

La Crisis de Financiarización y su Impacto en México

Ignacio Perrotini Hernández*

Are markets so rational that manias -irrational by definition- cannot occur?

Charles P. Kindleberger, 1978:4.

These losses were made in a manner so reckless and so foolish that one would think a child who had lent money in the City of London would have lent it better.

Walter Bagehot, *Lombard Street*, 1873: 18.

I. Introducción

Un episodio más de irracional euforia especulativa –esta vez centrada en las hipotecas *subprime*- concluyó con el reciente estallido de la burbuja hipotecaria que estimuló la expansión de la economía estadounidense entre 2001 y el otoño de 2007. Las burbujas financieras son fenómenos típicos del capitalismo moderno (cf. Galbraith 1990; Kindleberger 1978; Minsky 1982), y su frecuencia y magnitud tienden a aumentar cuando los mercados financieros no están sujetos a regulación y cuando el sector financiero crece a mayor velocidad que la producción real y el empleo. Otros hechos estilizados que acompañan a las burbujas financieras son la expansión del crédito y la inflación de los activos.

Las hipotecas *subprime* representan casi 15 por ciento del mercado hipotecario de Estados Unidos. La orgía financiera que se tejió en torno de los activos *subprime* incrementó drásticamente el precio de las casas existentes: durante 1975-1995 los precios

* Ph.D. en Economía *Summa cum Laude*, New York University y Profesor de economía, División de Estudios de Posgrado, UNAM, México D.F. 04510. Agradezco a Matías Vernengo las iluminantes y numerosas conversaciones sobre el tema de este artículo.

reales de las casas en Estados Unidos aumentaron 10 por ciento (en promedio 0.5 por ciento anual), mientras que en el decenio 1995-2004 el incremento fue de 36 por ciento (3.6 por ciento en promedio anual)¹. La inflación de activos en el mercado inmobiliario estimuló un boom de crédito y de consumo que colapsó en junio de 2007 cuando los índices de morosidad (default) de los créditos hipotecarios subprime detonaron la crisis financiera internacional. Desde entonces, la crisis financiera *made in USA* se ha magnificado hasta configurar un típico ciclo *boom-bust*. La debacle financiera se ha propagado y ya ha contagiado a casi toda la economía mundial.

Los rasgos más generales de la crisis financiera internacional se corresponden con la anatomía de la secuencia “manías, pánicos y *crashes*” descrita por Kindleberger (1978:14-24): la hemorragia de crédito que alimentó la bonanza en el mercado hipotecario norteamericano —el objeto de la actual especulación— durante 2001-2007 condujo a la inestabilidad. La euforia del crédito especulativo alcanzó extremos en los que la “exuberancia irracional” perdió relación con el valor real de los activos que la originaron. Este fue el caso de los MBS (Mortgage Based Securities) y los CDOs (Collateralized Debt Obligations). La euforia irracional cesó con la implosión de la burbuja y ha cedido su lugar al pesimismo y a la incertidumbre, sentimientos que se manifiestan en (a) la desintermediación financiera (*credit crunch*), (b) el colapso de los principales mercados de valores en un 25% aproximadamente (las bolsas de valores de las economías emergentes perdieron en promedio más de 40% de su valor medido en dólares) y (c) en el incremento en 100 por ciento del *spread* o margen sobre la deuda soberana de las llamadas economías emergentes.

¹ En varias ciudades de California (Los Ángeles, Oakland, San Diego, San José, San Francisco y Sacramento) y en Boston los precios aumentaron aún más que el promedio nacional, entre 50 por ciento y 75 por ciento (Himmelberg et al. 2005).

La actividad económica global se ha estado desacelerando rápidamente desde que inició la llamada crisis de la subprime: el crecimiento del producto mundial ha disminuido de 5% en 2007 a un esperado 3.7% para 2008, y las proyecciones para 2009 son aún más magras (2.2%). Las economías desarrolladas son las que más contribuyen al estancamiento global. Por ejemplo, la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de Estados Unidos declinó de 2.8 por ciento en 2006 a 2.0 por ciento en 2007 y a 0.9 por ciento en el primer trimestre de 2008. Más aun, el *Bureau of Economic Analysis* (BEA) reportó un crecimiento negativo (-0.5 por ciento) para el tercer trimestre de 2008 (véase Tabla 1). La economía mexicana, a causa de sus estrechos vínculos con la economía estadounidense forjados por el Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (NAFTA por sus siglas en inglés), está siendo avasallada por el *mare magnum* de la orgía escenificada en *Wall Street*. Irónicamente, porque en los años noventa el gobierno mexicano sostuvo que gracias al NAFTA la economía mexicana sería invulnerable ante choques exógenos adversos.

La deprimida demanda global ha afectado negativamente los precios de las *commodities*: el precio promedio del barril de petróleo mexicano ha descendido 44% (de 71.13 dólares en 2007 a 40.2 dólares en 2008); la volatilidad en el mercado internacional de petróleo ha sido tan espectacular que, entre octubre y noviembre de 2008, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha tenido que revisar a la baja el precio base del barril de petróleo para 2009, de 100 a 68 dólares. Si bien la caída de los precios de las *commodities* (alimentos, metales y petróleo) contribuye a abatir las proyecciones de inflación en las economías avanzadas (en promedio de 3.6% a 1.4%) y en las subdesarrolladas (de 9.2% a 7,1%), en estas últimas implica también el riesgo de una recesión más severa (IMF 2008).

Las crisis del sistema capitalista son, además de fenómenos inherentes a la dinámica de la economía capitalista moderna, momentos de catarsis y metamorfosis (Marx 1967;

Schumpeter 1939). Y las “crisis de deuda no son diferentes” (Cámara y Vernengo, 2004: 2). El presente artículo analiza las características del ciclo *boom-bust* más reciente de la economía de Estados Unidos y su impacto en la economía mexicana. La segunda parte discute la naturaleza de la crisis financiera actual de los Estados Unidos y confronta algunos de los enfoques más importantes al respecto. La tercera parte analiza los efectos de corto y largo plazos de la crisis sobre la economía mexicana, así como la reacción del gobierno mexicano. La última sección resume y comenta algunas perspectivas para la economía mexicana. El mensaje esencial del artículo es que, al menos en el caso de México, la evidencia empírica y la respuesta de las autoridades monetario-financieras permiten concluir que esta crisis no servirá como un momento histórico de catarsis y metamorfosis. La fe del gobierno en el mantra del *laissez-faire* parece ser mayor que la conciencia que se tiene del impacto de la crisis financiera global en la economía nacional.

II. Naturaleza de la Crisis Financiera de Estados Unidos

En su conferencia del 28 de noviembre, el *Business Cycle Dating Committee of the National Bureau of Economic Research* (NBER), organismo encargado de establecer la cronología de los ciclos de la economía de Estados Unidos, anunció que el pico de la expansión económica iniciada en noviembre 2001 se alcanzó en diciembre de 2007. Por lo tanto, técnicamente Estados Unidos está experimentando una recesión desde entonces².

Así, desde fines de 2007 todos los componentes de la demanda agregada han disminuido induciendo a la economía hacia la contracción. A causa del aumento en el desempleo, el racionamiento de crédito provocado por el *credit crunch* y el deterioro del

² La recesión, de acuerdo con el NBER, consiste en un descenso significativo en la actividad económica general (producción, empleo, ingreso real, etc.) cuya duración se extiende dos trimestres o más.

ingreso de los hogares debido a la pérdida de riqueza asociada a la crisis inmobiliaria, en mayo de 2008 el índice de confianza de los consumidores (elaborado por la Universidad de Michigan) registró su nivel más bajo desde 1980. Y el gasto real en consumo ha descendido hasta registrar una tasa de crecimiento negativa en el tercer trimestre de 2008 (véase Tabla 1). La inversión bruta también se ha desacelerado en forma dramática desde que las tasas de interés comenzaron a subir en 2004; el peso de la deuda de los hogares aumentó a un valor máximo en 2006 y el ciclo económico alcanzó el punto de inflexión en diciembre de 2007. La tendencia de la economía norteamericana hacia el estancamiento productivo durante 2006-2008 se ha acompañado de una fuerte desaceleración de las importaciones (véase Tabla 1), lo cual también se explica por la necesidad de reducir el cuantioso déficit en cuenta corriente (casi 5 por ciento del PIB).

La debacle financiera de Estados Unidos ha suscitado un ardiente debate acerca de las causas y consecuencias de la crisis. Existen fundamentalmente dos visiones del fenómeno, la ortodoxa y la heterodoxa.

Tabla 1. Indicadores Macroeconómicos de Estados Unidos 2001-2008 (tercer trimestre).

Tasas de Crecimiento con relación al Periodo Anterior.

Año	PIB	Consumo	Inversión Bruta Privada Nacional			Exportaciones	Importaciones
			Fija	No Residencial	Residencial		
2001	0.8	2.5	-3.0	-4.2	0.4	-5.4	-2.7
2002	1.6	2.7	-5.2	-9.2	4.8	-2.3	3.4
2003	2.5	2.8	3.4	1.0	8.4	1.3	4.1
2004	3.6	3.6	7.3	5.8	10.0	9.7	11.3
2005	2.9	3.0	6.8	7.2	6.3	7.0	5.9
2006	2.8	3.0	1.9	7.5	-7.1	9.1	6.0
2007	2.0	2.8	-3.1	4.9	-17.9	8.4	2.2
2008:1	0.9	0.9	-5.6	2.4	-25.1	5.1	-0.8
2008:2	2.8	1.2	-1.7	2.5	-13.3	12.3	-7.3
2008:3	-0.5	-3.7	-5.6	-1.5	-17.6	3.4	-3.2

Fuente: National Income and Product Accounts, table 1.1.1.

II.1. Visión Ortodoxa

Himmelberg et al. (2005:68) analizan la dinámica de los precios de las casas y de la tierra, la razón precio/renta y la razón precio/ingreso de los hogares y afirman que “hasta finales de 2004, nuestro análisis revelaba poca evidencia de una burbuja inmobiliaria”. Su análisis empírico “no revela grandes incrementos en exceso con respecto a los fundamentales”, puesto que la inflación de los precios inmobiliarios se sustenta en “factores económicos básicos como bajas tasas de interés reales de largo plazo, elevado crecimiento del ingreso y niveles de precios inmobiliarios que habían disminuido a niveles inusualmente bajos en la mitad de la década de los años 1990s”. Con base en el cálculo de la razón entre la renta imputada de la vivienda (el costo del usuario multiplicado por el nivel de precios de las casas) y la renta vigente en el mercado, Himmelberg et al. (2005:85) concluyen que “el reciente incremento en los precios de las casas parece estar determinado principalmente por cambios económicos fundamentales”. Por lo tanto, en esta visión neoclásica la burbuja inmobiliaria de la subprime no era insostenible: una disminución repentina de precios es posible sólo si los factores fundamentales cambian.

Borio (2008) y Ellis (2008) atribuyen el ciclo *boom-bust* a un notable incremento en la toma de riesgo. Sin embargo, sus diagnósticos discrepan en un aspecto importante. Borio (2008:1) observa que la crisis de la subprime en los Estados Unidos es sólo el detonante de la turbulencia que se ha propagado en el sistema financiero global. El hecho de que la subprime sea el epicentro de la crisis y que los “elementos idiosincrásicos” estén presentes, representa sólo “síntomas de causas comunes más fundamentales”; el *credit crunch* es el síntoma de un problema más complejo de calidad de activos. La dinámica de la turbulencia financiera actual debe caracterizarse como un drástico “repricing” del riesgo crediticio que, si bien tuvo su epicentro en el mercado de la subprime, se propagó más ampliamente a

través de los elementos idiosincrásicos de la innovación financiera, i.e., vía los productos estructurados de crédito (*credit structured products*) y el modelo de intermediación financiera (*Originate-and-distribute*, O&D). Dados estos elementos de la innovación financiera y el alto grado de apalancamiento facilitado por la desregulación financiera, los bancos participaron activamente en los mercados de títulos de la subprime, así como en el mercado de *Asset-Backed Securities* (ABS) y, más importante aún, suministraron líneas de crédito de apoyo a los *Special Purpose Vehicles* (SPVs) y a los *conduits*³. De ahí que al concretarse el ciclo boom-bust los bancos hayan quedado expuestos a una formidable presión de liquidez (la Tabla 2 muestra que las pérdidas de los bancos en los títulos subprime asciende a más de 709 mil millones de dólares). Borio (2008:9) plantea que el “repricing” del riesgo crediticio condujo a la evaporación de la liquidez en varios mercados. Así, la turbulencia es el resultado de la combinación de desequilibrios en las hojas de balance financiero provocados por conductas agresivas de toma de riesgo excesivo, acelerada inflación en los precios de los activos, expansión de crédito y tasas de interés extremadamente bajas.

Esto es cierto, pero Borio omite algo aún más importante; omite el hecho de que el “repricing” propició un efecto más devastador para el sistema financiero: la desaparición del *price discovery*, lo que significa una drástica refutación a la hipótesis de eficiencia de los mercados, hipótesis que es la piedra angular del modelo de liberalización financiera y de la racionalidad de los mercados desregulados. La expansión del mercado de créditos sindicados a través del modelo O&D y la financiarización de la economía se basaron en el

³ Los SPVs son entidades de propósito especial que adquieren activos utilizando recursos captados a través de la emisión de títulos de deuda; la emisión de títulos es respaldada por los activos dentro del SPV, y en ocasiones también por garantías parciales otorgadas por el originador y/o una aseguradora financiera. Los conduits son compañías de inversión que se financian con la emisión de títulos de deuda de corto plazo y compran activos bursatilizados; son patrocinados por bancos que les suministran créditos de garantía del 100 por ciento del activo subyacente.

supuesto de la eficiencia de los mercados. La desaparición del *price discovery* tuvo como consecuencia la parálisis tanto del sistema financiero cuanto de la capacidad del Tesoro y de la Fed para intervenir y realizar un rescate (*bailout*) efectivo. Es importante enfatizar que al inducir una espiral especulativa de riesgos, el supuesto de mercados eficientes simplemente produjo fragilidad financiera, estructuras Ponzi.

Tabla 2. Pérdidas Subprime desde Enero 2007, Bancos, Aseguradoras y GSE.

Banco	Créditos perdidos y eliminados (billones de dólares)	Compañía Aseguradora	Créditos perdidos y eliminados (billones de dólares)
Wachovia	96.5	AIG	60.9
Citigroup	65.7	Ambac	10.6
Merrill Lynch	55.9	Metlife	7.2
UBS	48.6	Hartford Financial	6.9
Washington Mutual	45.6	Prudential Financial	4.4
HSBC	33.1	Allstate Corp	4.4
Bank of America	27.4	MBIA	4.3
National City	26.2	Allianz	4.1
JPMorganChase	20.5	Swiss Re	4.0
Wells Fargo	17.7	Lincoln National	3.6
MorganStanley	15.7	Total Mundial	142.4
Royal Bank of Scotland	15.2	Pérdidas Subprime GSE (Compañía)	
Lehman Brothers	13.8	Freddie Mac	58.4
Credit Suisse	13.3	Fannie Mae	56
Total Mundial	709.4	Total	114.4

Fuente: *Bloomberg.com, Financial Times.*

Ellis (2008), a su vez, considera que la turbulencia en el mercado inmobiliario de Estados Unidos se debe al débil marco institucional (legal, tributario y de regulación financiera) que facilitó el exceso de oferta o sobreproducción de casas, la expansión del

crédito y el apalancamiento (*leverage*) hipotecario con estándares de riesgo idiosincrásico superiores al normal. Ellis (2008) compara el boom de la subprime en Estados Unidos con el boom inmobiliario en Australia, Canadá, España, Irlanda y en el Reino Unido; encuentra que sólo en el caso de Estados Unidos la vulnerabilidad fue el resultado de (a) la sobreproducción especulativa de viviendas, (b) fallas institucionales en los mercados financieros hipotecarios (en la evaluación y administración del riesgo y del colateral y en la asignación del crédito) y (c) incrementos en las tasas de default durante la fase de bonanza o boom, es decir, antes del momento de inflexión del ciclo económico. Ellis sugiere que las implicaciones de política de la actual crisis son dos: (1) la necesidad de regular el crédito inmobiliario en los países que tienen industrias de la construcción flexibles (particularmente Estados Unidos) y que por ello son proclives a generar una sobreoferta de vivienda y (2) la regulación prudencial de la deuda de los consumidores en países donde el sistema tributario y el marco institucional incentivan la contratación excesiva de crédito. En suma, la discrepancia entre Borio y Ellis estriba en que aquél sostiene que la subprime fue el epicentro casual o fortuito, pero que el detonador de la turbulencia pudo haberse originado en cualquiera de los países cuyos sistemas financieros participaron en la burbuja especulativa. Ellis, por el contrario, afirma que la cuestión de que la turbulencia se haya originado en el mercado norteamericano de la subprime se debe a que en este país se desarrollaron las condiciones específicas (fallas institucionales) que detonaron la crisis. No obstante, Borio y Ellis coinciden en la solución de la crisis; aquí la discrepancia es semántica: Ellis enfatiza la regulación prudencial y Borio la transparencia de los sistemas de administración del riesgo, los acuerdos de Basilea II y refinamiento de los marcos de política monetaria.

El IMF (2008) a su vez explica el origen y la propagación de la crisis de un modo similar a Borio y Ellis: la causa es la expansión del crédito irresponsable y la innovación financiera, mientras que el contagio se extiende más allá del mercado de la subprime, abarcando los títulos de las hipotecas prime de los mercados residenciales y comerciales, las tarjetas de crédito y los mercados de crédito corporativo de baja y alta calidad. Las iniciativas para “resolver” la crisis también son similares a las comentadas líneas arriba, aunque el IMF contempla la estandarización de algunos productos estructurados de crédito, reformas en los sistemas de *rating*, transparencia en el modelo O&D, “supuestos más realistas acerca de la liquidez de títulos estructurados complejos”, etc.

Finalmente, Martin Wolff, del *Financial Times*, concibe la crisis como el resultado de las transferencias de flujos de capital de China, India y el Sureste Asiático hacia los Estados Unidos y, posteriormente, de corporaciones norteamericanas hacia los mercados financieros internacionales. Es claro que en efecto ha habido esas transferencias, incluso también Rusia y los países exportadores de petróleo han contribuido a ello. Sin embargo, la hipótesis del *Financial Times* no explica la causa de estas transferencias.

II.2. Visión Heterodoxa

El enfoque heterodoxo rechaza la hipótesis neoclásica de eficiencia de los mercados financieros y postula la inestabilidad intrínseca del sistema financiero capitalista (Davidson 2008a, 2008b; Foster 2007; Lapavitsas 2007; Mah-Hui Lim 2008; Minsky 1982; Palley 2007).

Al analizar la crisis actual, esta visión enfatiza el patrón típico de las burbujas especulativas (Davis 1995; Kindleberger 1978; Minsky 1982) conformado por: (1) la oferta de un “nuevo” instrumento financiero (las obligaciones de deuda colateralizada, CDOs, es

decir, la financiarización de los créditos hipotecarios que mezclan papeles con diversos grados de riesgo, entre ellos títulos subprime); (2) la expansión del crédito con el fin de financiar la burbuja hipotecaria: la Fed redujo la tasa de interés de los fondos federales de 6 por ciento en enero de 2001 a 1 por ciento en junio de 2003. La plétora de crédito alimentó el mercado de la subprime, haciéndolo crecer casi 10 veces entre 2000 y 2005 (Landa 2007); (3) manías irracionales que incurren en estructuras financieras Ponzi debido al incremento especulativo de deuda: en el clímax del boom especulativo la deuda hipotecaria acumulada en diciembre 2005 ascendió a un total de 8.66 trillones de dólares, i.e. casi 70 por ciento del PIB de Estados Unidos (Foster 2006:7); (4) tensión en los mercados, propiciada en este caso porque el incremento en las tasas de interés en 2006 para contener la inflación desinfló los precios de las casas adquiridas con hipotecas subprime (Foster 2006); y (5) pánico, *crash* y preferencia por la liquidez: la quiebra de Bear Stearns en julio 2007 y, subsecuentemente, la de Northern Rock en Inglaterra y de otras instituciones en Estados Unidos, Alemania, Australia, etc., tenedoras de activos tóxicos, detonó la interrupción del crédito bancario y la imperiosa necesidad de abandonar el papel subprime a cambio de liquidez o bonos del Tesoro.

El periplo antes descrito configura un ciclo boom-bust impulsado por la financiarización del capital en virtud del cual el capital financiero predomina sobre el sector productivo, la distribución del ingreso se polariza en favor de los rentistas financieros a través de la política monetaria y la inflación de los precios de los activos. La financiarización del capital tiene el poder de inducir riesgos de deuda-deflación y estancamiento de la producción y el empleo (Palley 2007). Incluso el propio IMF (2006) llamó la atención sobre el riesgo de que el boom de los derivados y de los fondos *hedge* impusiera una recesión prolongada en Estados Unidos.

El estancamiento productivo se halla en la base de la financiarización, que a su vez es una reacción a la tendencia al estancamiento de las economías de capitalismo maduro (Foster 2007; Magdoff y Sweezy 1983): el estancamiento en el sector real y la inflación en el financiero son los dos aspectos de un mismo fenómeno: la preeminencia del sistema financiero sobre la producción y el mercado de trabajo. Por ejemplo, un cálculo con datos del *Economic Report of The President 2008* (Table B-91) revela que las ganancias del sector financiero como porcentaje de las ganancias totales se han incrementado de 17 por ciento en 1985 a 40 por ciento en 2005. Otro dato relevante que documenta la hegemonía del capital financiero sobre el sector real, es que la Ley Glass-Steagall, introducida en 1933 para impedir burbujas como la actual, fue repelida en 1999 por la Ley Gramm-Leach-Bliley. De este modo, la desregulación facilitó la espiral del apalancamiento (*leverage*) mediante la promoción de gigantes como Citigroup. La desregulación financiera global y la política monetaria deflacionaria también alentaron el *carry trade*⁴, fenómeno que contribuye a la inestabilidad financiera. Otra forma de ver el impacto negativo de la financiarización es su efecto regresivo en la distribución del ingreso: de acuerdo con la Federal Reserve, la parte del ingreso personal disponible que en promedio se dedica a pagar el servicio de la deuda de los individuos aumentó de 15.6 por ciento en 1983 a 19.3 en junio de 2007.

La deficiencia de demanda efectiva asociada al creciente desempleo estructural y a la restricción fiscal, que a su vez deriva de los requerimientos de la integración monetaria (en la zona del Euro, cf. Semmler et al. 2004), de la dolarización y del Consenso de Washington en América Latina (cf. Câmara y Vernengo. 2004), no es sino otra expresión,

⁴ El *carry trade* es un proceso que consiste en tomar créditos en una moneda con una tasa de interés baja e invertir esos créditos en otra moneda con tasa de interés más alta.

por el lado de la demanda, de la tendencia dual estancamiento-financiarización. El exceso de liquidez en poder del sector bancario internacional, resultante de la deflación internacional, la liberalización financiera global y la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales, constituye un riesgo para la estabilidad del sistema. En particular, dado este contexto tan complejo, la crisis parece hundir sus raíces en la interacción entre al menos tres variables: la transferencia global de fondos líquidos procedentes de los países con superávit financiero, la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y la macrodinámica de la economía de Estados Unidos caracterizada por una doble tendencia hacia el estancamiento y la financiarización del capital y de la actividad económica. La economía de Estados Unidos representa el 25 por ciento del PIB mundial y su posición financiera (inversión) neta con el resto del mundo es deficitaria en un orden de magnitud de casi 20 por ciento (véase Tabla 3). De ahí la naturaleza global de la actual crisis financiera. De ahí también la necesidad de un nuevo marco de regulación de los mercados financieros, en particular de los derivados, a fin de evitar la inestabilidad sistémica recurrente.

Tabla 3. Posición de Inversión Neta Internacional de los Estados Unidos, 1985-2007

Año	Miles de millones de dólares
1985	67.1
1990	-223.4
1995	-422.9
2000	-1,330.6
2005	-1,925.1
2006	-2,225.8
2007p	-2,441.8

Fuente: U.S. Economic Accounts. International Economic Accounts

III. Impacto Sobre la Economía Mexicana

El impacto inicial de la crisis de financiarización sobre las economías emergentes fue menor que en las economías más desarrolladas. Por ejemplo, la prima de riesgo de la deuda soberana de las naciones en desarrollo al principio aumentó menos que la prima de la deuda de los emisores corporativos de Estados Unidos. Acaso por ello el gobierno mexicano inicialmente no percibía sino un “efecto marginal” de la crisis norteamericana. A continuación, discutiremos la visión del Banco de México (BM) y los efectos de corto y largo plazo de la crisis sobre la economía nacional.

III.1. La Crisis Según el Banco de México

En general, dos son las vías de contagio de la crisis financiera: la economía financiera y la economía real. El contagio por vía financiera ocurriría si las instituciones financieras que operan en México tomaran pérdidas por haber comprado papel en hipotecas subprime.

La exposición de los bancos que operan en México al riesgo del mercado subprime “ha sido prácticamente nula” (BM 2008:34), amén de que estos bancos tienen amplios márgenes de tasas de interés en los créditos que otorgan. Otra ventaja, según BM, es que varios bancos “están controlados por grupos financieros internacionales” (ibid.). La tasa de interés implícita en dólares en los swaps peso/dólar a 24 horas que la banca mexicana emplea como proxy para contratar financiamiento en dólares ha sufrido algunas perturbaciones, el BM considera que el contagio financiero no ha sido importante. Aunque el *spread* de los bonos corporativos latinoamericanos ha aumentado y por ello la emisión de deuda de las empresas ha disminuido.

Por otra parte, aunque las expectativas de inflación están presionando al alza a los bonos de largo plazo el BM considera que la volatilidad de las tasas de interés es menor que la observada en los Estados Unidos. El BM (2008:37-40) sintetiza el impacto de la crisis de la subprime durante 2007 en los siguientes puntos:

1. el PIB y los componentes internos y externos de la demanda agregada se desaceleraron con respecto al año anterior al inicio de la crisis de la subprime.
2. el consumo siguió siendo el principal elemento del PIB real, aunque sufrió una disminución, mientras la inversión pública y privada se incrementó más que el PIB gracias a los ingresos mayores de la exportación de petróleo.
3. el gasto público también creció más que en 2006, alentado por la bonanza petrolera.
4. debido a la desaceleración del crecimiento de la economía de Estados Unidos, las exportaciones no petroleras crecieron menos que en 2006.
5. las exportaciones de petróleo se elevaron hasta un nivel sin precedente gracias a los precios favorables de la mezcla mexicana. No obstante, la balanza petrolera fue deficitaria.
6. el ingreso de dólares por concepto de remesas disminuyó notablemente sobre todo debido a la crisis en la industria de la construcción de Estados Unidos.
7. la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 0.6 por ciento del PIB.
8. Pero las perspectivas para México, según el BM, son halagüeñas porque en enero-marzo de 2008 el PIB presentó un crecimiento moderado de 2.6 por ciento, la cuenta de capitales registró un superávit de 9 mil millones de dólares, el financiamiento externo a Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo continúa y la reserva internacional neta del BM aumentó 6.1 mil millones de dólares.

III.2. El Corto Plazo

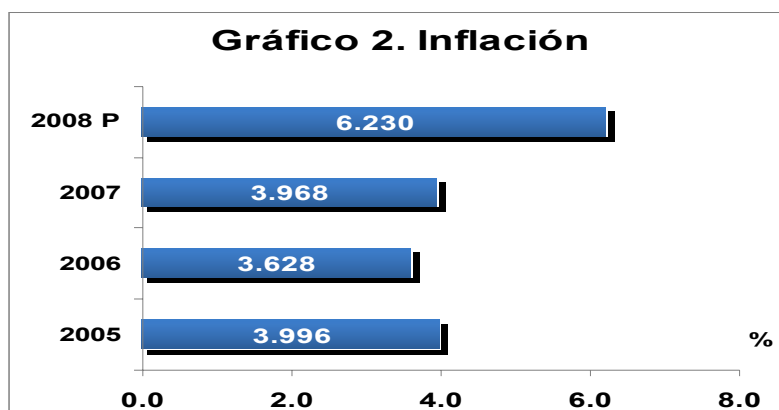
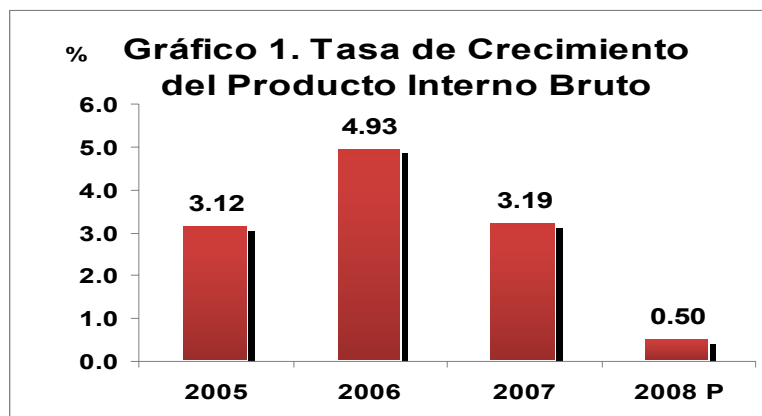
El diagnóstico del impacto de la crisis de financiarización que realizó Guillermo Ortiz, gobernador del BM, concluyó que “de ninguna manera habrá una debacle económica en el

país”. Los datos no parecen ratificar su juicio. La crisis se ha transmitido a través de los canales reales y financieros. Un recuento de los efectos de corto plazo puede presentarse así:

1. La tasa de crecimiento del PIB pasará de 3.19 por ciento en 2007 a 0.5 por ciento en 2008, lo que significa que la recesión tiende a prolongarse (véase gráfico 1).
2. las exportaciones crecieron un magro 5.6 por ciento; las exportaciones manufactureras decrecieron 3.8 por ciento en agosto 2008 (en agosto 2007 habían crecido 9.6%) y las exportaciones automotrices se redujeron 13 por ciento entre agosto 2007 y agosto 2008.
3. el tipo de cambio del peso sufrió una corrida, el BM intervino en los mercados cambiarios inyectando dólares; en octubre el BM perdió 11,600 millones de dólares en reservas sin impedir que la moneda se devaluara. La inestabilidad monetaria ha continuado y ahora el tipo de cambio spot es 13.51 pesos por dólar, lo cual implica una devaluación acumulada de 37% con respecto a la paridad de agosto. Dado que el efecto de traspaso del tipo de cambio al nivel de precios (*pass-through*) es significativo, la tasa de inflación para 2008 será dos veces (6.1%) el objetivo del BM (véase gráfico 2).
4. la tasa de desempleo aumentó a 4.25 por ciento, la cifra más alta desde 2005 (véase gráfico 3). Por esta razón, 700 mil familias han dejado de pagar sus deudas (tarjetas de crédito, créditos automotrices, hipotecas) a los bancos, de manera que la cartera vencida de la banca comercial aumentó 50 por ciento en los últimos 12 meses.
5. el precio de la mezcla mexicana de petróleo se cotizaba en 109.47 dólares por barril en agosto pasado, y actualmente ha caído por debajo de 40 dólares. Esto es importante porque el gobierno mexicano obtiene el 35 por ciento de sus ingresos fiscales a través del petróleo.
6. el contagio monetario-financiero se transmitió a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), que perdió 25 por ciento de su valor en pocos días. La empresa Comercial Mexicana perdió 94% de su valor de capitalización en la BMV, razón por la que suspendió sus acciones y ha entrado en concurso mercantil, i.e., suspensión de pagos afectando así a su acreedor el banco Banorte y a sus proveedores de la

televisión. La empresa productora de papel más importante de México, Corporación Durango, también recurrió a la Ley de Quiebras por no poder pagar su deuda de 520 millones de dólares; otras empresas de la industria de la construcción y la fundición de hierro, empresas mineras e inmobiliarias y la líder del cemento CEMEX (tercer productor de cemento en el mundo) han visto cómo se desploman sus acciones bursátiles bajo el peso de su deuda dolarizada. CEMEX despedirá al 10% de sus 64 mil trabajadores.

7. las remesas de dólares enviadas por los emigrantes entre enero y agosto de 2008 descendieron 4.2 por ciento con relación a 2007. Además, el número de mexicanos que emigraron a los Estados Unidos y que están retornando a México ha aumentado desde 2007. Muchos de estos trabajadores han perdido su empleo como consecuencia de la crisis y al regresar al país aumentará la tasa de desempleo (véase gráfica 4).



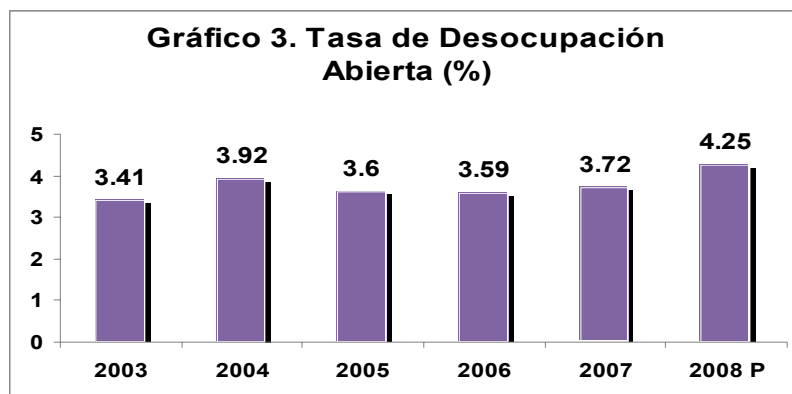
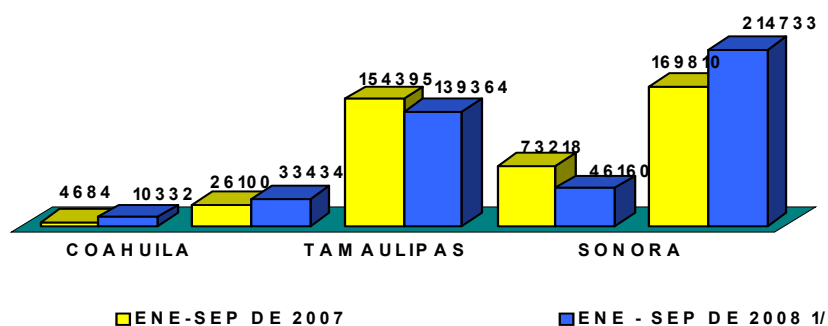


Gráfico 4. Eventos de Repatriación de Mexicanos desde Estados Unidos en Forma Ordenada y Segura Enero - Septiembre 2007 - 2008

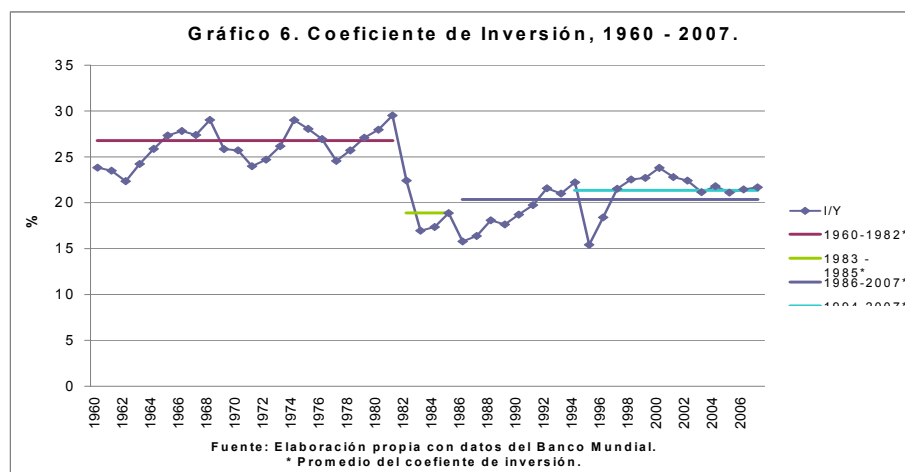
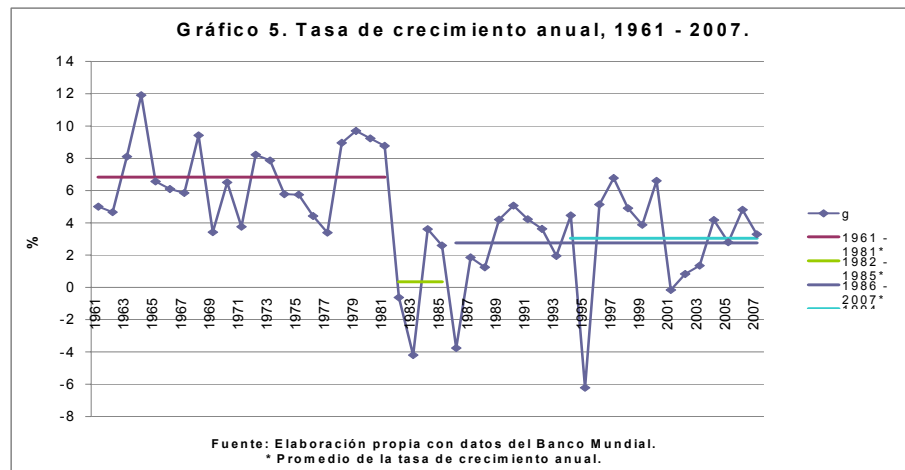


III.3. El Largo Plazo

Si se considera que la deuda acumulada en la burbuja hipotecaria equivale más o menos al 70% del PIB de Estados Unidos, es imposible creer que la economía mexicana no experimentará una profunda recesión como consecuencia del ciclo boom-bust que ya ha conducido a la economía norteamericana a una recesión cuya magnitud aun ignoramos.

El impacto de largo plazo ya ha iniciado con el cierre total o parcial de empresas grandes, medianas y pequeñas, el despido masivo de trabajadores, la pérdida de remesas por la repatriación definitiva de muchos emigrantes, el colapso de la renta petrolera, el

racionamiento de crédito al consumo porque 700 mil hogares no podrán liquidar sus tarjetas de crédito, cuya circulación los bancos la aumentaron de 15 millones a 26 millones entre 2005 y 2008 con la misma ineficiencia con que los bancos de inversión e hipotecarias alimentaron la burbuja de la subprime. La deuda externa de los bancos ha disminuido notablemente (53%) desde la crisis de 1995 y sus índices de capitalización han aumentado en línea con Basilea II. Pero dado que no es previsible que el gobierno modifique el marco de regulación financiera, los bancos no contribuirán con crédito a la recuperación de la economía; más bien habría que esperar que obstruyan la recuperación productiva mediante racionamiento de crédito, transferencia del ahorro de nacionales a sus matrices (como ya lo hizo Banamex filial de Citigroup), elevadas comisiones por sus servicios, altas tasas de interés y uso de los depósitos del público para adquirir bonos del gobierno. Más aún, dado que en la práctica el gobierno ha cancelado la banca de desarrollo la intermediación del ahorro nacional y la inversión ha quedado en manos extranjeras gracias a la liberalización financiera. Por ello, si no ocurre un cambio sustancial de política económica, puede pronosticarse que la economía mexicana continuará por la senda de estancamiento que ha transitado desde la crisis de deuda externa (véase gráfico 5), caracterizado también por un patrón de coeficientes de inversión deprimidos (véase gráfico 6).



El gobierno mexicano afirma que no habrá contagio mediante los vehículos financieros. Además de que esta hipótesis debe tomarse *cum granu salis*, existen suficientes mecanismos de transmisión en el sector real como para esperar un escenario de estandeflación prolongado: por el lado del sector externo, la economía norteamericana está reduciendo sus importaciones (véase Tabla 1) y necesita incrementar el ahorro y disminuir el consumo. El anuncio del presidente electo Obama de revisar el NAFTA es una

premonición en esa dirección. Por otra parte, las fuentes de ingresos externos como petróleo (17 mil millones de dólares en 2007), maquiladoras (antes brindaba un saldo positivo neto de 25 mil millones de dólares), remesas (en la época óptima suministraban 24 mil millones de dólares, y en los primeros meses de 2008 habían caído entre el 12% y el 15%), turismo (generaba ingresos netos por 4,500 millones de dólares), crédito externo, inversión extranjera directa, etc. están entrando en una fase depresiva. Por último en este punto, el modelo exportador nunca generó el efecto Stolper-Samuelson que prometió la liberalización comercial: en el mejor de los casos (durante 1995-2000) las exportaciones sólo generaron el 10.55% del empleo y el mercado interno el 85.98%.

Por otra parte, es necesario enfatizar que la economía mexicana no está exenta de contagio financiero: la deuda externa privada representa el 70% de la deuda total y, sumando los Pidiregas (Proyectos de Inversión con Impacto Diferido en el Gasto Público), asciende a 100 mil millones de dólares. A lo que habría que sumar las obligaciones contingentes correspondientes a las operaciones en los mercados de derivados; y todavía hay que incluir las tenencias de papel nacional (24.5 a 154.4 miles de millones de dólares, los ADRs representan 66%) que los mercados de valores extranjeros adquirieron desde la crisis del efecto Tequila (1995) hasta el presente. Es decir, la deuda corporativa privada (acciones, bonos, créditos) asciende a más de 100 mil millones de dólares. El contagio financiero es un peligro real, particularmente porque el plan anti-crisis del gobierno no elimina la volatilidad del tipo de cambio ni la posibilidad de que las reservas del BM se extingan con futuros ataques al tipo de cambio.

IV. Perspectivas

México se embarcó en la liberalización económica con la esperanza de que el NAFTA, las políticas de *laissez-faire*, el Consenso de Washington (WC) y la política monetaria de inflación objetivo facilitarían el tránsito hacia el desarrollo sostenido que se perdió con la crisis de deuda externa en 1982. Los sucesivos gobiernos mexicanos aplicaron religiosamente el canon del WC.

Irónicamente, la economía nacional se encuentra al borde de una profunda recesión a pesar haber practicado la disciplina fiscal y monetaria, a pesar de tener “fundamentales” supuestamente sólidos. Es evidente que el NAFTA y el WC están muertos. La dimensión de la recesión inducida por la crisis de financiarización es espectacular. Mientras el gobierno de Estados Unidos ya instrumenta un programa intervencionista monumental para defender a sus consorcios financieros y productivos, el gobierno mexicano sólo ha puesto en marcha un plan improvisado e insuficiente que se limitó a defender al tipo de cambio sin conseguir evitar la devaluación monetaria, y en el intento el BM perdió casi el 10% de sus reservas. Es necesario poner en marcha un plan anti-recesión que restaure las cadenas productivas, incentive el mercado interno y mejore la distribución del ingreso con base en políticas monetarias y fiscales activas similares a las que México practicó durante el periodo de Desarrollo Estabilizador (1950s-1960s). La crisis de estancamiento y financiarización global valida el apotegma de Celso Furtado: “Não resta dúvida de que o ciclo histórico que se abre será marcado pela emergência de uma nova concepção de política” (Furtado 1999:10).

Referencias

- Banco de México. 2008. *Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007*. México D.F.
- Borio, C. 2008. "The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations." *BIS Working Paper* No. 251. Disponible en www.bis.org.
- Câmara Neto, A. F. y M. Vernengo. 2004. "Fiscal Policy and the Washington Consensus: A Post Keynesian Perspective", *Working Paper* No. 2004-09, University of Utah, Department of Economics.
- Davidson, P. 2008a. "Securitization, Liquidity and Market Failure." *Challenge*, mayo-junio.
- Davidson, P. 2008b. "Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment? Or is it the result of attempting to securitize illiquid **noncommercial** mortgage loans?" *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, No. 4, Verano, pp. 669-676.
- Davis, E. P. 1995. *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*. Oxford. Oxford University Press.
- Ellis, L. 2008. "The housing meltdown: Why did it happen in the United States?" *BIS Working Paper* No. 259. Disponible en www.bis.org.
- Foster, J. B. 2006. "The Household Debt Bubble". *Monthly Review* 58, No. 1, mayo, pp.1-11.
- Foster, J. B. 2007. "Financialization of Capitalism." *Monthly Review* 58, No. 11 abril, pp. 8-10.
- Furtado, C. 1999. *O Longo Amanhecer: Reflexões Sobre a Formação do Brasil*, Rio de Janeiro.
- Galbraith, J. K. 1990. *A Short History of Financial Euphoria*, New York, Whittle Books.
- Himmelberg, C., C. Mayer y T. Sinai. 2005. "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions". *Journal of Economic Perspectives* Vol. 19, No. 4, Fall, pp. 67-92.
- IMF. 2006. *Global Financial Stability Report*. Washington D.C. Septiembre.
- IMF. 2008. *Global Financial Stability Report*. Washington D.C. Abril.
- IMF. 2008. *World Economic Outlook*. Washington D.C. Noviembre.
- Kindleberger, C. P. 1978. *Manias, Panics and Crashes*, New York, Basic Books.
- Landa, J. 2007. "Deconstructing the credit bubble". Matterhorn Capital Management **Investor** Update. Disponible en <http://www.matterhorncap>.
- Lapavistas, C. 2007. "The credit crunch." *International Socialism* No. 17. Diciembre.
- Mah-Hui Lim, M. 2008. "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis –Causes and Consequences." *Working Paper* No. 532. The Jerome Levy Institute of Bard College. Abril.
- Magdoff, H. y P. M. Sweezy. 1983. "Production and Finance." *Monthly Review* 35, No. 1, mayo, pp. 11-12.
- Marx, K. 1967 [1863]. *Capital: A Critical Analysis of Capitalist Production*, vol. 1. New York, International Publishers.
- Minsky, H. P. 1982. *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- Palley, T. I. 2007. "Financialization: What it is and Why it Matters" PERI Working Papers No. 153. Amherst, MA. Noviembre.

- Schumpeter, J. A. 1939. *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Philadelphia, Porcupine Press.
- Semmler, W., A. Greiner, W. Zhang, 2004. *Monetary and Fiscal Policies in the Euro-Area*. Amsterdam. Elsevier.