 mil millones en la compra de acciones preferentes, por encima de los 25 mil millones que se habían puesto a disposición de la empresa anteriormente. También se especula sobre la posible necesidad futura de ayudar a los otros

El 19 de septiembre se anunció un plan de rescate por 700 mil millones de dólares y las bolsas de todo el mundo subieron; pero el Congreso no lo aprobó sino hasta el 3 de octubre, lo cual provocó que cayeran otra vez

Lo que Barack Obama tiene que hacer para superar las causas de corto plazo de la crisis es gastar el dinero de ambos rescates. Con toda seguridad el equipo económico de Obama lo apoya en este sentido y le ayudará a gastarlo bien y de manera más consistente que Bush.

bancos de mayor tamaño, como Bank of America, con un rescate propuesto de 20 mil millones de dólares, y también a JPMorgan Chase y Wells Fargo, que están en problemas por haber adquirido hipotecarias y bancos de inversión que estaban al borde de la bancarrota.

Estos rescates bancarios están creando expectativas de ayuda gubernamental para empresas en riesgo en otros sectores no financieras de la economía. Las más notorias que se enfilan para pedir dinero son General Motors, Chrysler y Ford. En conjunto, estas empresas automotrices piden un préstamo de 25 mil millones de dólares para cubrir deudas que aseguran fueron causadas por la sequía de crédito. Los diputados estadounidenses votaron a favor de un paquete de ayuda de 14 mil millones para ellas, pero el Senado no lo secundó; de esta manera, la decisión se tomará este 2009, después de la toma de posesión del nuevo presidente Barack Obama. También, se deja a él gastar los 350 mil millones de dólares que sobraron del primer paquete de rescate, más los 825 mil millones autorizado desde fines de noviembre de 2008 del segundo paquete de rescate.

## REFLEXIÓN FINAL SOBRE LOS REMEDIOS PARA LA CRISIS

Lo que Barack Obama tiene que hacer para superar las causas de corto plazo de la crisis es gastar el dinero de ambos rescates. Aun cuando hay algunas voces que abogan por la reducción de impuestos en vez del aumento en el gasto gubernamental, como medidas para estimular la economía, hay suficiente consenso sobre la necesidad de meter el dinero de los paquetes de rescate lo más rápidamente posible a la economía. Con toda seguridad el equipo económico de Obama –principalmente Summers, Volkner, Geithner y Kirk– lo apoya en este sentido y le ayudará a gastarlo bien y de manera más consistente que Bush, quien ensayó diferentes soluciones para cada caso. Y el nuevo gobierno gozará del beneficio de la duda, por la gran legitimidad que tiene entre la población, lo cual debe facilitar la primera parte de la gestión de Obama. Esto es algo que Bush no tuvo, lo cual produjo que cayera muy pronto en una crisis de confianza.

A mediano plazo, es probable que el equipo económico de Obama encuentre la manera precisa de regular de nuevo el mercado de derivados que tuvo que ver directamente con la gestión de la crisis. El hecho de que algunos miembros del nuevo equipo económico son los mismos que, desde la administración de Clinton, transfirieron la gobernanza a altos funciona-



rios de los mercados financieros, los coloca ahora en la posición de saber mejor que otros cómo retomar las riendas del control efectivo. Es de esperarse que encuentren la manera de reglamentar los mercados financieros de tal manera que puedan evitar las prácticas ilícitas, pero sin comprometer su función de cubrir riesgos, incluso aprovechando las actividades especulativas que dan volumen al mercado.

A largo plazo, se tendrá que encontrar un nuevo motor que promueva el crecimiento de la economía. El consumidor se encuentra limitado por su alto grado de endeudamiento y por el bajo nivel a que ha caído el valor de sus activos. Por ello, la población ya no tiene aval suficiente para pedir nuevos créditos para el consumo; pero tampoco debería ser el objetivo del plan de rescate regresar al modelo de sobreconsumo y endeudamiento. Por ello, si bien parte del gasto gubernamental ya contemplado se orienta precisamente a reactivar el consumo, habría que limitar esa parte lo más posible para profundizar en su lugar en otro tipo de gasto gubernamental, contemplado en la segunda parte del plan de rescate, que se orienta a estimular la inversión productiva, sobre todo en nuevas tecnologías verdes, respecto de las cuales Obama ha centrado su interés durante toda su campaña, incluso mucho antes de que estallara la crisis.

Sin embargo, suponiendo que se crearan estas nuevas industrias verdes o nichos verdes dentro de industrias ya existentes, el éxito no estará completo sino hasta cuando el sector privado aumente las exportaciones de estos bienes. Además, en el plano internacional todo se empieza a complicar porque para exportar más se necesita que el dólar no esté tan sobrevaluado; y, para ello, el gobierno tendría que reducir su déficit fiscal y emitir menos deuda para compensarlo. También, supondría cambios importantes en la relación con Asia, sobre todo en lo que concierne a China, para lo que debe corregir el superávit comercial que mantiene con Estados Unidos y la subvaloración del yuan. Estados Unidos tendría que venderle más a los asiáticos, para equilibrar la cuenta de bienes y servicios, entre ellos en vez de seguir cubriendo su déficit con superávit en la cuenta de capitales.

Equilibrar la balanza de pagos con Asia supone una especie de renegociación de los términos en que se ha dado la relación comercial y financiera durante las últimas décadas. Supone, además, que estén dispuestos y que tengan capacidad para hacerlo. Pero más difícil aún es lograr una reestructuración de la economía internacional de esta envergadura sin haberlo planeado cuidadosamente, o cuando menos sin haberlo mencionado siquiera en el Plan de Recuperación y de Reinversión. Hace falta,

A largo plazo, se tendrá que encontrar un nuevo motor que promueva el crecimiento de la economía. El consumidor se encuentra limitado por su alto grado de endeudamiento y por el bajo nivel a que ha caído el valor de sus activos. Por ello, si bien parte del gasto gubernamental ya contemplado se orienta a reactivar el consumo, habría que limitar esa parte lo más posible para profundizar, en su lugar, la segunda parte del plan de rescate, que se orienta a estimular la inversión productiva.

más bien, desarrollar una estrategia concertada con esta región del mundo para reorientar su crecimiento hacia dentro, modificando el modelo de desarrollo hacia fuera. Esto será el remedio más difícil de lograr, pero es preciso hacerlo porque está intrínsecamente relacionado con la causa última de la crisis.