Índice

Introducción **1**
Una lectura multidis¬ciplinaria de la Gran Recesión (2007-2012)
Roberto J. Santillán-Salgado

Una primera aproximación a la Gran Recesión 4
Un recuento de la Gran Recesión 7
Coda: un balance de "cierre" 11

Capítulo 1
La Naturaleza de las Crisis Financieras **15**
Roberto J. Santillán-Salgado

Introducción 17
1. La fase crítica de la turbulencia en 2008 19
2. La Crisis de la Deuda Soberana en Europa 22
3. Revisión de algunas teorías y clasificaciones sobre las Crisis Financieras 27
3.1 Una caracterización de las crisis financieras 27
4. Las Crisis Bancarias 32

Capítulo 2
Crisis Financieras de fines del siglo XX **37**
Roberto J. Santillán-Salgado,
María de Lourdes Dieck Assad
Alejandro Fonseca Ramírez

Introducción 39
1. La crisis mexicana de 1994 (Crisis del Tequila) 42
2. La crisis del sudeste asiático 45
3. La crisis rusa 55
4. La crisis financiera de Brasil 57
5. La crisis de Argentina 65
6. Conclusión 71

Capítulo 3
La Crisis de las Hipo¬tecas de Baja Calidad en Estados Unidos **77**
Roberto J. Santillán-Salgado

Introducción 79
1. La burbuja de las acciones de la Nueva Economía como antecedente de la burbuja de los precios inmobiliarios 80

2. El papel de los cambios regulatorios en la Crisis Financiera 83
3. Una política monetaria excesivamente "laxa" 86
4. Las Hipotecas de Baja Calidad 87
5. El fenómeno de la titularización y su papel en la gestación de la Crisis Financiera 90
6. Los primeros síntomas de la Crisis en el Sector Hipotecario de Estados Unidos 97
7. El Programa TARP (*Troubled Assets Relief Program*) 106
8. Otras reacciones del Gobierno de Estados Unidos 108
9. A Manera de Conclusión 110

Anexo 1
Lista con algunos de los principales efectos negativos asociados con la Crisis Financiera de Estados Unidos durante el periodo 2007-2008 114

Capítulo 4
La Crisis de la Deuda Soberana en la Eurozona (2009-2012) 121
Roberto Santillán-Salgado
Alejandro Fonseca Ramírez
Francisco Ortiz Arango

Introducción 123
1. La Crisis de la Deuda Soberana en Grecia 124
2. El ingreso de Grecia a la Unión Europea y antecedentes de su endeuda¬miento público 126
3. El rescate de Grecia 127
4. Las políticas instrumentadas para impulsar la recuperación económica en Grecia y sus resultados 133
5. La Crisis Financiera en Irlanda 134
6. El crecimiento del "Tigre Céltico" entre 1995 y 2007 136
7. La Crisis Financiera y Bancaria 136
8. El rescate y la recuperación 139
9. Las políticas instrumentadas en Irlanda para impulsar la recuperación económica y sus resultados 140
10. La Crisis Financiera en Portugal y España 141
10.1 Antecedentes 141
10.2 La Crisis Financiera en Portugal 141
10.3 El rescate de Portugal 144
10.4 Las políticas instrumentadas en Portugal para impulsar la recuperación económica y sus resultados 144
10.5 La Crisis Financiera en España 146
10.6 El rescate de España 152
10.7 Las políticas instrumentadas en España para impulsar la recuperación económica y sus resultados 155
11. A manera de conclusión 157

Capítulo 5
Tendencias recientes de la crisis de la Eurozona y sus posibles impactos sobre las economías latinoamericanas **159**
Alejandra Cabello
Raúl Moncarz
Edgar Ortiz

Introducción 161
1. Magnitud de la crisis de la Eurozona 162
2. Canales de transmisión de la Crisis Europea a América Latina 175
3. A manera de conclusiones 181

Capítulo 6
El impacto de la crisis financiera global de 2008 en laseconomías latinoamericanas: El papel de los fundamentales económicos **183**
Alberto Ortiz Bolaños
Johana Maritsa Hernández Henao
Pedro Farid Quintanilla Dieck

1. Historia de las crisis financieras en América Latina 185
2. Calidad institucional y evolución de las principales variables macroeconómicas 188
3. Evolución de la ciclicidad de las políticas fiscal y monetaria desde 1960 198
4. América Latina: riesgos y retos 203
   4.1 Nueva estructura económica mundial 203
   4.2 Entradas de capital 204
5. Crisis en la zona euro y reversión de los flujos de capital 205
6. Normalización de la política monetaria en Estados Unidos 206

Capítulo 7
Las transformaciones del modelo económico en México desde la perspectiva de la política monetaria **209**
Everardo Elizondo

1. A manera de antecedentes 211
2. La macroeconomía de México: el choque y la recuperación 213
3. La respuesta de las políticas económicas: la fiscal expansiva y la monetaria laxa 215
4. La política cambiaria: flotación casi limpia 218
5. A manera de conclusión 223

Capítulo 8
Las transformaciones del modelo económico de México desde la perspectiva fiscal **227**
Abel Mauro Hibert Sánchez

Resumen 229
Introducción 229
1. Medidas de política fiscal en los países desarrollados 231
2. Efectividad de las medidas de política fiscal aplicadas en los países desarrollados 233
3. Política fiscal en México durante la Crisis Financiera de 2008 235
4. Medidas fiscales contracíclicas aplicadas por el gobierno mexicano 238
4.1 Medidas concretas anunciadas por el gobierno mexicano 239
4.2 Impacto en las variables fiscales 241
4.3 Impacto en el crecimiento económico y el empleo 244
5. Riesgos fiscales a mediano plazo 249
5.1 Gasto en pensiones 249
5.2 Gasto en subsidios 250
6. Conclusiones 251

Capítulo 9
¿Cómo afectaron la Crisis Financiera y sus secuelas al Sector Financiero de México? **253**
Abigail Rodríguez-Nava
Francisco Venegas-Martínez
Francisco López-Herrera

Resumen 255
1. Introducción 255
2. Las funciones del Banco Central 258
3. Instrumentos derivados 263
4. Cartera de crédito vencida y regulación bancaria 266
5. Conclusiones 274

Capítulo 10
¿Cómo afectaron la crisis financiera y sus secuelas al sector real de México? **275**
Humberto Valencia Herrera
Igor Patricio Rivera González

1. La Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad tuvo un efecto moderado en México 277
2. La desaceleración económica 277

3. Agosto de 2008-marzo de 2009: se agudiza la crisis 278
4. La recuperación internacional 282
5. La recuperación de México 282
6. Las Lecciones de la Crisis Financiera y sus secuelas 283
7. Conclusiones 296

Capítulo 11
Concentración de la propiedad y desempeño empresarial en tiem¬pos de crisis: el caso mexicano 297
Karen Watkins Fassler

1. Introducción 299
2. Marco Conceptual 300
   2.1 Información asimétrica y problema de agencias 300
   2.2 Concentración de la propiedad y desempeño empresarial en tiempos normales y de crisis financieras 301
3. Resultados 302
4. Conclusiones 310

Capítulo 12
La respuesta de las empresas exitosas ante la Gran Recesión 313
Roberto J. Santillán-Salgado
Rafael Fernando Torres Sánchez

Introducción 315
1. El nuevo rol del CFO 315
2. El Nuevo Rol del Tesorero 320
3. El nuevo rol del Director de Compras 322
4. El nuevo rol del Director de Recursos Humanos 324
5. Resumen 329
6. México como destino de inversión 329
7. Es tiempo de actuar 341

Capítulo 13
Los avances en la disciplina de Administración de Riesgos: una Lectura Retrospectiva de la Gran Recesión 343
Jorge Arturo Martínez González

1. Introducción 345
2. Lecciones de la Crisis Financiera de 2008 y cómo se ha adecuado la indus¬tria al aprendizaje 346
   2.1 Los inicios de la crisis 346
   2.2 Algunas de las principales razones de la crisis 346

2.3 Características de las firmas que sobrevivieron 348
2.4 Un post mórtem de riesgos en tres partes: Subprime, Derivados en Mé¬xico y LTCM 349
3. Cambios en la regulación y la nueva panorámica de riesgos 356
3.1 Una pobre preparación institucional a pesar de que hay más herramientas 356
3.2 La responsabilidad de los reguladores en el ámbito local y global 357
3.3 Principales lecciones: los cambios que han ocurrido y los que se avecinan 358
4. Visión de la gestión de riesgos desde el Consejo de Administración 361
4.1 Alineación de objetivos de stakeholders en dirección top-down 361
4.2 Cómo descubrir las fallas en el proceso de administración de riesgos 362
4.3 El rol del Director de Riesgos (CRO) y su papel en el Consejo 363
4.4. Conclusiones: ¿Quién debe administrar el riesgo y qué rol juega el Consejo? 364
5. Futuro de la administración de riesgos como herramienta y como filosofía de management 365
5.1 De dónde viene y a dónde va la administración de riesgos moderna 365
5.2 Una mirada a la gestión institucional de riesgos para los próximos 30 años 367
5.3 Recomendaciones para el manejo de futuras crisis 369
BOX 1: Un estándar de calidad para riesgos financieros 370
6. Conclusiones y pensamientos finales 373

Capítulo 14
La regulación frente a la inestabilidad financiera 375
Juan Manuel Ugarte Chávez

Resumen 377
1. Introducción 378
2. Una visión resumida de los antecedentes 379
3. Elementos relevantes puestos de manifiesto con la crisis de 2008 381
4. Las respuestas regulatorias actualizadas 383
5. Retos en el diseño de los nuevos marcos de regulación y supervisión 391
6. Las perspectivas de la regulación frente a la inestabilidad financiera 395
7. Anexos 397
Referencias bibliográficas 400

Capítulo 15
Las Macro Tendencias Globales, la Consolidación de los Países Emergentes como los Nuevos Motores del Crecimiento Global, el Matiz Geopolítico y el Balance de Poder Global **405**
Luis Fernando García Peña

Introducción 407
1. "La gran convergencia" 409
2. "La rebelión de Atlas" 412
3. "El Cisne Negro" 414
4. El ecosistema economía-sociedad-gobierno 417
5. El resurgimiento de México: una nueva oportunidad 420
6. El dilema de los bancos centrales: las inyecciones de liquidez deben tener principio y fin 423

Bibliografía **427**
Artículos académicos y reportes técnicos de instituciones y departamentos de investigación económica y financiera

Hemerografía **437**
Publicaciones periódicas de instituciones multilaterales u oficiales, discursos oficiales e información bajada de Internet

Introducción

Una lectura multidisciplinaria de la Gran Recesión (2007-2012)

Roberto J. Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

Introducción

Esta obra da a conocer la interpretación de connotados especialistas en temas de economía y finanzas sobre la llamada "Gran Recesión" (2007-2012), nombre alusivo"[1] a la "Gran Depresión" (1929-1939) que desde hace algunos años se aplica coloquialmente para nombrar a la primera gran crisis financiera del siglo XXI y a la recesión económica que la acompañó.

Desde una perspectiva analítica rigurosa, los autores aportan su conocimiento y experiencia para dirimir los factores causales más evidentes y las consecuencias más importantes de la Gran Recesión, así como para explicar las lecciones aprendidas por los diseñadores de políticas públicas, los agentes financieros y las empresas del sector real.

Este proyecto se propuso a la Fundación de Investigación del IMEF con la idea de escribir una bitácora *ex post facto* de las reflexiones y análisis de quienes, al mismo tiempo que autores de este libro, fuimos actores y espectadores de los acontecimientos durante aquellos aciagos meses de la Crisis Financiera (2007-2009) y de su inesperada y dramática secuela, la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos (2009-2012). La propuesta fue motivada por el deseo de legar un testimonio sobre la Gran Recesión, que reúne el trabajo dictaminado por sendos comités académicos, de 23 investigadores mexicanos sobre las lecciones de teoría económica y políticas públicas aprendidas en medio de la atropellada realidad de los acontecimientos del periodo 2007-2012.

Ante la magnitud de la tarea, la convocatoria se dirigió a profesionales que, por su trayectoria, experiencia y conocimientos, comprenden bien los aspectos teóricos y las implicaciones empíricas de los hechos del complejo fenómeno. En todos los casos, la respuesta fue entusiasta y los resultados fueron de una altísima calidad profesional, como lo podrá corroborar el lector atento.

Al tratarse de un fenómeno cuyas consecuencias han afectado la actividad económica en todo el planeta, además de crear alarma en gobiernos nacionales, organismos internacionales y, de manera destacada, en la sociedad civil de tantos países, su estudio rebasa las fronteras tradicionales de cualquier disciplina. Por ello este esfuerzo requirió de la participación de un grupo interdisciplinario cuyos miembros compartimos el interés de hacer una interpretación científica del fenómeno y lograr dos objetivos principales: a) profundizar en la comprensión e interpretación de las distintas manifestaciones de la Gran Recesión, tanto desde la perspectiva macroeconómica, como en su intrincada trama microeconómica; b) discernir cuáles fueron las principales enseñanzas, los mayores descubrimientos y las transformaciones institucionales resultantes.

[1] Así llamada por Reinhart y Rogoff (2009) en su obra monumental sobre ocho siglos de crisis financieras, *This time is different* (la bibliografía completa se presenta al final de la obra).

El eje rector que permitió conjuntar voluntades y alinear enfoques consistió en proponer a cada autor capturar las dimensiones más importantes de la crisis y evaluar las respuestas de las empresas, los bancos y las autoridades gubernamentales en su contexto inmediato, pero aprovechando la perspectiva que nos dan varios años de reflexión y reconstrucción de la abundantísima información generada durante el periodo 2007-2012, frecuentemente caótica, tumultuosa e imprecisa, para intentar dar a los acontecimientos un orden y una organización que permitan dejar constancia de una interpretación sobre lo acontecido.

Tanto el edificio de la teoría económica aceptada, como los principios de regulación financiera y los mecanismos de intervención factual de las instituciones encargadas de enfrentar fenómenos semejantes, fueron rebasados por los acontecimientos. Los modelos teóricos, las reglas de operación y los mecanismos de supervisión tuvieron que ser revisados, reconstruidos y corregidos –en muchos casos en una carrera contra el tiempo– para responder a una realidad difícil de aprehender, que evolucionó como un río fuera de cauce, rompiendo diques, canales, puentes y destruyendo todo a su paso.

Ante un fenómeno de tales dimensiones, el analista económico opta por seguir una estrategia de minuciosa investigación y prudente objetividad, con la conciencia de que es imposible aprehender la totalidad de la Gran Recesión en un solo intento. Lo que nos propusimos lograr con este trabajo fue avanzar en la reconstrucción del fenómeno, parte por parte, para agregar con cada capítulo una perspectiva distinta, sin perder el rigor analítico, y de esa manera plasmar una descripción lo más completa posible del fenómeno.

Es por ello que al compilar los capítulos del libro no se sigue una secuencia cronológica, sino que los autores plantean sus propuestas con base en el enfoque analítico apropiado a cada tema, resaltando los acontecimientos trascendentes, las variables más importantes, las acciones y reacciones de las autoridades gubernamentales y de los banqueros centrales, sin pretender abordar la totalidad, pero con la convicción de que el análisis de cada uno de esos mosaicos que diseñamos para lograr una representación lo más completa posible de la Gran Recesión habría de ofrecer una panorámica amplia, al tiempo que detallada. Cada autor reconstruyó la complejidad a partir de su propio análisis, pero también a través del "arbitraje" de ideas, beneficiándose del análisis conjunto, de la fertilización intelectual cruzada y de la colegialidad.

Una primera aproximación a la Gran Recesión

La complejidad y efectos destructivos de la Crisis Financiera detonada en Estados Unidos entre 2007 y 2009 fueron acrecentadas por el surgimiento de un nuevo fenómeno, también de grandes proporciones en Europa, la llamada Crisis de la Deuda Soberana (2010-2012).

El primero se originó en Estados Unidos, en un segmento del mercado hipotecario conocido como hipotecas *suprime*. La turbulencia que provocó tuvo, por sí sola, una profundidad y una extensión descomunales. Pero, inusitadamente, se extendió a Europa continental y a Gran Bretaña debido a que grandes bancos europeos mantenían cuantiosas inversiones en los redituables bonos emitidos por los banqueros neoyorquinos y respaldados por hipotecas suprime, y que habían sido precisamente la causa más evidente de la crisis norteamericana.

Es cierto que la evolución reciente de los países de la eurozona desde la introducción del euro había despertado la preocupación de algunos estudiosos debido a la heterogeneidad observada en los indicadores de competitividad internacional, disciplina fiscal y otros. Podría incluso argumentarse que, aun en ausencia de la Crisis Financiera, la Crisis de la Deuda Soberana habría llegado a presentarse pues era un fenómeno ya gestado en Europa. Pero sin entrar en el terreno de la especulación, lo que sí puede afirmarse sin duda es que la Crisis Financiera actuó como un poderoso catalizador de los problemas estructurales presentes en distintos países europeos, cuya expresión fue tal vez menos turbulenta que los acontecimientos en Estados Unidos, pero sin duda de una magnitud descomunal.

El fenómeno más sorprendente fue la manera en que los problemas surgidos en un segmento limitado del mercado estadounidense de créditos inmobiliarios se propagaron a vastos sectores de la economía del país y, posteriormente, afectaron a los bancos europeos. Éstos mantenían como parte de sus portafolios de inversión, además de bonos *suprime*, bonos soberanos de distintos países miembros de la eurozona. La atención sobre las pérdidas ocasionadas por los bonos *suprime*, motivó la desconfianza entre los inversionistas debido a que comenzó a cobrarse conciencia en el mercado de los altísimos niveles de endeudamiento público de algunos miembros de la eurozona.

La desconfianza, llevó a las calificadoras internacionales a degradar las emisiones soberanas y los mercados incrementaron rápidamente el premio por riesgo que exigían a los emisores, introduciendo una discriminación entre las economías más sólidas (Alemania, Holanda, Francia, etc.) que mantuvieron las calificaciones más altas, y aquellas con evidentes problemas macroeconómicos (déficit comercial con el exterior, desbalances de finanzas públicas y baja competitividad internacional) hasta llegar a provocar el incumplimiento de las obligaciones financieras de carácter soberano de Grecia, requerir con urgencia el rescate de otros tres gobiernos —Portugal, Irlanda y España— y proyectar a la economía de la eurozona a una recesión, con limitadas perspectivas de recuperación en el corto plazo.

La explicación más probable del contagio de la crisis es que el nerviosismo de los agentes económicos provocó una turbulencia en los mercados financieros, pero es preciso no perder de vista que el fenómeno también fue resultado del crecimiento desigual entre los países que integran la Unión Monetaria Europea. Al momento de llevar a prensa el presente trabajo de investigación —octubre 2014—, los problemas económicos en Europa siguen preocupando a los analistas.

La Crisis de la Deuda Soberana se superó gracias al apoyo de los demás miembros a los países en riesgo de insolvencia. Pero los problemas estructurales de fondo en Europa difícilmente podrán superarse en el corto plazo. Existen contradicciones evidentes como, por ejemplo, la centralización de la política monetaria, al tiempo que el manejo de la política fiscal se conduce por los gobiernos nacionales. De esa manera, la disciplina del Banco Central Europeo no es acompañada por una disciplina fiscal monolítica, sino que cada país está sujeto a la influencia e inestabilidad del ciclo político doméstico. Así, la política económica, que debe hacer uso bien coordinado de ambas vertientes, la monetaria y la fiscal, opera de manera desequilibrada. Adicionalmente la heterogeneidad en el desarrollo económico de los países de la Eurozona limita la capacidad competitiva de alguno de ellos frente al exterior y condiciona el equilibrio de sus cuentas fiscales, creando las condiciones que contribuyeron a la gestación de la Crisis de la Deuda Soberana y que aun en el presente no se han resuelto.

El que se haya presentado una secuencia casi inmediata entre las dos grandes crisis fue, probablemente, circunstancial. Sin embargo, las causas últimas de una y otra deberán ser estudiadas a profundidad y los problemas que crearon las condiciones para su estallido resolverse, a riesgo de dejar pendientes graves a las generaciones futuras.

En ambos episodios, la cantidad de quiebras; los recursos financieros utilizados para capitalizar empresas de todo género y así evitar su colapso; los recursos puestos a disposición de gobiernos soberanos para evitar incumplimientos que habrían provocado pánico en los mercados financieros internacionales, las medidas de política monetaria para solucionar la falta de liquidez resultante de la desconfianza y la descapitalización de las entidades bancarias, no pueden sino sorprender por la amplitud geográfica de su manifestación, la cantidad de recursos utilizados y la diversidad de los sectores económicos afectados.

Desde la crisis de los años 30 no había tenido lugar un problema económico tan profundo, tan amplio y tan complejo. Pero, no obstante las similitudes históricas, comenzando por la naturaleza de las causas eminentemente especulativas y la dimensión multinacional de ambas crisis, es infundado suponer que la reciente fue una repetición de la Gran Depresión. Las características de la Crisis Financiera (2007-2009) son más cercanas a las de la crisis de las cajas de ahorro de Estados Unidos en los 80, o a las de la burbuja especulativa de las empresas de la nueva economía. Naturalmente, las semejanzas son mayores por tratarse de episodios más cercanos en el tiempo y, por lo tanto, enmarcados en un contexto económico y financiero similar. No obstante, la crisis de la primera década del siglo XXI no puede dejar de destacarse como un fenómeno extraordinario por su magnitud y la complejidad de sus implicaciones.

Aunque cada crisis financiera de los últimos 20 años ha tenido sus peculiaridades, el estudio detallado de las relaciones de causalidad y de las dificultades enfrentadas para superarlas nos aporta un aprendizaje útil. Así, el conocimiento acumulado res-

pecto a la dinámica, características y consecuencias de fenómenos similares contribuye a comprender mejor los factores que intervienen.

Es por eso que, más allá del interés histórico –por sí solo justificante válido para estudiarla–, el propósito de entender cómo se originó la Crisis Financiera (2007-2009), de qué manera evolucionó y cuáles fueron sus principales consecuencias es un primer paso para comprender cómo funcionan la economía global y la economía de los países cuando se presentan este tipo de fenómenos. Comprender mejor la Crisis de la Deuda Soberana (2010-2012) también aporta elementos valiosos que deberán contribuir al diseño de políticas públicas e instituciones gracias a los cuales la Unión Europea saldrá fortalecida en el mediano plazo.

En contraste con la abundante oferta literaria que aborda la Gran Recesión de los años recientes (ver, por ejemplo: Rosenberg, 2012; Hetzel, 2012: Krugman, 2009; Halm-Addo, 2010; Chukwuogor 2012; MacEwan & Miller 2011), este trabajo pretende dar una perspectiva diferente porque, más allá de hacer un recuento organizado de los eventos y concatenaciones que provocaron la Gran Recesión (2007-2012), los que en él participamos buscamos ofrecer un mayor nivel de detalle en la interpretación y análisis del fenómeno en los distintos ámbitos en que se manifestó, así como dejar un testimonio del aprendizaje obtenido desde la atalaya de México.

Un recuento de la Gran Recesión

Los primeros cinco capítulos de este libro siguen un enfoque analítico y un orden aproximadamente cronológico. Ofrecen una amplia perspectiva de las crisis financieras y de los episodios más destacados de los últimos 20 años.

En el Capítulo 2, "La naturaleza de las crisis financieras: una revisión de la teoría", se aborda el tema central del libro desde la perspectiva de los antecedentes inmediatos que provocaron la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad (*subprime*) y se propone una primera interpretación de los mecanismos que propiciaron el contagio global de la crisis originada en Estados Unidos. También se presenta una revisión de varias propuestas de clasificación de crisis financieras con base en sus factores causales, con el propósito de ofrecer una interpretación esquemática de las múltiples variantes que pueden tener dichos fenómenos y contribuir a hacer una lectura más estructurada del resto de la obra.

En el Capítulo 3, "Las crisis financieras de fines del Siglo XX", se analizan las principales crisis surgidas en los países emergentes a fines de los 90 y los primeros años del nuevo siglo. En retrospectiva, esta revisión permite comprender cómo las crisis financieras "tradicionales", por lo general limitadas geográficamente a su país de origen y provocadas por un problema específico (una devaluación, una corrida bancaria, etc.), mutaron para convertirse en crisis financieras de alcance internacional. Los autores destacan que las primeras señales de contagio entre países fueron resultado de los cambios que han tenido lugar en el ámbito regulatorio y en las nuevas

tecnologías de la información. Las crisis de México (1994), del sudeste asiático (que afectó a Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea, Hong Kong y Singapur en 1997), Brasil (1998), Rusia (1998) y Argentina (2001) representan un parteaguas, pues además de haber surgido en países emergentes, sus manifestaciones fueron acompañadas de una rápida difusión de la turbulencia local, lo que generó un entorno de incertidumbre financiera global.

En el Capítulo 4, "La crisis de las hipotecas de baja calidad en Estados Unidos: Causas, surgimiento y generalización (2007-2009)", se propone una interpretación de las circunstancias que llevaron a la economía más grande del planeta al borde de un colapso que habría tenido consecuencias catastróficas no solo para Estados Unidos, sino también para el resto del mundo. Originada en un segmento particular del mercado hipotecario, donde se incurrió en excesos de diversa índole y se evidenciaron las limitaciones de la regulación y la supervisión financiera como las conocíamos hasta ese momento, el incumplimiento (*default*) de los acreditados tuvo repercusiones descomunales como resultado de la creciente importancia de la "titularización", fenómeno relativamente reciente, pero de muy amplia difusión en los mercados financieros modernos. Los alcances de la Crisis Financiera 2007-2009 solo pueden comprenderse a partir de ese mecanismo, que provocó pérdidas cuantiosas a todos aquellos inversionistas en cuyos portafolios se incluyeron las diversas modalidades de los títulos otorgados en garantía y respaldados por hipotecas de baja calidad (*Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities*, etc.).

El Capítulo 5, "La crisis de la deuda soberana en la Eurozona (2009-2012)", analiza la forma en que las reverberaciones de la Crisis Financiera 2007-2009 debilitaron la macroeconomía de cuatro países europeos: Grecia, Portugal, Irlanda y España, hasta el grado que hubo necesidad de instrumentar un rescate por parte de la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo para evitar que cayeran en el incumplimiento de sus compromisos soberanos. Aun cuando compartieron circunstancias similares, en cada caso se tomaron decisiones y se ejecutaron acciones de política económica distintas. La revisión del caso de los cuatro países europeos "rescatados" aporta elementos valiosos para hacer una interpretación moderna de las ventajas y costos de la adopción de una moneda única en una zona económica heterogénea.

Los capítulos 6 al 11 adoptan una perspectiva macrofinanciera cuyo común denominador es el periodo completo. La diferencia entre uno y otro es la profundización en aspectos determinados de la Gran Recesión.

Los autores del Capítulo 6, "Tendencias recientes de la crisis en la Eurozona: Posibles impactos sobre las economías latinoamericanas", hacen un análisis comprensivo de las manifestaciones de la crisis en la Eurozona y América Latina, y discuten las posibles implicaciones de la creciente relación comercial y financiera entre Europa y Latinoamérica. Con base en abundante información económica y un pulcro análisis de los datos, los autores proponen la tesis de que América Latina no es inmune al probable brote de una nueva crisis derivada de la débil recuperación económica de

la Eurozona y de la falta de soluciones contundentes a la problemática fiscal que persiste en esa región. El argumento central es que pueden observarse algunos síntomas de contagio recesivo como consecuencia de la creciente interrelación comercial y financiera entre los países europeos y latinoamericanos, por lo que una recuperación fallida de la Eurozona podría representar un riesgo macroeconómico para los países latinoamericanos.

El capítulo siguiente, "El impacto de la crisis financiera global sobre las economías emergentes: El papel de los fundamentales económicos", parte del argumento de que la mayor parte de las crisis financieras analizadas críticamente por Reinhart y Rogoff (2009)[2] fueron producto de debilidades de la economía, consecuencia de políticas inconsistentes con el sano desarrollo de los sistemas financiero y productivo. Otros eventos fueron detonados por condiciones externas –en algunas ocasiones, a pesar de tener fundamentales relativamente sólidos–. Es por ello que llama la atención que ante la magnitud del choque de la Crisis Financiera (2007-2009) y su secuela, la Crisis de la Deuda Soberana de los Países de la Eurozona (2009-2012), América Latina haya mostrado una relativa solidez, con una caída leve y una rápida recuperación.

El análisis hace un recuento de los factores que cambiaron la conducción macroeconómica de los países miembros del grupo LAC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), con especial énfasis en los aspectos institucionales. Los autores también revisan el comportamiento de los principales indicadores del costo de vida, el régimen cambiario, la posición fiscal en términos de déficit y deuda, el sistema bancario, la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales, y discuten algunos de los riesgos y retos que enfrenta Latinoamérica en la coyuntura actual.

El Capítulo 8, referente a "Las transformaciones del modelo económico en México desde la perspectiva de la política monetaria", y el Capítulo 9, que aborda "Las transformaciones del modelo económico en México desde la perspectiva de la política fiscal", tratan el tema de las dos herramientas más poderosas de la política económica en su evolución reciente, sobre todo en lo que respecta a las decisiones de los responsables de su ejecución durante la Gran Recesión. Su interrelación es evidente, ya que se trata de analizar la manera cómo se complementaron la política monetaria y la política fiscal para conducir al país a través de un periodo de alta turbulencia, incertidumbre y desaceleración de la actividad productiva. La interpretación que presentan los autores sobre las decisiones del Gobierno Federal y del Banco de México deja en claro los aciertos gracias a los cuales –a diferencia de episodios de turbulencia previos– la economía mexicana soportó de manera excepcional la adversidad del entorno.

El Capítulo 10, "¿Cómo afectaron la crisis financiera y sus secuelas al sector financiero en México?", y el Capítulo 11, "¿Cómo afectaron la crisis financiera y sus secuelas al sector real en México?", presentan dos perspectivas complementarias. La volatilidad de las variables financieras en respuesta a la turbulencia de los mercados

[2] *Ibídem.*

internacionales fue importante pero, en términos comparativos, fue mucho menos grave que la observada en las regiones económicas donde tuvo su epicentro la Gran Recesión: Estados Unidos y la Eurozona. Ello se debió, en parte, a la prudencia y los altos niveles de capitalización de los intermediarios financieros mexicanos, pero también a que ninguno estuvo directamente expuesto a los activos tóxicos que sirvieron como vía de transmisión de la crisis. Adicionalmente, la experiencia traumática de la quiebra de la banca mexicana entre 1995 y 1997, provocada por la abrupta devaluación del peso en diciembre de 1994, había dejado lecciones importantes en materia de regulación y supervisión financiera, y todo ello contribuyó a un desempeño excepcionalmente estable en medio de la turbulencia financiera internacional. En cuanto al sector real de la economía mexicana, los autores argumentan que, debido a la altísima concentración de las exportaciones de nuestro país en el mercado estadounidense, durante la desaceleración económica de Estados Unidos bajaron drásticamente las exportaciones mexicanas. El análisis sectorial, e incluso los casos concretos de algunas empresas afectadas, ilustran la dimensión de los efectos en la producción industrial, el empleo y el consumo.

En el Capítulo 12, "Concentración de la propiedad y desempeño empresarial en tiempos de crisis: El caso mexicano", se aborda la relación entre la concentración de la propiedad en manos familiares y el desempeño corporativo. La autora argumenta que existe evidencia de que en épocas de crisis financieras, las compañías familiares de economías emergentes reportan mejores resultados que el resto de las compañías, debido a que la lealtad y las relaciones de largo plazo –las cuales se fomentan particularmente en aquellas corporaciones con alta concentración de la propiedad– sostienen el desempeño empresarial. En cambio, los accionistas de empresas con poca concentración de la propiedad venden sus acciones con descuento, hecho que tiene un impacto negativo en el valor de mercado de las mismas. Con el propósito de validar dicha particularidad en el mercado mexicano, se analizan los resultados del estudio de 87 casos de empresas no financieras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, el cual compara los resultados financieros y operativos de empresas familiares versus no familiares durante el periodo 2008-2009.

En el capítulo siguiente, "La respuesta de las empresas exitosas ante la Gran Recesión", los autores presentan una revisión de una amplia muestra de estudios desarrollados por compañías internacionales de consultoría, todos ellos basados en encuestas sobre las mejores prácticas adoptadas por las empresas exitosas para surcar las turbulentas aguas creadas por las circunstancias extraordinarias durante el periodo 2007-2012. Se discuten las mejores prácticas en cuatro áreas funcionales de la mayor importancia para el éxito empresarial: las responsabilidades del Director Ejecutivo de Finanzas (CFO, por sus siglas en ingles), la función del tesorero de la empresa, las prácticas del responsable del área de compras y las correspondientes al directivo encargado de la función de recursos humanos. Finalmente, presentan una sucinta descripción de las áreas de oportunidad que ofrece México para hacer negocios, su estabilidad macroeconómica y las transformaciones estructurales en curso.

El Capítulo 14, "Los avances en la disciplina de la administración de riesgos: Una lectura retrospectiva de la Gran Recesión", pretende ordenar algunos de los aprendizajes que se han derivado de la Crisis Financiera y de la manera en que, junto con los cambios de regulación, los bancos y las firmas en general enfrentan y gestionan sus riesgos. Después de repasar las lecciones de la reciente crisis internacional, el autor expone la perspectiva de la industria ante la nueva regulación, para luego relatar los cambios previsibles en el papel del consejo de administración y sus órganos facultativos en la gestión del riesgo corporativo. El capítulo cierra con una meditación sobre lo que traerá el futuro para la industria, sus jugadores, la herramienta de Administración Integral de Riesgos de Empresa (ERM, por sus siglas en inglés) y la economía global.

El penúltimo capítulo, "Los cambios regulatorios desencadenados por la Crisis Financiera y sus efectos sobre los países emergentes", presenta un análisis reflexivo sobre las muchas lecciones aprendidas por los reguladores y supervisores financieros, las dificultades que enfrentan las autoridades para hacerlas efectivas y los derroteros que se vislumbran en esta nueva fase de la economía mundial postcrisis.

El Capítulo 16, con el que concluye la obra, llamado "Las macrotendencias globales, la consolidación de los países emergentes como los nuevos motores del crecimiento global, el matiz geopolítico y el balance de Poder Global", recoge un conjunto de reflexiones sobre una variedad de aspectos que afectan por igual a sociedades pobres y ricas, y que representan grandes retos o extraordinarias oportunidades, según sean interpretados. Es un broche de oro para nuestra obra por la amplitud de visión que propone. El autor señala que uno de los legados de la Gran Recesión es el cuestionamiento del modelo capitalista en su forma actual, y argumenta que la globalización tiene aspectos positivos, como el intercambio de ideas y conocimientos, o la incorporación de las economías nacionales a la economía global mediante el comercio y la inversión extranjera, entre otros; pero, hay quienes consideran que el modelo económico debe ser replanteado porque sus alcances no han sido suficientes para responder a la urgente necesidad de erradicar la pobreza y hacer justa la distribución de la riqueza. México, dice el autor, tiene la oportunidad de incorporarse a la globalización como agente transformador.

Coda: un balance de "cierre"

Este trabajo representó un manantial generoso de oportunidades para construir una visión holística de la Gran Recesión. Con base en el análisis presentado por cada uno de los especialistas que participaron, las causas y consecuencias de la crisis son descritas claramente con la ventaja de la (aún corta) perspectiva histórica. Sin embargo, al juzgar los objetivos propuestos de partida y a pesar de que creemos haberlos alcanzado satisfactoriamente, quienes participamos hemos cobrado conciencia de que, aun con el beneficio de la perspectiva que dan los siete años transcurridos desde el verano de 2007, cuando se manifestaron los primeros síntomas del fenómeno

de la que habría de ser la más profunda crisis financiera en los últimos ochenta años, muchas preguntas quedan aún sin respuesta.

Creemos que trabajos similares lograrán una aún mejor comprensión de los acontecimientos. Es prioritario aprovechar las lecciones que afloraron durante estos años y reformular los modelos teóricos con los cuales solíamos explicar la realidad económico-financiera, y que fueron rebasados por los acontecimientos. La responsabilidad de nuestra generación, testigo privilegiado de una de las más grandes turbulencias financieras de la historia, es enorme. Como en el clásico monólogo de Hamlet, debemos resolver si queremos "ser o no ser" proactivos para transformar la teoría, proponer cambios en las instituciones y asumir la responsabilidad de los mismos. Todo ello con la clara conciencia de que –como es usual– los recursos son limitados y el tiempo no se detendrá para darnos la oportunidad de hacer experimentos y mucho menos para estar totalmente preparados para cualquier escenario que resulte.

No basta hacer una interpretación de la mayor destrucción de riqueza de la que tenga memoria la humanidad en un plazo tan breve, sino que partiendo de una disección de los componentes esenciales, intentamos develar lecciones y líneas de investigación económica y financiera que contribuyan a entender las crisis.

Pretendemos arrojar alguna luz sobre la manera como la Gran Recesión (2007-2012) afectó a la economía de México y cuál fue la estrategia de respuesta de las empresas y autoridades de nuestro país, además de evaluar los resultados obtenidos. Cierto, en la Gran Recesión los principales daños a la economía mexicana se debieron a la profunda desaceleración de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, aun cuando el comportamiento del tipo de cambio del peso mexicano frente al dólar tuvo consecuencias de consideración en el caso de empresas importantes, y que la escasez de crédito surgida en Estados Unidos también tuvo consecuencias importantes para los corporativos mexicanos, pero puede afirmarse que en ningún caso estuvo en riesgo la estabilidad fiscal, el control de la inflación o la disponibilidad de divisas.

Se trató de un México distinto al de 1982, 1987 o 1994. Se aprendieron las lecciones y los resultados fueron halagadores. Pero no es posible adoptar una actitud complaciente ante el reto de la globalización, aún hay mucho por hacer. Las reformas estructurales que comenzaron en 2013 aún no logran cerrar el ciclo legislativo y tomarán años para comenzar a mejorar el nivel de vida de los mexicanos, su ejecución presentará nuevos retos internos, pero la dimensión internacional no proporcionará un entorno siempre favorable, por lo que se requiere continuar con la modernización y mejoría de las condiciones de competitividad del país.

Quienes participamos en este proyecto de investigación estamos convencidos de que es necesario coadyuvar a robustecer la capacidad de gestión macroeconómica ante riesgos similares, además de despertar la conciencia de las empresas mexicanas sobre la importancia de contar con una gestión financiera y administrativa que mantenga un balance adecuado entre los riesgos y las oportunidades que ofrece el

mercado. Nuestro trabajo es un diagnóstico de amplio espectro, general y tentativamente propositivo. Pero esperamos que haya logrado sembrar una reflexión que conduzca a una mejor praxis de los políticos, economistas y financieros de México.

Capítulo 1

La Naturaleza de las Crisis Financieras

Roberto J. Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

Introducción

El mes de septiembre del año 2008 fue un periodo de turbulencia exacerbada en los mercados financieros de todo el mundo. La Crisis Financiera había comenzado un año antes en Estados Unidos en un segmento muy particular de los créditos inmobiliarios, el de las llamadas Hipotecas de Baja Calidad (*Subprime Mortgages*), por los mínimos requisitos exigidos a los acreditados para su otorgamiento, pero se había generalizado a los demás sectores de la industria financiera y al sector real, primero en aquel país y, posteriormente, al resto del mundo. Se trató de un problema complejo cuyos antecedentes inmediatos fueron muchos, pero ninguno de ellos habría tenido, por sí solo, tal resonancia: fue la combinación de todos ellos lo que gestó una crisis de proporciones descomunales.

Entre los antecedentes principales estuvo la adopción de una política monetaria excesivamente laxa del Banco de la Reserva Federal ante la debilidad estructural de la economía norteamericana entre los años 2000 y 2005, decisión que abarató el costo de los créditos hipotecarios y propició una burbuja especulativa en los precios de las propiedades residenciales. En 2006, al cambiar las prioridades de la política monetaria y elevarse las tasas de interés, la tendencia alcista de los precios de las propiedades, que durante los últimos años habían registrado un incremento anual promedio de 10%, sufrió una inflexión pronunciada.

Muchas hipotecas habían sido otorgadas a acreditados cuya intención era meramente especulativa y pretendían renovar los créditos en un horizonte temporal relativamente corto (un año) para beneficiarse de la capacidad crediticia asociada al mayor valor de mercado de las propiedades. Sin embargo, cuando se modificó la tendencia, el valor de las propiedades ya no pudo soportar el esquema de renovaciones, por lo que se presentaron numerosos casos de insolvencia, suspensión de pagos de los créditos y, eventualmente, el embargo de las propiedades.

Otra causa evidente de la Crisis Financiera –y específicamente de su generalización– fue el desarrollo de nuevos mecanismos de financiamiento a través de la titularización (*securitization*) de hipotecas, lo cual originó los llamados Bonos Respaldados con Hipotecas (*Mortgage Backed Securities*), instrumentos cada vez más opacos y difíciles de valuar, gracias a los cuales fue posible dinamizar el otorgamiento de créditos hipotecarios, particularmente en el segmento de las Hipotecas de Baja Calidad.

La insolvencia provocada por el incumplimiento de un número creciente de deudores hipotecarios comenzó por afectar a las sociedades hipotecarias, pero también a todos aquellos agentes cuyos portafolios contenían Bonos Respaldados con Hipotecas. El efecto del "contagio" se extendió rápidamente a todos los mercados de crédito de Estados Unidos y trascendió las fronteras de ese país para convertirse en una crisis global.

El elemento clave del fenómeno de contagio y de sus alcances fue, precisamente, la titularización de las hipotecas. En muchas ocasiones, los Bonos Respaldados con Hi-

potecas fueron "empaquetados" y vueltos a emitir una y otra vez. Después de varias "generaciones" de emisiones, cuya verdadera naturaleza y riesgo se hacían cada vez más difíciles de determinar, ni siquiera las agencias de notación internacionales más reconocidas[1] fueron capaces de discernir la amenaza que representaban.

Durante el primer semestre de 2008 cayó en bancarrota una gran cantidad de intermediarios financieros que habían participado en el segmento de Hipotecas de Baja Calidad directa o indirectamente. Sin embargo, la contracción crediticia, resultado de la incertidumbre, fue la que afectó a muchas otras empresas de Estados Unidos. Los casos de insolvencia y quiebra incluyeron tanto a bancos de inversión, como a compañías de seguros, bancos comerciales y empresas automotrices, entre otros negocios. Muchas de las entidades afectadas fueron rescatadas por el gobierno para evitar consecuencias sistémicas, como la pérdida de empleos u otros efectos considerados no deseados desde la perspectiva de la estabilidad económica.

Al finalizar el primer semestre de 2008, el contagio había alcanzado a numerosos inversionistas institucionales en Gran Bretaña y Europa. La incertidumbre se enseñoreó sobre el mercado de créditos y la creciente escasez de financiamientos retroalimentó el aletargamiento económico.

Los episodios de *estrés* financiero se multiplicaron. No pasaba un solo día sin que los medios reportaran nuevas víctimas en Estados Unidos, Inglaterra o Europa occidental. En septiembre de 2008, la incertidumbre llegó a su clímax. La actitud de los agentes económicos era de incredulidad ante la quiebra tumultuosa de todo tipo de empresas. Fue entonces cuando una sensación de angustia generalizada se apoderó de los mercados. Era difícil encontrar un parangón válido en la historia reciente del planeta.

Lo peor estaba aún por venir. La Crisis Financiera entró en una nueva etapa. Ese día comenzó una fase de implosión caracterizada por fenómenos aún más atípicos en los mercados. Por ejemplo, el congelamiento del sistema de créditos interbancarios y retiros masivos de depósitos de aquellos bancos comerciales que, de acuerdo con las opiniones de especialistas y medios de comunicación generalmente bien informados, mostraban debilidad en sus estados financieros o tenían una exposición elevada a alguno de los muchos sectores económicos con serios problemas (construcción, automotriz, seguros y otros). Diversos mercados se volvieron completamente ilíquidos, tanto que no era posible contar con cotizaciones de referencia de los activos financieros normalmente negociados en muchos segmentos.

[1] Standard & Poors, Fitch, etc.

1. La fase crítica de la turbulencia en 2008

El día 10 de septiembre fueron nacionalizadas las gigantescas entidades hipotecarias paragubernamentales de garantía y redescuento de hipotecas de Estados Unidos, conocidas coloquialmente como *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Ante la crisis de liquidez que enfrentaban y el inminente riesgo sistémico que representaban, el gobierno no tuvo alternativa y echó mano de los recursos de los contribuyentes para inyectarles liquidez y evitar su colapso. El rescate de las dos hipotecarias significó la transferencia al gobierno del riesgo crediticio de una cartera de hipotecas con un valor aproximado de 5 billones de dólares, cifra equivalente a una tercera parte del tamaño de la economía de ese país, la mayor del planeta.

La implosión se profundizó el 15 septiembre de 2008 con el anuncio de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Los problemas de esta institución financiera habían aflorado algunas semanas antes, al igual que en muchos otros bancos. La administración de Lehman había buscado el apoyo del Tesoro de Estados Unidos y de la Reserva Federal para resolver su problema de aguda iliquidez cuyas consecuencias no podían ser sino desastrosas. El cabildeo continuó intensamente durante el fin de semana previo al anuncio, y aun pocas horas antes de abrir el lunes, los mercados esperaban el anuncio de algún tipo de rescate, como había sucedido en casos similares durante los primeros ocho meses del año.

Cabe recordar que, de acuerdo con la legislación de los mercados estadounidenses, los bancos de inversión no pueden ser objeto de un rescate con recursos públicos, por lo que la intervención de las autoridades financieras tuvo como objetivo encontrar una solución a partir de la colaboración de los socios y competidores de Lehman Brothers. Se buscaba algún mecanismo para inyectarle liquidez, adquirir algunos de sus activos ilíquidos o, incluso, organizar una maniobra de toma de control apalancada (*leveraged buyout*) por parte de alguna entidad financiera con capacidad para hacerlo, y así superar la coyuntura. Sin embargo, a pesar de los intensos esfuerzos coordinados por el gobierno, no fue posible lograr un acuerdo. Al abrir el mercado el lunes 15 de septiembre de 2008, finalmente se anunció la bancarrota.

Lo sucedido a Lehman puso en entredicho todos los pronósticos y expectativas del mercado, pues si bien existían las restricciones legales antes mencionadas, en muchos otros casos de entidades consideradas "muy grandes para quebrar" (*too big to fail*), las autoridades habían logrado encontrar una solución factible sin participar directamente en los rescates. Pero esta vez, ni la buena disposición del gobierno, ni el interés evidente de los competidores de Lehman debido a la gran cantidad de relaciones de negocio, posiciones cruzadas, coberturas y otros contratos con la entidad en peligro, lograron evitar su colapso.

La respuesta de los mercados no se hizo esperar, y los efectos fueron devastadores. La economía de todo el planeta se vio amenazada por una parálisis de crédito interbancario, una caída desmesurada de los precios de todo tipo de activos financieros y un comportamiento extremadamente volátil de las paridades cambiarias.

Es importante dejar constancia de los efectos de la quiebra de Lehman en el mercado cambiario porque fue una expresión más del contagio de la crisis a un nuevo segmento del mercado y ocasionó pérdidas multimillonarias a numerosas empresas. El dólar había mostrado una tendencia bajista desde el verano de 2007, cuando inició la crisis de las Hipotecas de Baja Calidad, por lo que la agudización de los problemas del sistema financiero norteamericano permitía suponer que se mantendría la tendencia.

No obstante, el anuncio de la quiebra de Lehman tomó a los mercados por sorpresa, y la reacción natural de los inversionistas fue buscar un refugio seguro para su dinero. En consecuencia, la demanda masiva y generalizada de dólares americanos impulsó al alza la paridad de esa moneda frente a prácticamente todas las divisas del planeta.

En numerosos casos, inversionistas y tesorerías corporativas habían tomado posiciones cortas sobre el dólar estadounidense con la expectativa de que continuaría su tendencia a la baja. Si bien en muchos casos tales posiciones respondían a una lógica de cobertura de riesgos cambiarios derivados de las actividades desarrolladas por las empresas, en otros muchos se trataba simplemente de una maniobra especulativa. Al elevarse bruscamente la cotización del dólar, no se hicieron esperar las "llamadas de margen", por lo que empresas e inversionistas sufrieron pérdidas enormes.

A partir del momento en que se anunció la quiebra de Lehman, la atención de los mercados se reorientó hacia aquellos intermediarios cuya situación financiera se encontraba debilitada, lo cual hacía suponer que serían las próximas víctimas de la crisis. Una semana después de la bancarrota de Lehman, el siguiente eslabón de la cadena fue la empresa American Insurance General (AIG), que cayó en insolvencia debido a los compromisos adquiridos a través de las garantías financieras conocidas como *swaps* contra el Incumplimiento de Crédito (*Credit Default Swaps*), contratos de cobertura cuyo volumen había aumentado con gran rapidez por la urgente demanda de las instituciones financieras en busca de protección contra pérdidas mayores y que, en medio del caos financiero de las semanas siguientes, se habían convertido en riesgos exigibles inmediatamente.

El 19 septiembre de 2008 se difundió una noticia muy importante, pues representó la primera señal de que el gobierno de Estados Unidos había decidido hacer todo lo posible para estabilizar los mercados. Aquel día, el secretario del Tesoro norteamericano, Henry Paulson, y el presidente del Banco de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunciaron la autorización del presidente George Bush para asignar hasta 700,000 millones de dólares a la recompra de activos tóxicos en el balance de un gran número de bancos comerciales que estaban en riesgo.

En los días siguientes tuvo lugar una intensa discusión en el Congreso que concluyó el 28 septiembre con una votación desfavorable. La especulación sobre cuál sería el desenlace adquirió un lugar central entre los determinantes del comportamiento de los mercados y la noticia amenazó con descarrilar el intento. Pero, tanto Paul-

son como Bernanke retomaron la iniciativa para dejar en claro los enormes riesgos que implicaba no aprobar el programa propuesto. Finalmente, lograron una nueva votación en el Congreso, esta vez favorable. La Ley 110 343 fue firmada por el presidente Bush el 3 octubre. El plan de rescate, que se llamó Programa para Relajar la Presión de Activos con Problemas (*Troubled Assets Relief Program* o TARP, por sus siglas en inglés), estipulaba que el gobierno de Estados Unidos adquiriría activos y capital de instituciones financieras con la intención de fortalecer el sector financiero.

Los recursos obtenidos mediante el TARP se utilizaron para comprar activos ilíquidos de los bancos comerciales y de otras instituciones financieras a cambio del compromiso moral de mantener el flujo de crédito hacia la economía, atacando así uno de los riesgos más peligrosos de la implosión del sector financiero. Adicionalmente, el 14 octubre, los nueve bancos más importantes de Estados Unidos fueron recapitalizados, medida que evitó su nacionalización.

Un mes después del colapso de Lehman, la fase de implosión había superado su momento más álgido, pero aún estaba en proceso de gestación un segundo capítulo completo de la Gran Recesión: la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos.

Los riesgos y el descontrol de los mercados durante septiembre de 2008 fueron excepcionalmente altos y muy dañinos para los participantes. En los hechos, dicho comportamiento puso en entredicho la regulación existente y la capacidad de los supervisores para cumplir el objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero. La forma en que los intermediarios manejaron la autorización de créditos hipotecarios y los esquemas de titularización revelaron enormes fallas de la regulación, pero también pusieron al descubierto la naturaleza del riesgo moral y los incentivos erróneamente alineados con los objetivos de mantener un control de los niveles de riesgo de crédito.

Los eventos que detonaron la Gran Recesión también significaron una muestra palpable de las limitaciones de la teoría económica para explicar tales fenómenos y ofrecer rutas de acción apropiadas. La crisis se gestó en un segmento limitado del sistema financiero norteamericano, pero se convirtió en una crisis global debido al uso abusivo de los mecanismos de titularización, la venta de bonos colateralizados con activos diversos –particularmente hipotecas– y su distribución tanto a nivel doméstico como en los principales centros financieros de Europa.

¿Cómo se podía explicar que el complejo sistema de regulaciones y mecanismos de control establecidos para minimizar la posibilidad de insolvencia de los intermediarios financieros no hubiera contenido ningún esquema específico para aquellos que otorgaban créditos hipotecarios con criterios laxos? ¿Por qué nadie se aseguró de que la titularización de hipotecas y las rondas subsecuentes de titularización de títulos colateralizados cumplieran con estándares mínimos de calidad crediticia?

La regulación vigente en aquel momento, cuyo objetivo era evitar la inestabilidad financiera y proteger a los depositantes de los bancos comerciales, no había toma-

do en cuenta la evolución del sistema financiero. En los hechos, había tenido lugar una separación entre la autorización del crédito y la responsabilidad de asegurar su recuperación. Podría decirse que la regulación dejó a la deriva un sistema concebido para garantizar la solvencia de los bancos hipotecarios, aun cuando éstos dejaron de ser responsables de las hipotecas en el momento en que pasaron a formar parte de nuevos títulos emitidos en el mercado bursátil.

Al intervenir en la emisión de créditos hipotecarios, el banquero de inversión contribuye a reducir el periodo de recuperación de la liquidez. El banco emisor de una hipoteca recupera el principal en forma casi inmediata y queda en condiciones de reiniciar el ciclo de otorgamiento de crédito, en lugar de esperar años, como era anteriormente. Al momento de crear un instrumento financiero para emitir al mercado, el riesgo del crédito pasa del banco hipotecario al inversionista que adquiere el título colateralizado.

A la luz de los acontecimientos vividos durante la gestación y explosión de la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad –entre 2007 y 2009–, resulta sorprendente que ni los funcionarios gubernamentales, ni los banqueros de inversión, ni los propios inversionistas hayan logrado tener claridad sobre los riesgos asociados al funcionamiento de este tipo de esquemas de financiamiento.

2. La Crisis de la Deuda Soberana en Europa

Los mercados financieros europeos registraron una volatilidad exacerbada durante el periodo 2009 -2012, indudablemente predispuesta por los acontecimientos del otro lado del Atlántico, pero también profundamente enraizada en una realidad fundamental: la heterogeneidad estructural de la economía de los países de Europa occidental, agravada con la introducción del euro en 1999 y cuyos efectos financieros combinados dieron lugar a la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos.

En un trabajo que precedió al menos cuatro décadas a la adopción del euro, Mundell (1961) había demostrado que una zona geográfica, en la cual existen países distintos, podría utilizar una sola moneda en tanto que los ciclos económicos de los países estuvieran relativamente bien coordinados. En ese sentido, cualquier choque externo que afectara a la economía de todos los países en un momento determinado podría ser manejado con una política monetaria unificada. A manera de ejemplo, si el elevado nivel de actividad económica causa que los precios y los salarios de algunos sectores de la economía experimenten presiones inflacionarias, el Banco Central único estaría en condiciones de llevar a cabo una política monetaria restrictiva mediante la elevación de tasas de interés y otras medidas, para desincentivar el consumo y la inversión y, de esa manera, reducir la presión inflacionaria generada por el lado de la demanda. Evidentemente, el mismo objetivo se vuelve mucho más complejo en la medida en que cada país sigue ciclos económicos distintos. En el caso de la Eurozona, a pesar de las hondas diferencias que existían entre los países fundadores de la unión monetaria, las autoridades de la Unión Europea argumen-

taban que la adopción de la moneda única facilitaría el proceso de homologación económica gradual entre países y para ello se diseñaron diversos mecanismos de apoyo (técnico, educativo, inversiones en infraestructura, etc.) con la intención de conducir y agilizar la homologación.

No obstante, Krugman (1993) y Artus y Gravet (2012) han manifestado que una nueva división del trabajo precipitada por la eliminación de barreras al comercio internacional daría como resultado una mayor heterogeneidad económica y productiva entre los países, precisamente lo contrario al argumento propuesto en la agenda oficial de las autoridades de la Unión Europea.

Efectivamente, durante los años que siguieron a la adopción del euro, y en ausencia de episodios macroeconómicos extraordinarios (hasta el año 2007), el desarrollo económico de cada uno de los países de la Eurozona se caracterizó por seguir un proceso perfectamente normal de especialización internacional del trabajo, en el más puro sentido de la teoría clásica propuesta por Ricardo (1821).

Hasta antes de la introducción del euro, la especialización total de las distintas economías no había sido posible debido a la existencia de riesgos cambiarios y de las imperfecciones asociadas a, por ejemplo, los diferenciales compra-venta que se pagaban en cada transacción de divisas, y que justificaban la producción de bienes y servicios en condiciones "sub-óptimas", aun cuando no existieran barreras formales al comercio internacional (cuotas, aranceles, etc.). Pero, durante la primera década de su existencia, la unión monetaria propició una creciente especialización productiva de los países miembros, contrariamente a las expectativas de los diseñadores de políticas públicas de la Unión Europea.

Dicho proceso resultó en una profundización de la brecha socioeconómica entre: a) aquellos países que se desempeñaron excepcionalmente bien durante el periodo y b) aquellos otros que, por el contrario, quedaron rezagados y comenzaron a mostrar síntomas de inestabilidad fiscal, de problemas para equilibrar sus cuentas externas y, en algunos casos, también problemas políticos.

Entre los primeros se pueden incluir los países que se especializan en actividades productivas con más estabilidad en el tiempo, que crean una mayor cantidad de valor económico y que son capaces de beneficiarse con las economías de escala como, por ejemplo, la manufactura avanzada en la industria automotriz, la producción de maquinaria pesada sofisticada y la industria aeronáutica (*e.g.*, Alemania, Holanda, Bélgica). En la mayoría de los casos, los productos manufacturados de esos países pueden exportarse y son competitivos internacionalmente. En el segundo grupo de países, la especialización productiva se concentró en actividades más tradicionales, sin mejorar su competitividad internacional (*e.g.*, Grecia, Portugal, Italia).

A lo anteriormente expuesto y para comprender mejor la complejidad del contexto de la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos, cabe añadir una importante implicación para la "futura" unión monetaria anticipada por De Grawe (1993): la

restricción impuesta a la capacidad de gestión macroeconómica por la imposibilidad de utilizar el tipo de cambio como herramienta de política. La imposibilidad de devaluar la moneda unilateralmente habría de motivar, por ejemplo, la difícil disyuntiva para el gobierno griego entre permancer o abandonar la unión monetaria cuando, ante las ingentes necesidades de ingresos en divisas, le habría resultado más fácil devaluar su moneda para aumentar sus exportaciones en el corto plazo pero, evidentemente, se trataba de un expediente prohibido en tanto no abandonara aquella.

De Grawe (1993) también argumentaba que "la única manera de reducir la severidad de este problema sería mediante la centralización del ejercicio de los presupuestos nacionales", una dificultad que hasta el presente no ha sido posible resolver por parte de la clase política de los países de la Eurozona. La conducción macroeconómica de los países de la Eurozona requiere de las dos palancas principales de política económica, la fiscal y la monetaria. Las limitaciones naturales de la segunda podrían verse aminoradas sustancialmente mediante el ejercicio centralizado de la primera. No obstante, los intereses locales, los nacionalismos aún existentes y la ausencia de liderazgo han impedido el tránsito a ese estadio superior de integración económica.

A un alto nivel de generalidad, es posible afirmar que la heterogeneidad estructural observada en Europa es el resultado de la elección de distintas inclinaciones productivas en cada país. La elección de modelos de desarrollo económico diferentes ha sido, muy probablemente, influida por la dotación natural de factores productivos en cada caso. Sin embargo, también han tenido una influencia importante las preferencias políticas y culturales, las profundas diferencias en la manera cómo funcionan los mercados laborales, la eficiencia y profundidad de los mercados de crédito y de capitales y, de manera muy importante, el amplio espectro observado en el diseño y la instrumentación de políticas públicas de un país a otro. El proceso de especialización productiva se profundizó aún más rápidamente al eliminarse el riesgo cambiario y los costos de transacción en la compra-venta de divisas, porque éstos eran los únicos obstáculos remanentes para un movimiento totalmente libre de bienes, servicios, mano de obra y capital entre todos los países de la Eurozona.

Así, mientras algunos de los países de la Eurozona se consolidaron como productores de manufacturas con alto contenido tecnológico y se posicionaron como líderes en el diseño producción y distribución de productos de vanguardia, otros se refugiaron en su "*zona de confort*" y disfrutaron de los subsidios del resto de la Eurozona para mejorar temporalmente el nivel de vida de su población, en la mayoría de los casos con evidentes propósitos políticos. En el caso de los primeros, las exportaciones hacia el resto del mundo representan una fuente de ingresos significativa, y su potencial económico, así como la estabilidad y confiabilidad de sus instituciones, atraen montos muy importantes de inversión extranjera directa. Ese grupo de países también genera flujos significativos de inversión extranjera directa hacia otras regiones dentro de la Eurozona, y hacia el resto del mundo, lo cual les permite diversificar el riesgo de sus ingresos a lo largo del ciclo económico. Pero, en contraste, los países del segundo grupo optaron por un portafolio de actividades productivas relacionadas principalmente con el sector primario (agricultura, minería) y a los servicios (co-

mercio, transporte, turismo), y durante la etapa recesiva de la economía internacional, no han sido capaces de mantener un equilibrio en sus cuentas frente al exterior.

Adicionalmente al déficit en su cuenta corriente, los reducidos niveles de ingreso fiscal, asociados a una deficiente política de captación impositiva, han obligado a los gobiernos del segundo grupo a recurrir de manera creciente al endeudamiento público para responder a las expectativas de niveles de vida al alza entre sus habitantes, las cuales se ven influidas por los niveles observados entre los países más avanzados de la Eurozona.

Una dimensión que no debe perderse de vista para comprender mejor la problemática europea es la fiscal. Durante los meses posteriores al colapso de Lehman Brothers, la implosión del sistema financiero en Estados Unidos y los inevitables efectos de contagio que tuvo hacia el resto del mundo plantearon el riesgo de un colapso en la demanda agregada a nivel global. Las circunstancias llevaron a los gobiernos de muchos países a utilizar al máximo su capacidad financiera para minimizar el impacto de la turbulencia financiera sobre la actividad económica pero, al hacerlo, en la mayoría de los casos tuvo lugar un deterioro importante en sus cuentas fiscales y, en casos puntuales, esa decisión sembró el germen de la crisis de la Deuda Soberana en varios países europeos.

Es evidente que la utilización del endeudamiento de los gobiernos para sustituir la demanda de los agentes privados, inhibidos por la crisis y la incertidumbre respecto al futuro, en un entorno de ahorro excedente en los mercados, y de demanda agregada en proceso de rápido deterioro, era una decisión ineludible. El endeudamiento público actuó como una válvula reguladora para absorber la sobreoferta de ahorro que circulaba en los mercados y para evitar un colapso económico mayor.

En numerosos casos, sin embargo, el endeudamiento público ya era elevado, en tanto que las perspectivas de crecimiento económico de largo plazo eran limitadas. Adicionalmente, y sobre todo en los países europeos, el presupuesto destinado a satisfacer las pensiones y las necesidades de atención médica de una población integrada por una proporción creciente de ciudadanos en edad avanzada ya representaba una carga importante, que reducía el margen de maniobra de los gobiernos. Todo ello contribuyó a generar dudas sobre la solvencia presupuestal y varias veces ocasionó la revisión de las calificaciones de calidad crediticia otorgadas por las agencias de notación internacional a los títulos soberanos de esos países. En conjunto, la situación fiscal de la Eurozona era mejor que en la de Estados Unidos y Japón, los otros dos principales polos de desarrollo industrial avanzado del planeta, pero a nivel individual existían algunos casos con graves problemas.

El primer caso diagnosticado como una crisis abierta de liquidez y que después habría de confirmarse como una crisis de solvencia, fue Grecia. La respuesta del gobierno griego fue, desde un principio, titubeante. Un factor que contribuyó a la confusión fue la revelación de la manipulación de las cifras oficiales de endeudamiento público y déficit fiscal, con propósitos políticos. Al ponerse al descubierto

que, en realidad, el nivel de endeudamiento público era mucho mayor al reportado oficialmente por el gobierno griego hasta aquel momento, las declaraciones de solidaridad y apoyo de parte de las autoridades europeas no se hicieron esperar, pero en los hechos llevó mucho tiempo antes de que se tomaran acciones contundentes para enfrentar el problema.

Primero hubo que resolver un cúmulo de temas relacionados con el "riesgo moral", la solidaridad de los demás miembros de la Unión Monetaria, los límites de la intervención del Banco Central Europeo y temas como si el Fondo Monetario Internacional también debía intervenir o mantenerse al margen. Lamentablemente, ese compás de espera propició la generalización de la incertidumbre y afectó la percepción de los mercados. El premio por riesgo pagado por los riesgos soberanos, tanto griego cuanto el de aquellos otros países de la Eurozona con altos niveles de endeudamiento público, comenzó a manifestarse con cada vez mayor contundencia y a provocar aún mayores dificultades de liquidez para los afectados.

En el caso de Irlanda, la situación se complicó debido al estallamiento de una burbuja especulativa en el mercado de bienes raíces, el cual afectó gravemente al sistema bancario de ese país y requirió de la intervención del gobierno para su rescate. En Portugal, el excesivo endeudamiento y la desaceleración económica obligaron a solicitar el apoyo de la Unión Europea; España, después de tomar medidas de ajuste presupuestal muy impopulares y políticamente riesgosas, se vio obligada a recurrir también al apoyo de la Unión Europea para resolver problemas de descapitalización de algunos de sus grandes bancos.

La Gran Recesión fue un mosaico de crisis financieras y fiscales, cuyo detonador principal fue la crisis del mercado de las Hipotecas de Baja Calidad en Estados Unidos. Pero las condiciones fundamentales preexistentes fueron una condición determinante, así como la postergación de las acciones de los distintos gobiernos directamente afectados, en la mayoría de los casos debido a consideraciones y cálculos de índole política.

La incalculable destrucción de riqueza, los millones de empleos destruidos, la enorme cantidad de empresas desaparecidas y los gravosos compromisos que distintos países se vieron obligados a aceptar para evitar disrupciones más graves en el corto plazo, son el testimonio más tangible del fenómeno. Pero la experiencia acumulada por los bancos comerciales, los bancos centrales, los gobiernos y los agentes económicos, debería ser una lección muy importante para evitar los errores cometidos. Una lectura objetiva de la Gran Recesión puede promover transformaciones profundas en la regulación, en la ejecución de políticas públicas y hasta en la educación de quienes en años futuros deberán enfrentar responsabilidades como líderes en la economía y el gobierno.

3. Revisión de algunas teorías y clasificaciones sobre las Crisis Financieras

En los siguientes apartados de este capítulo se presenta una tipología básica de las distintas manifestaciones que puede tener el fenómeno conocido como "crisis financieras" con base en la revisión de la literatura especializada sobre el tema. Sin pretender acometer un estudio que por sí solo llenaría las páginas de varios libros, el propósito de esta digresión es poner cierto orden en la multitud de factores, circunstancias y decisiones que provocaron la Gran Recesión (Reinhart & Rogoff, 2009). Se trata, pues, de abrir la puerta a la lectura de los distintos análisis elaborados desde la perspectiva de notables especialistas en diversas ramas de la economía y los negocios, incluidos en esta obra.

3.1 Una caracterización de las crisis financieras

En un trabajo extraordinario por su amplitud y detalle sobre el fenómeno de las crisis financieras, Reinhart y Rogoff (2009) identificaron distintos tipos de crisis. Definieron sus semejanzas y diferencias, y llevaron a cabo un detallado análisis cuantitativo de episodios documentados en 66 países a lo largo de 800 años. Se trata de uno de los intentos más serios y exitosos para construir, a partir de la abundante evidencia empírica recopilada, una fundamentación teórica que permita comprender mejor estos fenómenos. Una de las conclusiones más importantes del estudio, que debería difundirse en todo el mundo, es que las posibles causas de una crisis financiera pueden ser infinitamente variadas y, por lo tanto, la probabilidad de que una crisis subsecuente sea causada por los mismos factores es mínima.

Pero Reinhart y Rogoff afirman que a partir de la evidencia histórica queda confirmado que sí existe una característica común en todas ellas. Se trata de la excesiva acumulación de deuda de carácter público, de carácter privado o de ambas. Cuando la actividad económica se desenvuelve a un ritmo normal, la mayoría de las entidades son capaces de hacer frente a sus compromisos, aun aquellas que se encuentran muy apalancadas. Pero con el cambio de tendencia normalmente asociado al ciclo de expansión-contracción de toda economía de mercado, las empresas no logran cumplir con la generación de flujos necesarios para hacer frente al pago de su deuda, y caen en incumplimiento.

Además del ciclo económico natural, la inflexión de una tendencia de crecimiento de la economía también puede ser causada por una inflación elevada, la cual debe ser controlada con medidas monetarias restrictivas que, a su vez, provocan una desaceleración económica. Otra causa son los problemas de carácter fiscal, como el sobreendeudamiento del gobierno central –o de los gobiernos provinciales–, que conduce a una reducción drástica del gasto público y, por lo tanto, a una desaceleración de la demanda. En muchas otras ocasiones, el crecimiento se revierte cuando se abandona la paridad fija de la moneda frente a las divisas extranjeras por el agotamiento de las reservas internacionales de un país. En todos los casos, el entorno macroeconómico deja de ser favorable para los acreditados y les dificulta el

cumplimiento de sus obligaciones. En situaciones extremas, es el detonador de crisis bancarias o incluso soberanas.

El ejercicio del gasto gubernamental puede favorecer un crecimiento de la economía superior al justificado por su dinámica propia al incrementar la demanda agregada, aun cuando se haya generado a partir de endeudamiento público. Pero es susceptible de disminuir drásticamente cuando se presentan dificultades fiscales. De la misma manera, el uso excesivo del crédito privado puede inflar los precios de ciertos activos, incluidos los bienes raíces o las acciones, por encima de sus niveles de precios sostenibles en el largo plazo.[2]

Aunque existen diversas taxonomías para clasificar las crisis financieras, Reinhart y Rogoff (2009) proponen una manera comprensiva y, al mismo tiempo sintética, de las variantes observadas desde hace siglos y hasta el presente. Dichos autores se refieren a:

a. Las crisis de "incumplimiento soberano", cuando un gobierno es incapaz de cumplir con los pagos de su deuda externa o doméstica, o ambas.
b. Las crisis "bancarias", cuando el problema principal consiste en la insolvencia de un segmento significativo del sector bancario debido a pérdidas significativas, "pánicos bancarios" o ambas causas (ésta fue una de las distintas manifestaciones que se presentaron durante la Crisis Financiera de 2007-2009).
c. Las crisis "cambiarias", en las que la variable detonadora de las quiebras bancarias y turbulencia en los mercados es la devaluación (o la depreciación brusca) de la moneda nacional.
d. Las crisis "inflacionarias", en cuyo caso el aumento de precios resulta equivalente al incumplimiento de los compromisos crediticios, ya que la inflación permite a todos los deudores (incluido el gobierno) repagar sus deudas con una moneda que tiene menos poder adquisitivo en relación con el momento en que los créditos fueron otorgados.
e. Por último, las crisis financieras pueden tener una expresión múltiple, como fue el caso de la Gran Depresión de los años 30, y también de la más reciente Crisis Financiera (2007-2009) y su prolongación, la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos (2007-2012).

Mishkin (1991 y 1996) se refiere a las crisis financieras "genéricas" como un fenómeno caracterizado por la turbulencia de los mercados financieros que da lugar a problemas de selección adversa y a una repentina incapacidad de los intermediarios financieros para realizar adecuadamente su función de asignar fondos a las oportunidades de inversión que ofrezcan mayor potencial de creación de valor.

Por ejemplo, en 1982, la baja pronunciada en los precios del cobre, principal producto de exportación de Chile en ese entonces, provocó una profunda crisis ma-

[2] Resulta innegable la contribución del crédito al funcionamiento dinámico de cualquier economía moderna (ver el trabajo clásico de McKinnon, R., 1973; o bien, Greenwood, J. y B. Jovanovic, 1990; Morck, R., M. Yavuz y B. Yeung, 2010, entre otros).

croeconómica (variación anual del PIB de -14.5%), agravada por un proceso de privatizaciones indiscriminado y errático.

Después del golpe de Estado de 1973, el gobierno militar aplicó una estrategia de privatización para deshacerse de las empresas expropiadas durante el gobierno del socialista Salvador Allende. Esta medida propició el surgimiento de esquemas financieros tipo Ponzi, que fueron utilizados abusivamente por algunos grupos empresariales para hacerse de algunas compañías y en seguida endeudarlas con el propósito de adquirir más entidades privatizadas. Pero la desaceleración económica y los esquemas apalancados resultaron ser una combinación de consecuencias catastróficas para los empresarios y también para los banqueros que los habían financiado.

El mismo año ocurrió algo semejante en México debido a la caída del precio del petróleo, que había alcanzado un máximo histórico en 1981, lo que propició el excesivo endeudamiento externo del gobierno mexicano. Las crisis originadas por la volatilidad del entorno macrofinanciero tuvieron consecuencias diversas: disminuyó el ritmo de la actividad productiva, se redujo la inversión y se desaceleró la demanda agregada. Ante la magnitud de los compromisos y la caída en la entrada de divisas por las exportaciones petroleras, se generó un deterioro generalizado.

Las causas de las crisis financieras frecuentemente están asociadas a problemas en el sector bancario. En América Latina se presentaron episodios de crisis bancarias en Argentina (1981), Chile (1981), Colombia (1982) y Uruguay (1982). Se sabe que estas crisis generalmente se asocian a determinantes específicos, como el aumento del riesgo crediticio debido a políticas laxas, niveles insuficientes de capitalización de las instituciones bancarias, aumentos en la tasa de interés de corto plazo que conducen a incumplimiento de los créditos vigentes, o problemas de riesgo moral asociado a niveles muy elevados de riesgo crediticio propiciados por algún tipo de seguro de depósito, entre otros.

La diversidad de los factores descritos puede esquematizarse en dos grupos: a) la volatilidad del entorno macroeconómico y b) los problemas microeconómicos característicos de los sistemas de intermediación financiera y frecuentemente derivados de la existencia de información asimétrica y/o de las limitaciones de los sistemas de supervisión y regulación. Aunque las crisis financieras de fines del siglo XX no se originaron en el sector bancario, sus efectos sí repercutieron en la liquidez y solvencia de los bancos, lo cual agravó las consecuencias (Parodi, 2008).

Un segundo tipo de crisis financiera se asocia a los problemas de balanza de pagos provocados por una sobrevaluación de la moneda de un país y la consecuente falta de competitividad internacional de sus exportaciones. Cuando se presenta este tipo de acontecimientos, la gravedad de los problemas es mayor para aquellos países cuya estrategia cambiaria depende de una regla fija, o que siguen una fórmula de modificación programada de la paridad respecto a las principales monedas. En tales casos, los gobiernos nacionales por lo general son reticentes a modificar la paridad –o bien, la regla de conversión programada conocida como *crawling peg*– por mo-

tivos políticos, y los gobiernos fuerzan al banco central a defenderla contra las presiones del mercado, cuya tendencia natural es resolver el desequilibrio de la balanza comercial debido a la falta de competitividad de las exportaciones, y que sin la intervención de la autoridad monetaria ajustarían la paridad a la baja inmediatamente.

Pero cuando se trata de un desequilibrio estructural y no solamente coyuntural, las reservas internacionales terminan por agotarse. En tales circunstancias, la única salida es la devaluación. Cuando esto pasa, las empresas con pasivos denominados en moneda extranjera, o cuya actividad depende de insumos importados, se ven comprometidas y frecuentemente quiebran. Como efectos colaterales de la devaluación, se observa un deterioro de las carteras de crédito bancario, lo que a su vez provoca la descapitalización de las entidades bancarias. En este escenario, la devaluación de la moneda actúa como foco de contagio hacia el sector financiero de un problema originado en el sector externo de la economía.

Una tercera causa probable de una crisis financiera es que los gobiernos siguen una política fiscal irresponsable y utilizan el gasto público como herramienta para lograr propósitos populistas sin contar con las fuentes de ingresos necesarias, por lo que es común que abusen del endeudamiento público externo para lograrlo.[3] El riesgo es que, cuando surgen circunstancias adversas sobre las cuales el gobierno no tiene control, como la desaceleración natural de la economía al final de un ciclo, el colapso del precio de los productos de exportación (generalmente materias primas o productos con un bajo contenido de valor agregado en el caso de los países emergentes) o el alza del precio de algún insumo importado esencial para la actividad económica (como el petróleo), los países (gobiernos y empresas) pierden su capacidad de cumplir sus compromisos frente al exterior.

Ante lo inesperado de la situación, la mayoría de los gobiernos recurren al impuesto inflacionario para disminuir la carga interna de su endeudamiento, y a la renegociación con sus acreedores externos para limitar la magnitud de los pagos hacia el exterior y buscar una quita de capital. Sin embargo, al detonarse la espiral inflacionaria, se complica el escenario macroeconómico de los países, y para controlarla, frecuentemente es necesario solicitar el apoyo de organismos financieros internacionales (el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, entre otros), cuyos planes de estabilización tienen consecuencias en la actividad económica doméstica (políticas antiinflacionarias, reducción forzada del déficit fiscal, privatización del sector productivo que está en manos del Estado, etc.).

Para los propósitos exploratorios que propone este trabajo, estos tres prototipos simplificados son suficientes para caracterizar la mayoría de los episodios de crisis financieras registrados en la historia moderna. Aun cuando en los momentos de mayor turbulencia, como en el periodo 2007-2009, la interacción entre el sector financiero, el sector fiscal y el tipo de cambio fue sustantivamente distinta de un

[3] Éste fue un fenómeno recurrente durante el siglo XX en América Latina. Tanto gobiernos civiles como militares utilizaron el gasto gubernamental para atraer las simpatías de la población y muchas veces recurrieron a la impresión de billetes para lograr sus propósitos (Krugman, 2009).

caso a otro, es posible afirmar que los tres factores experimentan problemas simultáneamente y que, por lo general, es posible identificar a alguno de ellos como el protagonista.

Tipo de Crisis	Casos	Comentarios
I. Asociada al sector bancario	Argentina (1981) Chile (1981) Colombia (1982) Uruguay (1982)	El principal proponente fue Mishkin (1991, 1996).
I.a. Volatilidad en el entorno macroeconómico	Chile (1981). México (1982). Rusia (1998).	Cambios inesperados en el precio de *commodities* de exportación; movimientos bruscos de las tasas de interés
I.b. Problemas microeconómicos de los sistemas de intermediación financiera.	Argentina (1981). Chile (1981). Colombia (1982). Uruguay (1982). Estados Unidos (crisis de ahorros y créditos 1985-1990). Estados Unidos (crisis de las Hipotecas de Baja Calidad a partir de julio de 2007).	Problemas característicos de la intermediación financiera frecuentemente asociados a la existencia de información asimétrica; riesgo crediticio como resultado de políticas laxas; niveles insuficientes de capitalización de los bancos; aumento de las tasas de interés; riesgo moral debido a la presencia de un seguro de depósito.
II. Problemas de balanza de pagos	México (1982, 1994). Tailandia (1997). Malasia (1997).	Las causas principales son la sobrevaluación de la moneda y la falta de competitividad de las exportaciones.
III. Problemas de orden fiscal	México (1982). Brasil (1982). Argentina (1982). Grecia (2009). Irlanda (2009). Portugal (2009). España (2011).	La capacidad fiscal es insuficiente para hacer frente a los compromisos internacionales adquiridos por el gobierno

Las crisis financieras no son un fenómeno reciente; por el contrario, han sido consubstanciales a la evolución de la moneda y al desarrollo de los mercados financieros. Si algo puede afirmarse, es que la reciente Crisis Financiera (2007-2009) y su secuela, la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos (2009-2012), no serán las últimas de su género.

Debido a la relevancia económica que adquieren, el enorme costo social que representan y la demanda de instrumentar mecanismos apropiados para, al menos, minimizar la virulencia con la cual se expanden estos fenómenos, es una exigencia inaplazable abundar en el conocimiento del fenómeno desde un punto de vista analítico y científico. Es necesario partir del reconocimiento de lo que nos falta por comprender sobre estos fenómenos.

Para los propósitos que nos ocupan en este trabajo, las manifestaciones de mayor interés son las crisis bancarias y las crisis soberanas, así como los mecanismos de retroalimentación y contagio frecuentemente observados durante el periodo 2007-2012, por lo que en las dos secciones siguientes se presentan algunas de las generalidades más frecuentes.

4. Las Crisis Bancarias

Las crisis bancarias son un fenómeno recurrente de la economía de mercado, independientemente del nivel de desarrollo institucional, político y económico de los países. La Crisis Financiera 2007-2009 confirmó que estos hechos suceden indiscriminadamente y que sus elevados costos, así como sus repercusiones, siempre son graves. El daño provocado al nivel del tejido social tiene que ver con la pérdida de empleos formales y de ingresos familiares, lo que frecuentemente deriva en el incumplimiento de los compromisos crediticios adquiridos y el desprendimiento de activos duraderos –automóviles y residencias, entre otros–, además de crear un círculo vicioso.

Una crisis bancaria normalmente tiene consecuencias de carácter fiscal. Dada su magnitud, las crisis sistémicas dejan pocas opciones viables para que la sociedad pueda reaccionar. Y ante la urgencia de enfrentarlas, debido a su dinámica destructiva, la intervención gubernamental es casi inevitable. Cuando, a pesar de todo, el gobierno decidió no tomar cartas en el asunto, la crisis se hizo abismal y sus consecuencias socioeconómicas llegaron a un extremo inaceptable (por ejemplo, la Gran Recesión de los años 30 del siglo XX). La respuesta gubernamental se hace presente con la activación de medidas fiscales de estabilización y la ejecución de una política fiscal anticíclica.

La deuda pública aumenta como resultado de los recursos utilizados para rescatar al sistema bancario. Adicionalmente, se eleva su costo debido a la percepción de mayores riesgos por parte de los participantes en el mercado (y en tiempos más recientes, por el reajuste de la clasificación de riesgo crediticio por parte de las agencias calificadoras), lo cual resulta en la exigencia de un mayor premio por riesgo.

En este contexto, el papel que corresponde al sistema bancario como intermediario entre los agentes económicos que generan excedentes financieros y aquellos que los utilizan para llevar a cabo nuevas inversiones en proyectos productivos o simplemente para financiar sus necesidades de capital de trabajo, se ve afectado profundamente. Los bancos comerciales afectados por el problema que detona una crisis bancaria son frecuentemente objeto de liquidaciones, adquisiciones o rescate por parte del gobierno, por lo que, en lo inmediato, son incapaces de continuar su actividad normal de intermediación y suspenden la oferta de crédito a sus clientes. Y cuando los clientes están desprovistos de la principal fuente de financiamiento que suelen utilizar, se ven obligados a cancelar proyectos de inversión, dejan de generar empleos y llegan a registrar una falta de liquidez que puede poner en riesgo su viabilidad como negocio.

Los bancos también realizan operaciones de otorgamiento de crédito y/o de inversión de excedentes temporales de recursos en otros bancos comerciales, los cuales se ven afectados indirectamente, en mayor o menor medida. Pueden verse obligados a disminuir su ritmo de actividad, registran pérdidas y, eventualmente, pasan a ser un eslabón más de la crisis sistémica. Esta concatenación de impulsos recesivos tiene un efecto agregado en la economía real. En cuanto a los gobiernos, la consecuencia de una merma en la actividad económica es una disminución significativa de la captación fiscal.

Por lo general, los estudios que han documentado los costos fiscales de una crisis bancaria se han limitado a considerar los recursos utilizados por el gobierno para sanear los entes bancarios afectados directamente, ya sea mediante la inyección de recursos frescos para la resarcir su capital, o bien adquiriendo activos financieros ilíquidos con la intención de proporcionar al sistema los recursos necesarios para reiniciar su actividad normal. Cuando algunas entidades bancarias son declaradas insolventes y procede su venta, fusión o liquidación, las autoridades gubernamentales tienen el compromiso de asegurar un proceso ordenado y garantizar los depósitos del público. No obstante, este sucinto catálogo de costos directos es solo una fracción de los costos totales que debe asumir el gobierno.

De acuerdo con Reinhart y Rogoff (2009), la evidencia histórica reciente indica que el saldo de la deuda pública en los países donde se presenta una crisis bancaria aumenta 86%, en promedio, durante los tres años posteriores a una crisis bancaria. Ésta es una medición agregada del posible impacto fiscal, que incluye tanto costos directos como indirectos y que, por supuesto, se ve afectada por las circunstancias particulares en las que se gesta una crisis, incluida la magnitud de la respuesta del gobierno en cuestión.

Dichos autores clasifican las crisis bancarias de forma muy simple. Identifican como un primer tipo las que surgen en países con un menor nivel de desarrollo económico relativo, en los cuales existen sistemas financieros "reprimidos" caracterizados por la inexistencia de opciones de inversión/financiamiento adicionales a las ofrecidas por los bancos comerciales, y en ocasiones ésta última oferta es severamente limitada a unos pocos productos de ahorro y/o financiamiento.

Cuando existen condiciones de represión financiera, los bancos convencionales pasan a ser vehículos que permiten a los gobiernos "extraer" impuestos indirectos a los ciudadanos al monopolizar el sistema de ahorros y pagos. Los bancos facilitan que el gobierno se apropie de cierto tipo de impuesto al forzar a los clientes a ahorrar en dichas instituciones, ya que no se permite la existencia de otro tipo de intermediarios. Por su parte, el gobierno utiliza los recursos depositados en los bancos mediante empréstitos, requerimientos de reserva, "cajones" destinados a propósitos particulares u otros mecanismos *ad hoc* justificados con el argumento de que ese

capital es indispensable para el desarrollo económico. Esto permite a los gobiernos financiar una parte significativa de su deuda con una tasa de interés muy baja.[4]

La represión financiera, por lo tanto, constituye una forma de impuesto. Los ciudadanos depositan su dinero en los bancos porque tienen pocas opciones seguras para sus ahorros. Los gobiernos establecen regulaciones y restricciones que obligan a los bancos a prestar el dinero recibido de los depositantes para financiar la deuda pública. Y cuando los bancos son administrados por el gobierno, éste simplemente emite las instrucciones necesarias para que las instituciones bancarias les otorguen el financiamiento que necesita.

Otras manifestaciones de la represión financiera que utilizan algunos gobiernos es el establecimiento de topes a las tasas de interés, al tiempo que se genera inflación, por lo que los depositantes experimentan una pérdida de poder adquisitivo debido a las tasas reales negativas. En casos extremos, si los mecanismos anteriores no satisfacen las necesidades de fondeo de los gobiernos, puede suscitarse el incumplimiento de los pasivos gubernamentales, de manera que los depositantes experimentan una pérdida. Ocasionalmente, el gobierno ofrece un seguro de depósito, pero cuando se presenta una situación de incumplimiento, simplemente se retracta y no cumple su promesa.

Un segundo prototipo de crisis bancaria, que se presenta tanto en mercados emergentes como en economías avanzadas, corresponde al concepto ampliamente aceptado de un colapso generalizado del sistema bancario comercial. Por lo general se manifiesta como una corrida bancaria. Los bancos tradicionalmente reciben depósitos a corto plazo, los cuales representan pasivos exigibles en forma casi inmediata. Sin embargo, los créditos que otorgan tienen plazos de madurez de mediano y largo plazo. Esto significa que un negocio bancario aparentemente saludable, que disfruta de la confianza del público ahorrador y que utiliza esos recursos para otorgar créditos de manera selectiva y meticulosa, asegurando un mínimo de garantías y corroborando la capacidad de pago del receptor, puede verse inmerso en una situación complicada si sus depositantes deciden retirar su dinero al mismo tiempo debido a noticias (fundadas o infundadas) sobre pérdidas ocultas, fraudes contables o alguna otra situación negativa.

[4] En México, durante los casi 10 años que el sistema bancario estuvo en manos estatales (1982-1991), los bancos se dedicaron casi exclusivamente a captar depósitos del público para transferirlos al gobierno federal, que enfrentaba una precaria situación como resultado de la austeridad impuesta por los organismos financieros internacionales (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial) después de la moratoria de la deuda externa anunciada en septiembre de 1982 (al mismo tiempo que se dio a conocer la expropiación de los bancos). La desviación de los recursos de la sociedad para financiar al gobierno hizo inaccesible el crédito para empresas e individuos, lastró la recuperación económica y, por si lo anterior no fuera suficientemente delicado, también tuvo como consecuencia la atrofia de la principal actividad del sistema bancario: el análisis y otorgamiento de créditos. Cuando la banca fue reprivatizada, los banqueros habían perdido una buena parte de su experiencia práctica, y la mayoría de los analistas de crédito "experimentados" habían abandonado el sistema. La crisis bancaria de 1995 tuvo sus antecedentes precisamente en aquella época.

Las corridas bancarias también pueden ser provocadas por "contagio" cuando uno o varios bancos comerciales sufren pérdidas debido a una causa generalizada, que fue lo que pasó en Estados Unidos al inicio de la crisis de las Hipotecas de Baja Calidad. En ese caso, la corrida tiene lugar por el temor de que la afectación común pueda estar presente en bancos que realmente no tienen problemas.

La vulnerabilidad de los bancos comerciales frente a la psicología de los depositantes se debe a su propia naturaleza. Como intermediaria que transforma depósitos de corto plazo en créditos de largo plazo, la banca normalmente dispone de los recursos líquidos necesarios para enfrentar retiros de depósitos con suficiente margen de confianza. Sin embargo, durante una corrida, los depositantes pierden la confianza y retiran la totalidad de sus depósitos al mismo tiempo. En la medida que los retiros agotan la liquidez del banco, éste se ve obligado a liquidar sus activos (inversiones de tesorería como bonos del gobierno, de empresas corporativas, etc.) para responder a la demanda de sus depositantes.

Pero la posibilidad de vender activos financieros en un mercado donde todos los bancos intentan hacer lo mismo resulta, como es de esperarse, en una baja generalizada de las cotizaciones de los activos financieros. Por lo tanto, los bancos comerciales se ven obligados a liquidar sus posiciones con pérdidas significativas. La magnitud dependerá del tipo de activos financieros en cartera y de su liquidez, así como de la duración de la crisis sistémica.

Es importante señalar que, en tales circunstancias, los activos caracterizados por una alta liquidez pueden llegar a convertirse en poco líquidos, y tal situación se agrava al prolongarse la crisis. La descripción de este fenómeno permite comprender con mayor claridad cuáles fueron las razones del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos para tomar la iniciativa de recomprar bonos de todo género y facilitar que los bancos comerciales comenzaran a recuperar su liquidez durante la Crisis Financiera que inició en 2007. De no haber intervenido para evitar la sequía de los mercados financieros, el impacto en el sistema de pagos del país habría sido catastrófico y, por supuesto, habría conducido a la economía más grande del planeta a un colapso inmediato de proporciones inimaginables.

Capítulo 2

Crisis Financieras de fines del siglo XX

Roberto J. Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

María de Lourdes Dieck Assad
Decana
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

Alejandro Fonseca Ramírez
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

Introducción

Los últimos 20 años del siglo XX fueron escenario de una enorme cantidad de transformaciones de las relaciones económicas y financieras internacionales. Desde mediados de los 80, muchos países iniciaron reformas regulatorias de sus economías, particularmente la apertura comercial, gracias a la cual se impulsó el comercio transfronterizo y transcontinental a gran escala.

En el sector financiero también se llevó a cabo una vasta desregulación, la cual, a su vez, promovió una mayor integración de los mercados internacionales y se impulsó la globalización financiera. A esos procesos se debe, en buena medida, el incremento de los flujos de capital internacional, la incursión de nuevos jugadores en la intermediación bancaria y la consolidación de nuevos mercados bursátiles.

Pero, aun cuando las olas de reformas estructurales y los esfuerzos de modernización acapararon la atención durante los 90, en forma simultánea surgieron varias crisis financieras en distintas latitudes del planeta. Con excepción de la Crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992, que fue resultado de una política monetaria excesivamente rígida cuyo propósito fue la convergencia macroeconómica de los países candidatos a incorporarse a la Unión Monetaria Europea hacia fines del siglo, las demás crisis financieras de los 90 y principios del siglo XXI estuvieron marcadas por un común denominador: todas se gestaron en los países emergentes, considerados en esa época como los eslabones débiles de la economía mundial.

Aunque en la mayoría de las naciones emergentes afectadas por las Crisis Financieras de Fin de Siglo se observaban avances en materia de desregulación económica, lo cual impulsó la industrialización y modernización, así como una creciente participación en los flujos de comercio internacional, es evidente que en la mayoría de los casos también existían problemas provocados por decisiones equivocadas de política macroeconómica, o problemas estructurales que hacían que esas economías se volvieran más susceptibles a los *shocks* del entorno internacional.

Algunas de las principales deficiencias estructurales estaban presentes en aspectos tales como la amplitud y calidad de su infraestructura, la escasa modernidad, lo incipiente de la industria financiera, los deficientes niveles de desarrollo humano y educación, o la falta de transparencia y el difícil acceso a la información, tanto en el sector público como en el privado.

Pero entre las causas que pueden explicar las crisis, también hubo detonadores provenientes del exterior.

La crisis mexicana de 1994 se originó en la decisión de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal contra la inflación, una medida heterodoxa cuyos resultados fueron satisfactorios en cuanto al objetivo propuesto, pero que tuvo efectos colaterales al favorecer la sobrevaluación de la moneda y profundizar el déficit de la balanza comercial. A ello se agregaron problemas políticos internos, como el le-

vantamiento en el sureste del país, el asesinato del candidato presidencial en plena campaña, en marzo de 1994, y una elección tensa.

A lo anterior hay que agregar la determinación de elevar las tasas de interés en Estados Unidos, hecho que propició la salida de capitales invertidos en el país y contribuyó al agotamiento de las reservas internacionales. México había pasado a formar parte del Tratado de Libre Comercio para Norteamérica aquel año, la inversión extranjera alcanzaba niveles históricos y la inflación estaba por debajo del 10% anual. No obstante, los factores negativos pesaron más en la balanza y provocaron una crisis devaluatoria que tuvo graves repercusiones macroeconómicas y causó la quiebra del sistema bancario del país.

Los países del sudeste asiático (Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán y Hong Kong) fueron arrastrados por una turbulencia contagiosa en 1998; si bien los fundamentales económicos no se encontraban en niveles óptimos, sí estaban en condiciones convencionales en un entorno internacional favorable en términos generales. Sin embargo, este grupo de naciones enfrentaba riesgos potenciales derivados de una liberalización financiera apresurada y un marco de supervisión inadecuado, lo que contribuyó a una entrada indiscriminada de capital extranjero. El exceso de influjos provocó, a su vez, tres problemas: un creciente déficit en su balanza comercial –y, en consecuencia, una creciente dependencia de la llegada de flujos adicionales–; fragilidad financiera, sobre todo en el sector bancario comercial, y la presencia de burbujas especulativas en algunos sectores de sus economías.

Brasil y Rusia enfrentaron problemas institucionales relacionados con la manera en que funcionaban las finanzas públicas centrales y las de las distintas regiones o estados. Una falta de consenso entre los actores llevó a enfrentamientos políticos cuyas consecuencias fueron la suspensión del servicio de la deuda contraída, sobre todo con inversionistas extranjeros, el agotamiento de las reservas internacionales y, eventualmente, fuertes devaluaciones. En ambos países, sin embargo, las devaluaciones contribuyeron a aumentar la competitividad de las exportaciones y lograr una pronta recuperación.

El caso de Argentina destaca por las difíciles relaciones de convivencia entre los objetivos políticos y económicos. Al grupo que estaba en el poder desde comienzos de los años 90 le correspondió el mérito de abatir la hiperinflación con el establecimiento de un sistema de paridad cambiaria apoyado por la creación de una Caja de Convertibilidad que en los hechos sustituyó a la política monetaria del país. La fijación del tipo de cambio 1 a 1 propició la entrada de capitales y la reactivación de la economía, hasta que comenzó a hacerse evidente que la planta productiva no podía competir con la de Estados Unidos.

En 1994, la turbulencia desatada por la devaluación del peso mexicano provocó en Argentina una grave inestabilidad financiera que afectó, principalmente, al sector bancario. Aunque en aquel momento podría haber sido oportuno desligarse del dólar, los compromisos políticos y la inercia social impidieron realizar los ajustes ne-

cesarios. Varios años después, en 2001, el país había agotado todas sus alternativas y se vio obligado a abandonar la paridad fija cuando todas las condiciones, internas y externas, resultaban desfavorables.

Los primeros episodios de la crisis financiera tuvieron un carácter expansivo. Su erupción generó ondas de reverberación que rápidamente rebasaron las fronteras de los países de origen y produjeron una turbulencia inesperada en otras economías nacionales, regiones geográficas cercanas e, incluso, en los mercados financieros más desarrollados del mundo, un fenómeno hasta entonces desconocido. Por tal razón, las Crisis Financieras de Fin de Siglo pueden ser caracterizadas como un fenómeno diferente y peculiar que anticipó la gran complejidad de ese tipo de fenómenos en la era de la globalización financiera y, particularmente, los trazos elementales de la Crisis Financiera de 2007-2009 y sus secuelas.

Basta parafrasear al presidente director del Fondo Monetario Internacional, Michel Camdessus, quien calificó la crisis devaluatoria y bancaria mexicana de 1994 (conocida como la Crisis del Tequila) como la "primera crisis del siglo XXI".[1] Cabría matizar que, aunque la manifestación del contagio de la Crisis del Tequila hacia muchos otros países, particularmente de América Latina, fue el atributo distintivo de aquella crisis, es necesario dejar en claro que, en igualdad de circunstancias, la mexicana habría sido una crisis devaluatoria más de fin de sexenio, como había sucedido en los últimos tres relevos presidenciales. Sin embargo, las profundas transformaciones tecnológicas y regulatorias en el resto del mundo crearon las condiciones necesarias para la expansión de las ondas de inestabilidad resultantes. El mundo había cambiado en lo fundamental y, a partir de aquel momento, todos los episodios posteriores de crisis financieras adquirieron una dimensión nueva: el contagio transnacional y la posibilidad de convertirse en crisis internacionales.

Reinhart y Rogoff (2009) documentan ampliamente que las crisis financieras no son un fenómeno reciente, pero las de finales del siglo XX fueron cualitativamente distintas por el fenómeno de contagio. En una primera instancia resultaron afectados los países semejantes en cuanto a nivel de desarrollo y cercanos geográficamente, aunque también, en cierta medida, hubo repercusiones en naciones distantes y/o de diferente desarrollo. Fue un síntoma claro de la integración internacional de las economías, particularmente en el sector financiero, pero también de la creciente actividad comercial y el incremento de los flujos de inversión extranjera directa entre países y bloques de naciones.

En todas las Crisis Financieras de Fin de Siglo estuvo presente un conjunto de variables y fenómenos catalizadores asociados a la modernidad. Sin ellos, tales episodios habrían sido menos intensos y no habrían alcanzado una repercusión geográfica tan

[1] Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises-the Role of the IMF, address by Michel Camdessus, Managing Director of the International Monetary Fund at the 25th Washington Conference of the Council of the Americas, en "Staying the Course: Forging a Free Trade Area in the Americas". Washington, D.C., May 22, 1995.

amplia. Las mutaciones más profundas se debieron a la revolución tecnológica en las comunicaciones y el procesamiento de datos, la desregulación doméstica de la industria financiera y la apertura de numerosos mercados nacionales a los flujos de inversión extranjera.

1. La crisis mexicana de 1994 (Crisis del Tequila)

Doce años antes de la Crisis del Tequila, México fue sacudido por una crisis económica y financiera de grandes proporciones al final del sexenio del presidente José López Portillo. El antecedente inmediato fue el descubrimiento de yacimientos petroleros en el sureste del país hacia 1976, ya que la riqueza petrolera recién descubierta había justificado la decisión del gobierno de contratar una enorme cantidad de créditos en el extranjero con la intención de desarrollar una potente industria petrolera, no solo capaz de satisfacer la creciente demanda interna de combustibles y productos derivados, sino también de convertirse en una fuente generosa de divisas internacionales a partir de la exportación de crudo, pues se esperaba que los pozos descubiertos permitieran producir abundantes excedentes.

Pero aquella prometedora estrategia adoleció de una debilidad: las autoridades políticas no tuvieron la capacidad de comprender la dinámica del mercado petrolero internacional y de actuar en consecuencia. Con la ventaja que da la perspectiva histórica, hoy queda claro que una de las equivocaciones más graves de los planificadores de aquella época fue haber supuesto que continuaría la escalada de precios impulsada por el embargo petrolero de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) en 1973 y la posterior crisis política en Irán en 1979. Se pensó que se trataba de una tendencia irreversible y, con base en ese falso supuesto, se elaboraron pronósticos demasiado optimistas de los precios futuros del petróleo, los cuales sirvieron de plataforma para negociar empréstitos externos que, en un lapso de seis años (1976-1982), casi quintuplicaron la deuda externa de México.[2]

El supuesto fundamental de toda la estrategia fue la expectativa de precios continuamente al alza, con lo que el país podría hacer frente a todos sus compromisos financieros con holgura. Y aunque numerosas voces expertas ajenas al gobierno trataron de hacerse escuchar para advertir sobre la inminencia de un quiebre en la tendencia alcista de la cotización del petróleo, no fueron tomadas en cuenta.

La falta de experiencia e información sobre el comportamiento y las tendencias del mercado petrolero internacional impidieron que el gobierno se percatara de que durante la segunda mitad de los años 70, las fuerzas de la oferta y la demanda habían comenzado a actuar para responder a los exorbitantes precios del petróleo. Baste recordar que entre 1973 y 1979, el barril de crudo aumentó de 5 a 35 dólares.[3]

[2] Al finalizar el sexenio de Luis Echeverría Álvarez, la deuda soberana del país frente al extranjero había alcanzado 16,000 millones de dólares, en tanto que al término del gobierno de José López Portillo, ascendía a 80,000 millones de dólares.
[3] http://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

En primer lugar, los elevados precios justificaron la exploración y explotación de nuevos pozos con altos costos; en segundo, los principales países consumidores iniciaron agresivas campañas para reducir el consumo de energía y buscar fuentes alternativas. En resumen, al incrementar la oferta y disminuir la demanda, los precios internacionales del crudo registraron durante el verano de 1981 una inflexión en su tendencia alcista, y al comenzar la fase descendente, se redujeron sustantivamente los ingresos del gobierno mexicano en dólares, lo que hizo cada vez más difícil enfrentar los vencimientos de los créditos de corto plazo utilizados para la mayor parte de la deuda denominada en moneda extranjera. En paralelo a la contracción de la economía y la fuga masiva de capitales, el presidente López Portillo expropió la banca mexicana el primero de septiembre de 1982, devaluó el tipo de cambio y declaró la suspensión temporal del pago de la deuda externa.

El país estaba en bancarrota, la insolvencia amenazaba la supervivencia de las empresas mexicanas y la incertidumbre prevalecía en todos los ámbitos de la economía. Fue necesaria la intervención del Fondo Monetario Internacional y el programa de estabilización impuesto redujo sustantivamente la tasa de crecimiento del país, pero no abatió la inflación. No fue sino hasta 1986 cuando el gobierno mexicano decidió cambiar la estrategia macroeconómica y tomó la iniciativa con la implementación del Plan de Solidaridad Económica, programa de medidas heterodoxas que permitió restablecer la estabilidad y reiniciar el crecimiento.

Entre 1989 y 1993 se logró una recuperación económica moderada, con estabilidad relativa de los precios y un tipo de cambio controlado. Y el primero de enero de 1994, México pasó a formar parte del Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLCAN), generando todo tipo de expectativas favorables. Sin embargo, la utilización de la política cambiaria como herramienta para controlar las presiones inflacionarias había dado lugar a un creciente desequilibrio de la balanza comercial y se pronosticaba que, en 1994, el déficit alcanzaría el 9% del PIB.[4] Además, a lo largo del año hubo algunos eventos (el levantamiento armado en el sureste del país, el asesinato de líderes políticos, elecciones presidenciales) que afectaron la confianza de los inversionistas y provocaron la fuga de capitales. Al tomar posesión el gobierno del presidente Ernesto Zedillo, en diciembre de 1994, las reservas internacionales del Banco de México se encontraban en niveles muy bajos y continuaba la salida de capitales que había comenzado desde los primeros meses del año. Por eso, el gobierno tomó la decisión de abandonar la paridad oficial de la moneda y pasar a un régimen de flotación.[5]

La devaluación inicial y el anuncio de la flotación del peso resultaron en una modificación de la paridad de más del 100%. Se trataba de un problema muy grave para las finanzas públicas debido al vencimiento inminente de casi 20,000 millones de dólares de Tesobonos, bonos soberanos denominados en moneda extranjera cuya equivalencia nominal en pesos se había duplicado. La devaluación también provocó

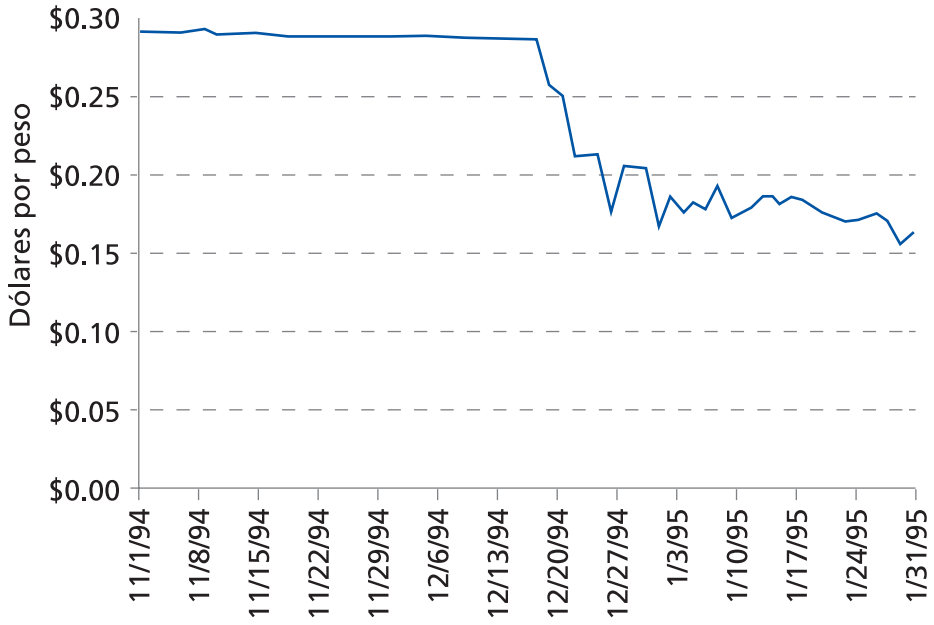
[4] Le Page, J. M. (2003). *Crises Financières Internationales et Risque Systémique.* Editions De Boeck Universitaire, p. 49.
[5] Fue una decisión fuertemente cuestionada y coloquialmente conocida como "el error de diciembre".

cuantiosas pérdidas en los balances generales de las empresas que habían recurrido al endeudamiento en moneda extranjera para financiar sus planes de inversión anticipándose a las oportunidades que se abrían con el ingreso de México al TLCAN.

Sin duda, el sector más afectado por la devaluación fue el de los bancos mexicanos, cuya estrategia de fondeo en dólares para prestar en pesos había resultado muy rentable bajo el sistema de paridad con deslizamiento programado, pues el costo del crédito en dólares había sido sustancialmente menor que la tasa activa a la cual prestaban en el mercado doméstico. Puesto que la cartera de créditos de los bancos mexicanos estaba denominada en pesos, en el mejor de los casos sufrirían pérdidas por incumplimiento de los acreditados afectados por la devaluación. Sin embargo, la gran cantidad de pasivos denominados en dólares (y otras monedas más fuertes) aumentaron su equivalencia en pesos proporcionalmente a la devaluación, lo cual prácticamente eliminó el capital de la mayoría de los bancos.

Los nuevos socios comerciales, Estados Unidos y Canadá, respondieron de inmediato a la solicitud del gobierno mexicano con líneas de crédito suficientes para enfrentar los compromisos en el corto plazo, al tiempo que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial nuevamente se aprestaron a integrar un paquete de créditos puente y un plan de medidas macroeconómicas de austeridad para restablecer la estabilidad y el crecimiento del país.

Gráfica 1
Devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), 2012.

La brusca devaluación del peso mexicano desestabilizó los mercados financieros de varios países de América Latina –especialmente Argentina y Brasil–, del sudeste asiático y de Europa del Este, dando lugar a lo que podría considerarse el primer episodio de un fenómeno de contagio iniciado en un país emergente,[6] fenómeno que habría de repetirse unos años después durante las crisis asiática, rusa, brasileña y argentina.

El impacto de la devaluación del peso se transmitió rápidamente al sector real de la economía y tuvo como resultado una contracción equivalente al 7% del PIB en 1995. En tanto, la actividad industrial registró un decrecimiento del 15%.[7] En cuanto a los bancos mexicanos, fue necesario un rescate gubernamental, el cual terminó por ser una nueva estatización de *facto*.

Al reflexionar en torno de la intensidad del efecto de la devaluación del peso mexicano en la estabilidad de los mercados financieros argentino y brasileño, llama la atención que haya sido de esa manera, dado el bajo valor de las relaciones comerciales y financieras existentes entre los tres países en ese entonces. Todo indica que el principal factor de contagio fue la decisión de los inversionistas norteamericanos de retirar sus capitales de América Latina y de otras regiones emergentes ante el temor de que un episodio devaluatorio en alguno de los países en desarrollo pudiera ser una señal de una catástrofe de mayores proporciones. Ante los ojos de los inversionistas y de los administradores de fondos de inversión especializados en mercados emergentes, las causas últimas de la devaluación eran difíciles de discernir, por lo que, anticipando pérdidas mayores, prefirieron retirar sus capitales. Y al hacerlo, provocaron bajas dramáticas en los precios de los activos financieros, así como fuertes presiones en la paridad de las monedas, pues la intención era reconvertir sus capitales a dólares.

2. La crisis del sudeste asiático

A partir de los años 60 se registró un crecimiento económico excepcional en la zona suroriental del continente asiático, particularmente en Tailandia, Malasia, Filipinas e Indonesia. Y en el extremo nororiental del continente, Corea empezó a destacar. Sus altas tasas de crecimiento fueron resultado del uso intensivo de capitales extranjeros para complementar su escaso ahorro interno. Los flujos de capital extranjero habían llegado abundantemente durante los últimos 30 años, tanto en la modalidad de inversión extranjera directa como en la forma de crédito externo proveniente de Estados Unidos, Europa Occidental y Japón, principalmente.

[6] A la devaluación de diciembre de 1994 también se le conoce como "El Efecto Tequila" por sus reverberaciones desestabilizadoras en muchos países emergentes.
[7] Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W Norton and Company, Inc. New York, p.53.

Entre los llamados "tigres asiáticos", destaca Tailandia, que desde mediados de los 80 había mantenido la mayor tasa de crecimiento económico del mundo, razón por la cual se pronosticaba que llegaría a formar parte de las 10 economías más grandes del mundo en 2020. El panorama cambió a mediados de mayo de 1997, cuando su moneda, el baht, fue objeto de un primer ataque especulativo. Sin embargo, la oportuna intervención del Banco Central, en coordinación con el Banco Central de Singapur, logró contener el ataque (Le Page, 2003).

Al mes siguiente, la posición de balanza de pagos de Tailandia había empeorado, y a pesar de que el gobierno se resistía a devaluar, la renuncia del ministro de Finanzas, Amunay Viravan, provocó una drástica caída en el mercado bursátil de ese país, que llegó a su nivel más bajo en ocho años ante la inminencia de una devaluación. Tan solo cinco días después del nombramiento del nuevo ministro de Finanzas, Thanong Bidaya, se dio a conocer que el Banco Central de Tailandia prácticamente se había quedado sin reservas internacionales. El 2 de julio de 1997, el gobierno decidió abandonar la paridad fija de su moneda con respecto al dólar de Estados Unidos, y seis meses después, tanto el baht como las monedas de los demás "tigres asiáticos", registraron una depreciación cercana al 100% (James Newton & Michael Enright, 2009).

El exitoso crecimiento de los países del sudeste asiático y Corea había mostrado características comunes en todos los casos. Su estrategia de industrialización se había basado en la construcción de capacidad productiva para las actividades que poco a poco estaba abandonando Japón, remplazándolo gradualmente en los mercados de exportación de productos de mediana complejidad a medida que aquel país se especializaba en sectores de mayor sofisticación tecnológica y suspendía la producción de mercancías de menor valor agregado. Así, los nichos industriales que Japón dejaba vacantes se convirtieron en oportunidades que no dejaron pasar los "tigres asiáticos".

No obstante, los ramos que escogieron para su despegue industrial (producción de electrodomésticos, de consumibles de plástico, textiles, etc.) se caracterizaban por bajas barreras a la entrada, lo cual generó un problema de capacidad productiva instalada excedente. Además, otras naciones siguieron una estrategia semejante en regiones geográficas que antes importaban esos productos, por lo que los mercados tradicionales dejaron de representar una salida segura para la producción. Todo ello dio como resultado una menor competitividad exportadora.

El antecedente inmediato de la crisis devaluatoria tailandesa fue la tendencia decreciente en los flujos de entrada de capitales internacionales como consecuencia del deterioro de la competitividad internacional de sus actividades manufactureras. A su vez, la competitividad de la industria manufacturera se había visto afectada por la sobreoferta de productos similares en todos los países del área. Ante el desequilibrio de la balanza comercial, el Banco Central de Tailandia intentó sostener la paridad cambiaria elevando sus tasas de interés de referencia, medida complementada con operaciones de mercado abierto para vender dólares y yens con el fin de fortalecer

el baht. Sin embargo, las reservas internacionales se agotaron con rapidez debido a una fuga de capitales atizada por actividades especulativas.[8]

Como resultado de la drástica baja de la paridad del baht, los productos tailandeses se hicieron más atractivos para los importadores que los de otros países vecinos, y mermaron los márgenes de los productores de Malasia, Indonesia, Filipinas y Corea. Eventualmente, esa presión comercial sería uno de los detonadores más importantes de la devaluación secuencial de las monedas de esos países. Sin embargo, ni el efecto comercial, ni las transacciones financieras entre los países del grupo ASEAN (Association of South East Asian Nations) podrían explicar la profundidad y amplitud de la turbulencia provocada por la devaluación del baht. Todo indica que el principal factor de contagio entre las economías del sudeste asiático fue la inmediata suspensión y subsecuente salida de los flujos de capital internacionales administrados por los fondos de inversión especializados en países emergentes.

La manera en que las economías asiáticas estaban asociadas en la mente de los inversionistas internacionales tuvo mayor importancia que los vínculos comerciales y las condiciones macroeconómicas. Durante el periodo de alto crecimiento de la región, los inversionistas habían alimentado la percepción de un milagro asiático, pero cuando la economía de uno de esos países mostró debilidades estructurales, la confianza de que gozaban los demás miembros del grupo también se vio afectada rápidamente (Paul Krugman, 2009).

En una primera etapa, la devaluación del baht contagió a los países más grandes del grupo ASEAN (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia).[9] Posteriormente, la presión llegó al norte de Asia, en especial a Corea y Taiwán. Finalmente, en una tercera fase, la presión especulativa se dejó sentir con toda su fuerza en Hong Kong. Aunque es posible identificar numerosas similitudes en las tres etapas, es importante destacar la manera cómo las tensiones y los ataques especulativos de gran escala se desplazaron de un área a otra, al tiempo que provocaban incertidumbre e inestabilidad en los mercados accionarios y de crédito de todo el planeta. Una vez más se hizo presente el síndrome de las reverberaciones de incertidumbre y pérdida de confianza más allá de las fronteras del país de origen del problema financiero.

[8] Cuando la paridad de una moneda se considera sólida, es fácil atraer inversionistas deseosos de obtener rendimientos atractivos. Pero en el momento que pierde credibilidad la estabilidad cambiaria, se suspende la oferta de crédito externo y se presenta una salida masiva de divisas. A su vez, la caída de la liquidez interna, como consecuencia del alza en las tasas de interés, provoca numerosas quiebras de empresas y agrava los problemas que confrontan los intermediarios financieros locales.

[9] La Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) se formó el 8 de agosto de 1967. Sus miembros fundadores fueron Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. Posteriormente se incorporaron Brunei, Burma, Camboya, Laos y Vietnam. Sus objetivos incluyen promover el desarrollo económico, social y cultural de los países miembros, así como asegurar la paz y la estabilidad regional (http://www.asean.org/).

Durante mayo de 1997 comenzó un primer ataque especulativo contra el peso filipino, por lo que el Banco Central de ese país elevó su tasa de interés *overnight*[10] en 175 puntos base,[11] hasta 13%, con la intención de evitar que la inestabilidad del baht afectara a su moneda. Sin embargo, en los primeros días de julio, después del anuncio de la libre flotación del baht y su posterior tendencia a la baja, comenzó nuevamente la presión sobre el peso. Cabe hacer notar que Filipinas no tenía un problema de deuda externa tan grave como el de Tailandia. Su déficit en cuenta corriente era de aproximadamente 4.2% del PIB en 1996, nivel que, aunque preocupante, estaba lejos de ser tan severo como el tailandés, de 8%. El 2 julio, en respuesta a la devaluación del baht, el Banco Central de Filipinas elevó su tasa de interés de 15 a 24%, hecho que redujo la liquidez del mercado drásticamente y afectó a los especuladores ("cortos" en pesos y "largos" en dólares), al tiempo que vendía más de 500 millones de dólares para defender el peso (Henderson, 1998).

Sin embargo, el ataque especulativo no cedió, y hacia el final de esa semana aumentó en intensidad. Ante la continua presión, el Banco Central decidió elevar las tasas de interés hasta 32%, al tiempo que aumentaba el volumen de la venta de dólares. Se hicieron grandes esfuerzos para identificar quiénes eran los especuladores contra el peso y así tratar de bloquear sus operaciones a través del sistema bancario. Aunque los principales especuladores eran extranjeros, no cabe duda de que también hubo numerosas empresas e individuos filipinos que apostaron por la devaluación. El Banco Central tenía solamente 12,000 millones de dólares en reservas y no podía resistir mucho tiempo. Adicionalmente, las elevadas tasas de interés habrían terminado por colapsar la economía y el mercado bursátil experimentaba una drástica caída en los precios de las acciones. El viernes 11 julio, nueve días después de la devaluación tailandesa, el gobierno filipino se vio forzado a devaluar el peso.

Del 16 al 31 de julio, el Banco Central de Filipinas redujo sus tasas hasta niveles del 20%. Esto permitió poner un piso al mercado accionario y limitar el impacto económico del fallido intento por defender la paridad. El peso encontró gradualmente un tipo de cambio más estable, y después de haber alcanzado un máximo de 30 PHP/USD el 15 julio, al final del mes era de 28.98 PHP/USD, 10% por encima de su valor antes de la devaluación del baht, pero por debajo del máximo alcanzado (Henderson, 1998).

Antes de 1997, Malasia había sido uno de los países del sudeste asiático más exitosos. Pero a pesar de su impresionante tasa de crecimiento anual de más del 8%, no pudo evitar verse inmerso en la turbulencia que precipitó la devaluación del baht y, posteriormente, la de las demás monedas de la región.

[10] La tasa *overnight* es la que utilizan los bancos comerciales para prestarse entre sí de un día para otro. Al cierre de las operaciones diarias, un banco comercial puede experimentar un excedente de liquidez, o bien requerir mayor liquidez para cumplir sus compromisos con otros intermediarios o con el Banco Central. Los bancos con excedentes depositan su dinero en otros bancos a la tasa *overnight*.

[11] Un punto base es equivalente a una centésima parte de 1%.

Malasia tenía problemas importantes: sobreoferta de propiedades inmobiliarias, uso excesivo del crédito externo y déficit de cuenta corriente en su balanza de pagos. Y aunque estos aspectos técnicos podrían explicar las presiones sobre el ringgit, la primera ola de ventas especulativas de esa moneda tuvo lugar inmediatamente después de la devaluación del baht y del ataque inicial contra el peso filipino, lo que significa que fue un claro fenómeno de contagio.

La turbulencia y las presiones cambiarias se transmitieron de una moneda a otra, y los fundamentales económicos de los países de la región jugaron un papel secundario. Durante la segunda semana de julio, mientras el peso filipino era objeto de ataques especulativos, el Banco Central de Malasia se vio obligado a intervenir repetidamente para vender dólares al mercado en un intento por evitar que el ringgit se depreciara demasiado. Pero la intensidad del ataque fue tal que, tan solo en una semana, el Banco Central había gastado más del 10% de sus reservas internacionales para defender su moneda. Como suele suceder ante un ataque especulativo, el Banco Central de Malasia acompañó las ventas masivas de dólares con un alza de las tasas de interés. A su vez, un efecto colateral del aumento de las tasas fue una baja considerable en los precios del mercado accionario, lo cual precipitó a la bolsa de Kuala Lumpur por debajo de los niveles de precios observados desde enero de 1996.

El lunes 14 de julio, el Banco Central de Malasia abandonó su intento de defender el ringgit después de la caída de 18% en la paridad del peso el viernes anterior e influido, sin duda, por las consecuencias potenciales que podrían esperarse en términos de competitividad comercial para los países de la región que no devaluaran sus monedas. Aunque no se trató de un fenómeno de devaluaciones competitivas, sino de un contagio, resulta obvio que ante el déficit comercial de Malasia frente al exterior, su Banco Central no podía permitir que las exportaciones se vieran afectadas. El costo de mantener la paridad del ringgit era demasiado alto, y la probabilidad de tener éxito era muy baja. A partir del momento en que la paridad MYR/USD superó el nivel de 2.5250, el Banco Central de Malasia dejó de intervenir, y ésa fue una señal clara para el mercado. En cuestión de horas, la paridad llegó a 2.67 MYR/USD (Henderson, 1998).

Si bien era cierto que Malasia tenía problemas fundamentales considerables –y que había hecho relativamente poco para resolverlos–, al principio intentó sofocar el ataque especulativo contra su moneda. Indonesia, por su parte, enfrentaba problemas fundamentales potencialmente mayores, pero a diferencia de Malasia, había tomado más en serio el propósito de hacer algo al respecto.

A principios de julio, cuando el baht comenzó a flotar libremente y que tanto el peso como el ringgit estaban bajo ataque, la rupia también captó la atención de los especuladores. La reacción del Banco Central de Indonesia fue inmediata y tuvo una clara orientación al mercado. Amplió su banda de flotación de 8 a 12% el 11 de julio, el mismo día que el peso había sido devaluado. La medida tenía como propósito bajar las presiones especulativas antes de que comenzaran a crecer. Pero el lunes siguiente a la ampliación de la banda de flotación, la rupia empezó a caer y terminó la sesión 1.4% por debajo de su precio de apertura ese día (Newton & Enright, 2009).

Antes de que fuera ampliada la banda de flotación, los inversionistas habían sido atraídos por las tasas de interés en el mercado de dinero indonesio, cuyo nivel llegó a alcanzar 15%. Sin embargo, ampliar la banda de flotación en medio de la turbulencia de los mercados cambiarios de la región aumentó, en lugar de disminuir, la percepción de riesgo de los inversionistas con respecto a la rupia.

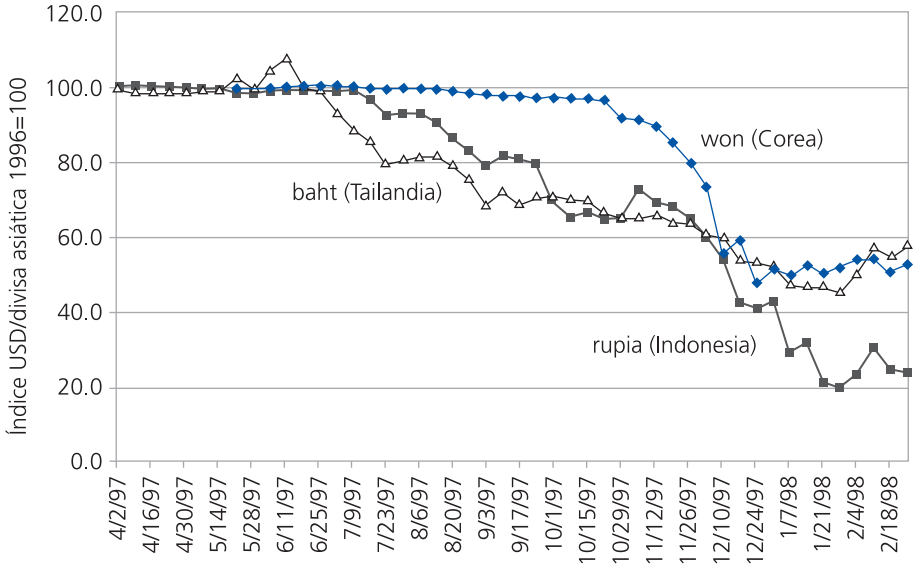
Aunque los funcionarios del gobierno de Indonesia intentaron minimizar los daños haciendo referencia al hecho de que los fundamentales del país eran sólidos y que la ampliación de la banda tenía como propósito disminuir las presiones especulativas, cualquier intento por tranquilizar los mercados era insuficiente. El 21 julio, la rupia perdió 7% de su valor contra el dólar y forzó al Banco Central a intervenir mediante ventas de dólares en el mercado *forward*, al tiempo que intentaba limitar la liquidez en el mercado de dinero, por lo que las tasas de interés nocturnas aumentaron rápidamente.

Para los especuladores que habían tomado posiciones contra la rupia –de la misma manera que anteriormente lo habían hecho contra el baht, el peso y el ringgit–, la devaluación de la moneda indonesia representó grandes ganancias. Sin embargo, para muchas compañías indonesias fue un duro golpe a sus finanzas debido al alto nivel de endeudamiento denominado en dólares que tenían en aquel momento, pues casi todos los créditos habían sido contratados sin cobertura cambiaria.

El Banco Central de Indonesia no tenía muchas alternativas ante el ataque especulativo. Sus reservas habían disminuido 10% en unas cuantas semanas, y optó por no agotar sus posiciones en divisas fuertes en un intento por contravenir lo que era inevitable. Sin embargo, en aquellos momentos, los corporativos indonesios, con urgentes requerimientos de dólares para cubrir sus posiciones (lo cual representó una presión adicional sobre el tipo de cambio), utilizaron su liquidez al límite, en tanto que el Banco Central reaccionó con una contracción de la liquidez y las tasas *overnight* se elevaron hasta 42% (Henderson, 1998).

El ataque especulativo contra las monedas de países de los países de ASEAN fue tan agresivo que aun el sólido dólar de Singapur se vio afectado. Por primera vez después de 10 años, la fase alcista de su paridad respecto al dólar de Estados Unidos sufrió un revés. En octubre, cuando las condiciones de los mercados de la región se caracterizaban por un sentimiento pesimista y, por lo tanto, las principales divisas estaban sobreofertadas, el tipo de cambio sobrepasó el nivel de 1.55 SGD/USD. Pero a diferencia de la mayoría de sus vecinos regionales, el gobierno de Singapur prefirió permitir el ajuste de los mercados facilitando el proceso, en lugar de obstaculizarlo. De acuerdo con el primer ministro de ese país, Gh Chok Tong, "no es posible luchar en contra del mercado". Declaró: "Si el mercado considera que por razones competitivas el tipo de cambio del SGD/USD debe ajustarse al alza, el gobierno lo acepta gustoso" (Henderson, 1998).

Gráfica 2
Evolución del valor relativo del baht, el won y la rupia (1997-1998)



Fuente: IMF, varios años; Banco Central de Tailandia, Banco Central de Indonesia y Banco Central de Corea.

Después de varios meses de hacer grandes esfuerzos para evitar un rescate internacional, Tailandia recibió el 20 agosto de 1997 un paquete de apoyo por 17,000 millones de dólares bajo el auspicio del Fondo Monetario Internacional. Tres meses más tarde, la misma entidad otorgaría 35,000 millones de dólares a Indonesia. Esas medidas lograron frenar el deterioro de las paridades de ambos países y fincar las bases para su posterior recuperación, no obstante el elevado costo social resultante de las medidas de saneamiento impuestas por el FMI como condición para renegociar la deuda.

Mientras la turbulencia financiera causaba estragos en los mercados del sudeste asiático, sus efectos también comenzaron a sentirse en el norte de Asia, particularmente en Corea del Sur. Aunque este país no tenía problemas con el mercado de bienes raíces, como era el caso con Tailandia, Malasia e Indonesia, su economía enfrentaba un excesivo endeudamiento porque la estrategia seguida para construir su impresionante plataforma exportadora durante los últimos 40 años se había basado en un endeudamiento agresivo. Al mismo tiempo, su política monetaria había mantenido bajas tasas de interés para apoyar la inversión productiva y el gobierno seguía una política económica de asignación de créditos de acuerdo con un plan de desarrollo económico. Su dependencia del crédito, particularmente del denominado en moneda extranjera, era una de las pocas debilidades de su exitoso modelo.

Existía, sin embargo, otra debilidad macroeconómica en la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuyo déficit había alcanzado 4.8% del PIB anualizado. Durante julio, el déficit ascendió a 978 millones de dólares, un resultado muy desfavorable si se compara con la cifra de 242 millones de dólares de junio. Las consecuencias de esta situación comenzaron a manifestarse en el debilitamiento gradual del won, hasta entonces una divisa sólida. La depreciación de la paridad y las preocupaciones en torno del endeudamiento y el déficit en cuenta corriente comenzaron a provocar desconfianza entre los inversionistas internacionales. Y durante octubre, el diferencial de tasa entre los bonos coreanos y los del tesoro estadounidense continuó ampliándose.

Finalmente, el 24 de octubre, la agencia calificadora Standard & Poor's degradó la deuda gubernamental coreana de AA- a A+. Cuatro días más tarde, Moody's hizo lo mismo. En tanto, el tipo de cambio del KRW/USD continuaba al alza. El comportamiento del tipo de cambio podía explicarse, en parte, por el hecho de que los exportadores evitaban vender los dólares que recibían por sus ventas en el extranjero, y los importadores hacían lo posible por adquirirlos para cubrir sus posiciones y acumular reservas en caso de que el won llegara a sufrir una baja significativa. La interacción de ambos grupos de agentes comerciales generaba, naturalmente, una constante presión alcista sobre el tipo de cambio.

La lección que puede aprenderse de la depreciación del won a partir del momento en que comenzaron a surgir presiones especulativas en la región es que los déficit de la cuenta comercial de la balanza de pagos, o los niveles elevados de apalancamiento financiero, no son por sí mismos factores que provocan la depreciación de una moneda, pero su presencia es una desventaja cuando algún factor negativo genera nerviosismo en los mercados globalizados. La sicología del mercado es tal, que las variables fundamentales de la economía no tienen una influencia determinante en la paridad en tanto no representen un riesgo inminente para la solvencia internacional del país, pero los temores causados por acontecimientos que tienen lugar en otros países (o incluso en otras latitudes) pueden deteriorar rápidamente la confianza de los mercados y provocar una sobrerreacción a los desajustes macroeconómicos hasta entonces poco atendidos.

La depreciación del won coreano y la baja de calificación de los bonos gubernamentales por parte de las calificadoras más importantes del mundo afectaron el comportamiento del mercado accionario de Corea y también tuvieron repercusiones en el mercado bursátil de Taiwán. Ante la desconfianza de algunos grandes inversionistas, las ventas de activos financieros y la conversión de dólares de Taiwán a dólares estadounidenses, el mercado cambiario comenzó a mostrar nerviosismo. Pero la respuesta del Banco Central de China (nombre del Banco Central de Taiwán) fue muy firme. El tipo de cambio habría de mantenerse por debajo del techo de 28.8 TWD/USD.

No obstante, la devaluación del resto de las monedas de la región en alrededor de 25% con respecto al dólar americano y del won de Corea en aproximadamente

10%, daba pie a una duda razonable sobre si la competitividad de Taiwán se vería comprometida. La posición comercial del país frente al exterior había comenzado a deteriorarse rápidamente, no debido a la baja en la competitividad de sus exportaciones, las cuales se mantenían por encima de 10,000 millones de dólares mensuales en 1997, sino por el creciente volumen de importaciones de otros países de la región, que comenzó a exceder peligrosamente a las exportaciones taiwanesas.

Al igual que en el caso de Corea, los exportadores taiwaneses no tenían ninguna prisa para convertir sus dólares de Estados Unidos en dólares de Taiwán, mientras que los importadores estaban deseosos de comprar dólares estadounidenses, y eso agregaba presión al tipo de cambio. Pero el costo de mantener la paridad de su moneda por debajo del techo implícitamente respetado hasta ese momento ya se había elevado demasiado, por lo que, después de haber gastado alrededor de 5,000 millones de dólares para defender el won entre mayo y septiembre, el Banco Central de China (Taiwán) anunció el 18 octubre que ya no protegería la paridad de su moneda.

La inesperada decisión del Banco Central de China tuvo grandes repercusiones en los mercados, apenas comparable a la devaluación del baht el 2 julio. Renunciar a la defensa del dólar taiwanés para dejarlo flotar libremente representó un viraje de 180 grados en la política cambiaria de las autoridades de Taiwán, que habían librado una dura y costosa batalla durante meses para evitar la depreciación.

Sin embargo, esta decisión sirvió para avivar la ambición de los especuladores, quienes vieron en la depreciación del dólar de Taiwán una señal que los hizo redirigir su atención hacia Hong Kong. Si el Banco Central de China (Taiwán), que contaba con reservas internacionales de 90,000 millones de dólares estadounidenses al momento de permitir la devaluación de su moneda, había sido obligado ceder a las presiones de los especuladores, también podía serlo la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA, por sus siglas en inglés).

A diferencia de sus vecinos del grupo ASEAN, el crecimiento económico de Hong Kong era robusto (4.6% en 1996), sus finanzas públicas operaban con un superávit marginal y el déficit en cuenta corriente era de apenas 0.1% del PIB. La ex colonia inglesa, recientemente constituida como una Región de Administración Especial de la República Popular China, tenía pocas debilidades fundamentales.

Al igual que Tailandia, Hong Kong había experimentado un rápido crecimiento en el sector de construcción residencial de lujo por el incremento del ingreso promedio de la población y la valuación al alza de los portafolios de activos financieros de la población. La bonanza económica había propiciado un acelerado crecimiento de la demanda e impulsado al alza los precios de las propiedades, creando las condiciones para el surgimiento de una clásica burbuja del sector inmobiliario. Algunos economistas expresaban su preocupación sobre la pérdida de competitividad de las exportaciones de Hong Kong como resultado de la devaluación de distintas monedas de los países del grupo ASEAN, Corea y Taiwán.

Técnicamente, el dólar de Hong Kong no estaba vinculado mediante una paridad fija convencional con el dólar de Estados Unidos, sino que desde octubre de 1983, se había establecido una caja de conversión conocida como la Autoridad Monetaria de Hong Kong (*Hong Kong Monetary Authority*, o *HKMA*), la cual había fijado la paridad en 7.8 HKD/USD y permitiría que las tasas de interés y los precios de los activos representaran las variables de ajuste para absorber cualquier shock al sistema financiero.

Las presiones especulativas contra el dólar de Hong Kong habían comenzado a aumentar desde mediados de agosto –evidentemente asociadas a la turbulencia presente en la región–, cuando se anunció que la Autoridad Monetaria había vendido 1,000 millones de dólares al mercado durante el mes previo para defender su moneda. Pero la presión aumentó después de que la moneda taiwanesa comenzó flotar el 17 octubre. Posteriormente, el lunes 20 octubre, siguió perdiendo valor sin que las autoridades mostraran intención alguna de intervenir.

El jueves 23 octubre, los *Hedge Funds*[12] atacaron con fuerza descomunal al tomar posiciones cortas, tanto contra el índice de la bolsa, como contra el dólar de Hong Kong vía el mercado *forward*. En unas cuantas horas, el Índice Hang Seng sufrió pérdidas equivalentes al 14.6% de su valor, pero al final de la sesión se había recuperado de sus niveles mínimos. No obstante, el Hang Seng había registrado la mayor pérdida en unidades en su historia. Los especuladores habían utilizado posiciones muy apalancadas (de hasta 30 veces por 1) vendiendo masivamente *forwards* de dólares de Hong Kong y miles de contratos futuros sobre el Hang Seng.

La reacción inmediata de la Autoridad Monetaria fue reducir la liquidez del mercado a tal grado que la tasa *overnight* alcanzó 300%. Adicionalmente, la mesa de cambios de la HKMA vendió grandes cantidades de dólares de Estados Unidos a cambio de dólares de Hong Kong. Algunas versiones de la época sugirieron que se habían utilizado 10,000 millones de dólares (de un total de 88.1 mil millones de dólares en reserva) durante aquella semana. La acción combinada de tasas de interés muy elevadas y la intervención de la HKMA en el mercado cambiario fue un doble golpe para los especuladores, muchos de los cuales sufrieron enormes pérdidas al recomprar los dólares de Hong Kong que habían vendido para cubrir sus posiciones cortas. Los especuladores habían sido derrotados, al menos por el momento. Habían puesto a prueba la resolución de la HKMA, y ésta había respondido en forma contundente: la paridad sería defendida a cualquier costo.

La paridad estable del dólar de Hong Kong con relación al dólar estadounidense fue la plataforma de estabilidad que sirvió de apoyo para el rápido crecimiento de la economía de ese país asiático durante más de una década. Permitir que los especuladores forzaran una devaluación habría sido un desastre dada la importancia que tiene la paridad de ambas monedas en el sistema financiero internacional. También

[12] Los *Hedge Funds* son fondos de inversión altamente apalancados, cuyo objetivo es maximizar el rendimiento de los inversionistas tomando posiciones de alto riesgo. Frecuentemente participan en operaciones especulativas, como los ataques contra las divisas del sudeste asiático en 1997.

es importante anotar que la reacción de la población durante el ataque especulativo del 23 octubre, contrario a lo que sugeriría la intuición, no fue vender su moneda y refugiarse en el dólar de Estados Unidos, sino conservar sus posiciones en dólares de Hong Kong o, incluso, tratar de beneficiarse de las altas tasas de interés que ofrecía el mercado local. La confianza del público es un factor clave para mantener una paridad fija, y ese día fue lo que evitó el triunfo de los especuladores. La lección que aprendieron los especuladores fue que Hong Kong es distinto de los demás países del grupo ASEAN: tiene fundamentales más sólidos, es el centro financiero internacional de China continental y desempeña la función vital de proporcionar los servicios financieros de gran escala que necesita ese país.

3. La crisis rusa

La causa principal de la crisis de Rusia no fue, como en los países del sudeste asiático, el desequilibrio de la balanza comercial del país. En este caso, la problemática macroeconómica más importante era su déficit fiscal federal. No obstante, sí hubo una concatenación de eventos, pues durante los primeros meses de 1998, la profunda recesión económica en la que cayeron los países del sudeste asiático provocó una baja en los precios internacionales del petróleo, una de las principales exportaciones rusas y soporte fundamental de los ingresos fiscales del país.

En aquel momento, las finanzas públicas de Rusia pasaban por un momento de debilidad, por lo que la merma de los ingresos fiscales provenientes de las exportaciones de petróleo aumentó su vulnerabilidad. Para dar una idea de la gravedad de los problemas fiscales, basta hacer referencia al déficit fiscal del 1997, que fue de 7.3% del PIB. En efecto, el gobierno ruso había firmado un acuerdo con el FMI para reducir su déficit de 30,000 millones de dólares a 2.5 mil millones de dólares en 1998. No obstante, las medidas necesarias para lograr dicho objetivo enfrentaron serios obstáculos en el Parlamento y provocaron una incertidumbre que, a su vez, dio lugar a una salida masiva de capitales (Le Page, 2003).

La respuesta del Banco Central de Rusia fue elevar las tasas de interés para intentar retener los capitales, pero eso aumentó el costo de la deuda gubernamental y desaceleró la economía, disminuyendo aún más la captación fiscal.

Finalmente, en agosto de 1998, el gobierno ruso anunció su incapacidad para hacer frente a compromisos equivalentes a 40,000 millones de dólares de bonos del Tesoro emitidos a corto plazo. Los principales tenedores de dichas obligaciones eran el Banco Central de Rusia, la banca comercial y las cajas de ahorro. Sin embargo, hasta un 25% del total se encontraba en manos de inversionistas no residentes (Le Page, 2003).

El gobierno tomó diversas medidas para reestructurar su deuda, y los bonos con vencimientos de corto plazo emitidos en dólares fueron convertidos en obligaciones denominadas en rublos con madurez de tres a cinco años y un reembolso inmedia-

to de hasta 5% del valor nominal. Ese conjunto de medidas aligeró la carga para algunos inversionistas pero, en el caso de los bancos comerciales, el problema era complejo debido a que habían contraído endeudamiento en dólares para invertir en bonos gubernamentales que ofrecían tasas de interés muy elevadas. Adicionalmente, la banca comercial estaba plagada de créditos de mala calidad como consecuencia, en buena medida, de la situación económica prevaleciente.

Se trataba de una crisis de liquidez muy grave y con potenciales consecuencias catastróficas para el resto de la actividad económica, por lo que el gobierno decidió que los bancos comerciales suspendieran durante los siguientes tres meses el servicio de sus obligaciones en moneda extranjera con vencimientos mayores a 180 días. Hacia fines de agosto, las reservas internacionales del país habían caído a un nivel muy bajo, y el gobierno decidió suspender su apoyo al rublo. El resultado fue una depreciación de 300% con respecto al dólar durante el año siguiente.

El nuevo gobierno que entró en funciones en septiembre de 1998 de inmediato puso en marcha un plan de liquidación de los bonos del Tesoro dirigido particularmente a los bancos locales, cuyos balances estaban repletos de bonos en suspensión de pago y comenzaban a experimentar problemas de liquidez, con los efectos subsecuentes en la economía real. Para tal propósito, el gobierno había negociado un paquete de ayuda financiera internacional con la participación del FMI en coordinación con el Banco Mundial y el gobierno japonés, que conjuntamente otorgaron a Rusia créditos de emergencia por 11,000 millones de dólares para hacer frente a sus compromisos interbancarios y, de esa manera, amortiguar el impacto en la economía real.

Entre julio y octubre de ese año 1998, el pánico financiero contagió a los mercados internacionales: la Bolsa de Moscú se desplomó 80%, lo que tuvo graves repercusiones en el resto de los mercados bursátiles del mundo. La Bolsa de Nueva York, por ejemplo, bajó 19% y la de París, 32% (Henderson, 1998).

Krugman (2009) propuso una explicación plausible de por qué los problemas originados en Rusia se generalizaron al resto del mundo. Argumentó que los fondos de cobertura (*Hedge Funds*) seguían una estrategia de venta en corto de títulos de alta calidad y con alta liquidez (por ejemplo, los títulos gubernamentales de Alemania y Japón) cuando anticipaban una baja de las paridades. Y tomaban posiciones largas en títulos menos líquidos y riesgosos (por ejemplo, la deuda rusa) con la expectativa de tener mayores rendimientos. Es decir, efectuaban arbitraje de riesgo. Los fondos de cobertura esperaban una recuperación de las cotizaciones de los últimos y la idea era venderlos en condiciones favorables, pero ante las dificultades macroeconómicas, la cotización de los bonos rusos comenzó a bajar, y todos los fondos intentaron vender al mismo tiempo, lo cual amplificó las presiones bajistas. La desconfianza de los inversionistas ocasionó la salida de capitales, y la respuesta del Banco Central fue subir las tasas de interés. El resultado fue una desaceleración económica. De manera que las condiciones fundamentales también contribuyeron a las presiones bajistas de los bonos y las acciones rusos.

Durante 1998, el impacto de la crisis financiera en la economía resultó en una contracción de aproximadamente 5.0%. Además, la devaluación y el incremento de las tasas de interés que provocó la fuga de capitales después del ajuste cambiario generaron presiones inflacionarias de 80% aquel año. Sin embargo, en el sector externo, la depreciación del rublo estimuló las exportaciones y redujo las importaciones. Por lo tanto, a partir de 1999, la balanza comercial registró un superávit importante. En materia de finanzas públicas, las medidas de ajuste fiscal, incluido el impuesto a las exportaciones y el impuesto al valor agregado, alcanzaron el equilibrio, y ese mismo año registraron un superávit primario. La mejoría de los indicadores anteriores permitió recuperar la confianza y una gradual reincorporación de Rusia a los mercados internacionales, pero después de varios años.

4. La crisis financiera de Brasil

Desde el descubrimiento de Brasil por parte de los portugueses en el año 1500, hasta principios del siglo XX, la economía del país estuvo concentrada en la agricultura y la extracción de minerales. Azúcar, café, algodón, oro, gemas preciosas y, más tarde, madera y petróleo fueron sus principales productos de exportación. Sin embargo, después de que otras naciones emergieron como competencia y de los estragos causados por la Primera Guerra Mundial y la Gran Recesión de 1929, Brasil experimentó un decremento en sus exportaciones y se vio afectado por una elevada dependencia de los vaivenes de los mercados internacionales de materias primas, su principal producto de exportación. Para superar sus dificultades, comenzó a fomentar la industrialización y, en una primera etapa, administró su modelo productivo para atender su propio mercado mediante una Estrategia de Sustitución de Importaciones.

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, Brasil ya había reorientado sus exportaciones de Europa hacia Estados Unidos e iniciado tratos con instituciones de fomento al desarrollo económico internacional, como el FMI y el Banco Mundial, para seguir impulsando su industria manufacturera y su infraestructura de comunicaciones y transportes, además de mejorar la educación.

A finales de los años 50, durante la presidencia de Juscelino Kubsticheck, se hicieron grandes esfuerzos para lograr en cinco años "lo que no se podía haber hecho en 50", pero para llevar a cabo los proyectos se comenzó a imprimir dinero en exceso, lo que resultaría en presiones inflacionarias. De acuerdo con autores como James Petras, esto se convertiría en un ciclo crónico y provocaría crisis económicas subsecuentes (Petras & Veltmeyer, 2005).

El presidente Janio Quadros intentó, a principios de los 60, imponer una restricción a las políticas monetaria y fiscal para calmar los temores inflacionarios. Sin embargo, por pertenecer a un partido que tenía minoría en el Congreso, no pudo construir alianzas con los grandes partidos y grupos de poder económico que dominaban al país, situación que se repetiría con todos los mandatarios provenientes de partidos

minoritarios y que obstaculizó el proceso legislativo en materia de reformas económicas durante largos periodos. Al no ser capaz de controlar la situación económica del país, Quadros se vio obligado a renunciar. Esperaba regresar al poder con el apoyo de la gente, pero tras el golpe de Estado que derrocó a su vicepresidente, Joao Goulart, se impuso en la Presidencia el mariscal Humberto de Alencar Castelo Branco.

La meta inicial del gobierno militar fue estabilizar la economía, aquejada, entre otros problemas, por una inflación del 88%. La autoridad se propuso eliminar la distorsión de precios, modernizar los mercados de capital e incrementar el ahorro, incentivar la inversión en áreas esenciales para el gobierno, aumentar la inversión oficial en infraestructura e industrias consideradas básicas y, finalmente, promover la inversión extranjera para crear mayor capacidad industrial.

Después de que las medidas de restricción y estabilización resultaron en una recesión, la economía experimentó una tasa de crecimiento anual de 11.3% entre 1968 y 1974, periodo considerado como el "Milagro Brasileño". Fue entonces cuando emergieron industrias en diversos sectores: acero, hierro, automotriz, productos e insumos químicos, así como telecomunicaciones y aviación, que después darían origen a una incipiente industria de *hardware* y *software* (Baer, 1995).

A lo largo de ese periodo, la inflación permaneció alta y requirió un Sistema de Indexación que en un principio funcionó, aunque después resultaría nocivo para la economía. Dicho sistema promovía que salarios, rentas, deudas, rendimientos de bonos, ahorros y otros contratos comerciales se ajustaran de acuerdo con el comportamiento de los precios.

Mientras tanto, el gobierno se concentró en promover la industrialización siguiendo un Modelo de Sustitución de Importaciones. Entre 1965 y 1975 creó más de 300 empresas públicas protegidas con el esquema de altos aranceles a la importación y subvenciones. Sin embargo, como resultado de la falta de competencia, las empresas estatales vendían a precios muy altos y no podían competir a nivel internacional, por lo que tampoco fueron capaces alcanzar la escala de operaciones planeada ni crear los puestos de trabajo necesarios para absorber a la creciente población urbana.

La indexación había sido un excelente antídoto contra la inflación, pero se convirtió en un factor que reproducía el círculo vicioso del aumento de precios debido a que los salarios y el costo de las materias primas, así como los costos financieros, se habían incrementado. Finalmente, en lugar de lograr una mayor homogeneidad de los ingresos, el gobierno perjudicó a las clases media y baja porque éstas no tenían indexados sus salarios.

Poco después de la declaración de moratoria de la deuda externa que hizo México en 1982, y en parte como consecuencia de la misma, Brasil se vio obligado a solicitar el apoyo del FMI para renegociar los pagos de su deuda externa, la cual, de manera semejante a muchos otros países emergentes, había crecido significativamente como

resultado de la factura petrolera de la segunda mitad de los años 70. Sin embargo, el plan de ajuste surgido de aquella negociación fue tan severo que dio lugar a una devaluación, hecho que puso en tela de juicio la capacidad de la dictadura militar para administrar la actividad económica y dejó abierta la puerta para regresar a la democracia. A partir de la convocatoria a nuevas elecciones, resultó electo Tancredo Neves, primer presidente civil después de 20 años de dictadura. Lamentablemente, Neves murió antes de entrar en funciones y fue reemplazado por José Sarney en medio de una franca recesión económica, tasas de inflación del 200% anual y una deuda externa que colocaba a Brasil entre los países más endeudados del mundo (más de 200,000 millones de dólares, según el FMI).

José Sarney puso en práctica una serie de planes fiscales y monetarios heterodoxos con el propósito de estabilizar la economía y abatir la inflación. El primero fue el Plan Cruzado (1986), con el cual se proponía congelar precios y salarios, al tiempo que se eliminaba la indexación de la economía. Incluso introdujo una nueva moneda –el cruzado– para reemplazar el cruzeiro, cuyo poder adquisitivo había sido deteriorado por la inflación acumulada durante tantos años.

El congelamiento de precios desalineó los precios relativos y generó desabasto. Y como en forma simultánea se habían impuesto restricciones a las importaciones, todo ello dio lugar al surgimiento de un mercado negro de productos. Ante estas dificultades, el gobierno implementó el Plan Cruzado II, que incrementó entre 50 y 100% los impuestos a las ventas y removió casi todos los controles de precios, pero los resultados fueron decepcionantes y la tasa de inflación fue de 500%.

Posteriormente se diseñaron y aplicaron más planes anticrisis, todos sin éxito, de manera que al final de los años 80, la situación era peor que al principio de la década, y la población había sufrido un severo deterioro en su poder adquisitivo. La inflación acumulada llegó a 39,043,765%, una tasa descomunal comparada con el 85% de Estados Unidos en el mismo periodo.

Cuando Fernando Collor de Mello ganó las elecciones presidenciales en marzo de 1990, Brasil tenía una inflación mensual de 81%. Pero el partido del nuevo presidente tenía minoría en el Congreso, por lo que era casi imposible la aprobación de cualquier reforma fiscal. No obstante, el mandatario congeló precios y salarios, redujo el gasto público, renegoció la deuda, estableció nuevos impuestos y arrancó un incipiente plan de privatización de empresas púbicas. Además, congeló los depósitos bancarios,[13] y el acceso al resto del saldo quedaba bloqueado por 18 meses.

La intención era controlar el circulante, elevar las tasas de interés y bajar la inflación. El último objetivo se logró, pero a costa de una recesión. Poco tiempo después, al no poder contraer la nómina burocrática porque el Congreso impidió el despido de servidores públicos, el gobierno se enfrentó de nuevo a la inflación, que se ubicó en 1,477% a fines de 1990. Para 1991, cuando Collor de Mello quiso implementar un nuevo control de precios, impulsar la apertura comercial y eliminar la indexación,

[13] Los ciudadanos solo podrían retirar 1,250 dólares al mes.

los ciudadanos ya no aceptaron sus medidas. Ante las reacciones negativas, el presidente renunció en 1992.

La responsabilidad del gobierno recayó en el vicepresidente Itamar Franco, quien inició su mandato con una inflación mensual de 25% (equivalente a 1,200% anual) y recesión económica. Después de una sucesión de ministros de Finanzas, Franco finalmente designó a Fernando Cardoso, reconocido economista, senador y académico, quien logró reducir el gasto gubernamental, acelerar la privatización de empresas estatales, incrementar la captación fiscal y transferir responsabilidades como la salud, la educación y otros servicios, a los estados federativos.

No obstante, al finalizar 1993, la inflación se mantenía en niveles muy altos: 38% mensual (aproximadamente 2,000% anual), y la popularidad del gobierno de Franco iba a la baja. El primero de julio de 1994 arrancó el Plan Real junto con una nueva moneda llamada "el real" y otras medidas fiscales y monetarias. Si bien la inflación comenzó a ceder rápidamente, la actividad económica sufrió enormemente.

En diciembre de 1994, una nueva elección presidencial favoreció a Fernando Henrique Cardoso, quien tomó posesión en enero de 1995. Una de sus primeras medidas fue la introducción de las Unidades Reales de Valor (URV), unidades de expresión de valor para precios y salarios, así como para contratos e impuestos del gobierno. El tipo de cambio de las URV era de 1 a 1 con respecto al dólar, y su valor en relación con el cruzeiro se elevaba de acuerdo con la inflación. Como resultado, finalmente se consiguió mayor estabilidad en los precios. Para mayo de 1994, la inflación había caído al 5% mensual.

Con base en el éxito alcanzado, el gobierno implementó la segunda etapa del plan, en la cual cada unidad de URV se intercambiaba por un "real", al tiempo que todos los contratos fueron reexpresados en reales sobre la base de intercambio de uno por uno. El mérito principal de esta estrategia fue que abatió la inercia inflacionaria, ya que como la ciudadanía no esperaba que los precios en URV se incrementaran, tampoco lo hacían los precios en cruzeiros. Así se logró controlar la "cultura inflacionaria" (Gruben & Welch, 2001).

Al disminuir la inflación, se recuperaron el consumo y el salario real, y la confianza en la economía estimuló nuevamente la inversión privada. El gobierno siguió una estrategia fiscal restrictiva e incrementó las tasas de interés para controlar la demanda y la especulación monetaria. Con una economía y una moneda estables, con la privatización de empresas estatales y las altas tasas de interés ofrecidas al inversionista, Brasil comenzó a atraer inversión extranjera de corto y largo plazo. En paralelo, subieron las exportaciones, aumentó la demanda de reales y se apreció el real. A su vez, esto se tradujo en más importaciones y un déficit comercial que aminoró el crecimiento de la inflación. Gracias al Plan Real, la inflación bajó de 47% mensual en junio de 1994 a 1.5% en septiembre del mismo año, al tiempo que el crecimiento económico retomaba niveles positivos. Pero el gobierno del presidente Cardoso todavía tenía varios retos por enfrentar (IMF, International Financial Statistics).

Con la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, los inversionistas internacionales que creyeron que Brasil sería el siguiente en devaluar su moneda comenzaron a deshacerse de sus inversiones en ese país. Para evitar la salida de capitales, el Banco Central incrementó las tasas de interés y comenzó a utilizar un sistema de flotación administrada dentro de bandas móviles, lo cual le permitió depreciar gradualmente la moneda ajustando la banda y la tasa objetivo de cambio. Al final del año, el real se había devaluado entre 6.1 y 7.5%. Todo indicaba que esa táctica, combinada con un nivel alto de reservas internacionales, fue suficiente para convencer a los inversionistas internacionales de que Brasil no estaba en la misma situación de México (Gruben & Welch, 2001).

Cuando finalizó la etapa de inflaciones altas, comenzaron a surgir problemas en el sector bancario brasileño. Mientras la inflación alta permitió que floreciera el negocio de los préstamos nocturnos (*overnight*), los bancos se acostumbraron a obtener hasta la mitad de sus ingresos a través de esas operaciones, ya que disponían de los saldos excedentes de las cuentas de cheques de sus clientes. Dicha actividad disimuló su ineficiencia, pero al bajar la inflación y desaparecer el negocio *overnight*, algunos bancos comenzaron a experimentar problemas.

Para evitar una crisis del sistema, el Banco Central de Brasil tomó en 1995 el control de dos de los diez bancos comerciales, amplió y mejoró la regulación, y creó una institución que administraba tanto fondos públicos como las reservas de los bancos para proteger a los depositantes. Esas medidas generaron un sector bancario más fuerte. A lo anterior se sumó una serie de fusiones y adquisiciones lideradas por grandes bancos internacionales que, si bien elevaron la concentración de la industria, al menos crearon instituciones más robustas y resistentes (Gruben & Welch, 2001).

Desde fines de 1997, y como consecuencia de la crisis financiera de los países del sudeste asiático, el contagio pronto alcanzó a las naciones latinoamericanas. Brasil estuvo bajo fuerte presión cambiaria, por lo que su Banco Central decidió elevar la tasa de préstamos hasta 43.5%, mientras que el gobierno contribuyó con un paquete de medidas fiscales.

Pasados los meses más difíciles de aquella tormenta financiera, las tasas de interés regresaron a los niveles previos. El plan de estabilización funcionó al restaurar la confianza de la comunidad financiera internacional en la economía brasileña, y el capital comenzó a fluir nuevamente al país en diciembre de 1997. El éxito del Plan Real llevó a la reelección de Cardoso, que ganó con amplia ventaja en octubre de 1998, cuando derrotó al candidato del Partido Laborista, Luiz Inácio Lula da Silva.

Pero, antes de que iniciara su segundo periodo, una serie de eventos desencadenaron la pérdida de confianza en el Plan Real y sus resultados, así como en el alcance de las reformas económicas. La principal preocupación de los inversionistas tenía que ver con el déficit fiscal y la habilidad de los políticos para tomar la dirección correcta en esa materia. El déficit fiscal tenía varias causas: 1) los estados gastaban

y el gobierno recaudaba, pero ni unos ni el otro tenían un incentivo para reducir el déficit; 2) durante el periodo de altas tasas de interés locales, había crecido la deuda pública, y 3) la reducción de la inflación trajo consigo una deuda pública cuyo valor se hizo constante. Finalmente, como resultado del Plan Real, la balanza de pagos había comenzado a registrar problemas de déficit comercial. Gracias al éxito alcanzado, se incrementaron las importaciones, hecho que contribuyó a reducir la inflación y a elevar la entrada de capitales, generando así un superávit en la cuenta de capital.

Con esos recursos fue posible financiar el déficit comercial, que había pasado de 1,000 millones de dólares en 1994 a 33,800 millones en 1998. La disminución de las tarifas arancelarias de 51% en 1988 a 14%, en promedio en 1994, también había coadyuvado a elevar el déficit comercial. Con la fuga de capitales provocada por la crisis de los bonos rusos, el financiamiento del déficit en cuenta corriente se redujo. En respuesta a ese episodio, el gobierno también elevó la tasa de interés a 42.5% en octubre de 1998. Sin embargo, entre julio y octubre de 1998, las reservas internacionales pasaron de 70,200 millones de dólares a 45,800 millones en octubre de 1998. En aquel momento, la devaluación parecía ser la única opción para solucionar el problema del déficit "gemelo" (simultáneo) en la cuenta corriente y en la cuenta de capitales de la balanza de pagos (IMF, International Financial Statistics).

El presidente Cardoso estaba indeciso respecto a si debía devaluar la moneda o no, porque la estabilidad del real era uno de los pilares de su plan de estabilización. Pero, al mismo tiempo, enfrentaba un círculo vicioso en su relación con el poder legislativo debido a que el Congreso tenía su agenda e intentaba negociar la aprobación de las propuestas presidenciales a cambio de la autorización de las propias.

El problema era complejo para el gobierno, ya que se requería controlar la fuga de capitales, reducir el déficit fiscal y devaluar la moneda, pero, al mismo tiempo, era necesario evitar un resurgimiento de la inflación. Justo después de su reelección, Cardoso presentó una petición de ayuda financiera al FMI en la forma de un préstamo *standby* de 36 meses. En la carta de intención sometida a esa instancia internacional, además de describir la forma en que la economía brasileña había sido impactada por la crisis rusa, se explicaban las políticas económicas que se implementarían como condición para recibir el apoyo. Finalmente, en noviembre de 1998, el FMI acordó proveer un paquete de ayuda financiera de 41,500 millones de dólares A cambio de ese préstamo, Brasil se comprometió, entre otras cosas, a:

a. Mantener un techo trimestral para el déficit del sector público.
b. Mantener un piso trimestral para el superávit operativo antes del pago de la deuda externa.
c. Definir una ruta trimestral de ingresos por privatización.
d. Mantener un registro trimestral para la deuda externa del sector público no financiero.
e. Establecer un techo de la deuda pública a cargo del gobierno o entidades privadas.
f. Fijar un piso de las reservas internacionales del Banco Central por 20,000 mil millones de dólares.

Brasil usó la primera entrega de recursos para defender las reservas internacionales dado que los inversionistas continuaban retirando su dinero del país. La intención de reforzar las reservas era contribuir a restablecer la confianza internacional en Brasil. Si esto no sucedía, solamente quedaban dos opciones: perder más reservas o devaluar la moneda.

Desde el punto de vista del Banco Central, solo era cuestión de tiempo para que los mercados se estabilizaran y las reservas alcanzaran su nivel óptimo. Y lo mismo aplicaba para la aprobación de la reforma fiscal (entre otras), lo cual traería como beneficio una recuperación de la confianza internacional en el país. Lamentablemente, al adquirir con el FMI los compromisos listados anteriormente, el gobierno perdió el apoyo de los trabajadores públicos.

Adicionalmente, el 6 de enero de 1999, el gobernador del estado Minas Gerais, Itamar Franco, quien ya había sido presidente y no tenía relación alguna con Gustavo Franco, presidente del Banco Central, provocó una crisis política que habría de transformarse en una crisis económica.

El gobierno de Minas Gerais declaró una moratoria de pagos al gobierno federal por noventa días.[14] El anuncio que hizo Itamar Franco sacudió a los mercados internacionales porque los inversionistas de inmediato contemplaron la posibilidad de que otros estados brasileños declararan moratoria, lo cual ataría de manos al gobierno federal y pondría en duda su capacidad para pagar la deuda internacional (en aquel momento, otros seis gobernadores expresaron su interés en renegociar sus deudas). El argumento de Itamar Franco era que las tasas de interés eran demasiado altas y que, en esas condiciones, su estado no tenía capacidad de pago.

Dado que continuaba la presión de los mercados internacionales mediante el retiro de capitales invertidos en el país, y que la crisis provocada por Itamar Franco no parecía tener solución a corto plazo, el gobierno federal devaluó el real el 13 de enero de 1999. En ese entonces, la prima de riesgo pagada por el país alcanzaba 1,770 puntos base (Le Page, 2003).

Gustavo Franco renunció a la presidencia del Banco Central el 13 de enero de 1999 por su desacuerdo con la decisión del presidente Cardoso de devaluar el real. Su sucesor, Francisco Lopes, amplió las bandas de flotación para el dólar, lo que derivó en una devaluación de aproximadamente 8% que afectó a toda Latinoamérica. En algunos casos, tuvo lugar una baja pronunciada de los mercados accionarios ante la continuación de la salida de capitales internacionales; en otros, se exacerbó la turbulencia del mercado cambiario.

[14] La deuda del mencionado estado con el Gobierno Central, ascendía a 18.3 miles de millones de dólares.

El gobierno brasileño afirmaba que la devaluación sería de aproximadamente 6% anual y que la ampliación de las bandas de flotación no afectaría el cumplimiento de sus compromisos. Pero los inversionistas internacionales continuaron retirando sus fondos del país sudamericano.

El 15 de enero de 1999, Brasil abandonó la fluctuación administrada y pasó a un régimen de libre flotación, medida que fue vista con buenos ojos por las agencias calificadoras y los bancos internacionales. Una semana más tarde, el real se devaluó 22%. Y aunque el sistema de flotación libre logró el objetivo de mantener las reservas internacionales en niveles aceptables, el dólar continuaba encareciéndose. Tan solo del 13 de enero al primero de febrero de 1999, el real se depreció 41%. El descontento que generó ese hecho motivó la salida del presidente del Banco Central, quien solo estuvo en el cargo poco más de tres semanas. Su sucesor fue Arminio Fraga, quien había trabajado para George Soros, afamado inversionista y especulador internacional.

La misión de Fraga era atenuar los efectos de la crisis que comenzó a finales de 1998. Por su parte, el gobierno de Brasil y el FMI acordaron nuevos objetivos económicos, incluidos un alza de tasas de interés y un plan de austeridad para el sector público (Petras & Veltmeyer, 2005).

Mientras tanto, los mercados sabían que Arminio Fraga conocía cómo pensaban los jugadores de los mercados internacionales y que sería capaz de manejar la situación. Otros, sin embargo, criticaban su designación, señalando que dados sus antecedentes profesionales, podría llegar a usar la información de primera mano que manejaba el Banco Central para beneficiar a sus conocidos, los especuladores.

Luego de la flotación del real los resultados macroeconómicos fueron menos graves que lo que muchos analistas suponían. El tipo de cambio se ajustó pero no se colapsó; aunque en términos nominales, como resultado del ajuste del tipo de cambio, el saldo (en reales) de la deuda pública se incrementó, no fue necesaria una nueva renegociación con el FMI; e, incluso, al disminuir la percepción de riesgo en el mercado financiero, las tasas de interés comenzaron a disminuir. El elemento principal de la estrategia fue la restauración de la confianza gracias a una buena coordinación de las políticas fiscal y monetaria (Cardoso 2000).

El sólo riesgo de una crisis aún más grave había propiciado la aprobación en el Congreso de una reforma muy necesaria al sistema de pensiones, así como otras medidas favorables para la recuperación de la salud fiscal, rechazadas el año anterior. Con tales medidas, el gobierno central alcanzó un superávit primario de 5.6 miles de millones de dólares. Los resultados generaron confianza y la economía, aun cuando había pedido recesión en febrero de 1999, comenzó a reactivarse durante los meses siguientes y permitió una disminución de la proporción de la deuda pública con respecto al PIB.

La estrategia macroeconómica definió como su principal propósito reducir la inflación a un dígito, y el solo anuncio de dicho objetivo impactó inmediatamente las expectativas de los agentes, dando como resultado una disminución de las tasas reales de interés; las tasas nominales siguieron la misma trayectoria bajista, a pesar de que en abril y mayo de 1999 habían alcanzado 45% anual y eran ya en aquel momento las más altas del mundo. La carta de intención firmada por Brasil con el FMI en marzo del mismo año había contribuido para calmar los temores de los inversionistas y generar expectativas favorables de que el gobierno cumpliría con sus compromisos frente al extranjero (Parodi 2008).[15]

La respuesta ante la crisis utilizó de manera coordinada las políticas monetaria y fiscal, definió metas inflacionarias explícitas y generó credibilidad mediante la negociación del apoyo financiero externo. Un corolario muy oportuno de las medidas y resultados anteriores fue el anuncio, tal como se había previsto, durante junio del año 1999, de las metas explícitas de inflación: 8% para 1999, 6% para el año 2000 y 4% para el año 2001.[16]

Un breve recuento de los resultados macroeconómicos obtenidos con base en la estrategia descrita anteriormente al arrancar el año 2000, arrojaba buenas y malas noticias. En primer lugar, la devaluación –a diferencia de episodios pasados– no había tenido un impacto tan marcado en la inflación. Pero, en contraste, la devaluación no había tenido un efecto tan favorable como se esperaba sobre el déficit de la balanza comercial frente al exterior. En los primeros meses de 2000, la economía brasileña aún se encontraba en recesión, pero gracias a la recuperación que tuvo lugar durante el resto del año, el crecimiento del Producto Interno Bruto fue de aproximadamente 4.5%. Aquellos resultados fueron un primer vaticinio de la importante recuperación y fortalecimiento de la economía de Brasil en el resto del primer decenio del nuevo siglo.

5. La crisis de Argentina

La crisis de principios de siglo en Argentina fue excepcional por su intensidad y su prolongada duración. Además, fue un caso excepcional porque el gobierno implementó con puntualidad los preceptos de la teoría económica neoclásica, que atribuye al funcionamiento del mercado la capacidad de regular y mantener los equilibrios necesarios para el crecimiento económico.

Durante la década de los 80, Argentina fue víctima de un proceso inflacionario muy agudo propiciado por una irresponsable política monetaria. Por lo tanto, la propuesta política del candidato presidencial Carlos Menem, centrada en la inmediata eliminación de la hiperinflación mediante la fijación de una paridad uno a uno entre

[15] Las negociaciones del gobierno brasileño con el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, además de 20 gobiernos extranjeros representaron recursos frescos por un total de 41.8 miles de millones de dólares (Parodi 2008).
[16] La inflación para todo el año 1999 alcanzó 8.9% (Parodi 2008).

el peso argentino y el dólar estadounidense, y el establecimiento de una Caja de Convertibilidad (*Currency Board*) que haría depender la oferta monetaria doméstica de la cantidad de dólares que entrasen a la economía, cautivó a los votantes y lo llevó al poder.

A partir de 1991, Argentina adoptó un régimen de tipo de cambio fijo, y su economía se estabilizó de inmediato. Adicionalmente, llevó a cabo una privatización masiva de las empresas en poder del Estado, redujo el tamaño del aparato gubernamental e hizo grandes esfuerzos para mantener el equilibrio fiscal, lo cual solo fue puesto en entredicho por la divergencia de intereses entre el Poder Ejecutivo y las provincias. Los resultados de la Caja de Convertibilidad fueron extraordinarios porque, después de haber alcanzado una inflación de 5,000% en 1989, el índice de 1994 fue ligeramente superior a 4%, al tiempo que la economía creció a tasas superiores al 8% entre 1990 y 1994.

El modelo argentino pudo haber llegado a ser un nuevo paradigma para detonar el crecimiento económico de los países emergentes, ya que la estabilidad y el crecimiento sostenido atrajeron abundantes flujos de inversión extranjera. Y como resultado de la regla de convertibilidad, se pudo aplicar una política monetaria automáticamente expansionista. Todo parecía funcionar como un círculo virtuoso.

Pero durante la segunda mitad del decenio, el tipo de cambio del dólar se fortaleció y las reverberaciones de la crisis mexicana dieron lugar a una salida impulsiva de capitales en varios países de América Latina. En el caso de Argentina, esa salida de capitales afectó al sector bancario debido a la regla de convertibilidad prevaleciente. Adicionalmente, la devaluación del real brasileño en 1999 y la caída de los precios de los cereales, producto fundamental de las exportaciones de Argentina, dieron como resultado una recesión.

El tipo de cambio fijo y el establecimiento de la Caja de Convertibilidad resultaron ser medidas muy exitosas para controlar la hiperinflación, atraer capitales y estimular el crecimiento del país. Pero la competitividad internacional de la economía argentina no era comparable con la de Estados Unidos, de manera que, cuando la paridad internacional del dólar respondió a una lógica económica ajena a la de Argentina, fue imposible mantener el equilibrio macroeconómico.

Sin embargo, abandonar su política cambiaria tampoco era una opción viable debido a las graves consecuencias que podría acarrear, tanto desde el punto de vista económico como político. Desde la perspectiva económica, la devaluación del peso argentino habría afectado fatalmente a muchísimas empresas endeudadas en dólares y habría descapitalizado a prácticamente todos los bancos. En términos políticos, el abandono tardío de la política del tipo de cambio fijo habría provocado graves problemas sociales, como efectivamente sucedió cuando el desenlace fue inevitable. Basta recordar que la enorme mayoría de los contratos financieros y bancarios se encontraban denominados en dólares, por lo que la posibilidad de desvincular al peso del dólar era una medida catastrófica, tanto para las personas como para las empresas, cuyos pasivos estaban escriturados en dólares.

La característica principal de la Caja de Convertibilidad –gracias a la cual fue posible controlar la inflación– era la imposibilidad de monetizar el déficit fiscal. Pero la desaceleración económica requirió un monto considerable de apoyos fiscales, al tiempo que la capacidad recaudatoria del Estado era débil y la administración de los recursos públicos dispendiosa. Así, los requerimientos de endeudamiento crecieron de manera exponencial hacia finales de los años 90, sin que el Estado argentino tuviera posibilidad alguna de vender activos para financiarse porque la privatización masiva de empresas públicas había tenido lugar durante el arranque del decenio.

Afortunadamente, el 18 diciembre del año 2000, el país logró negociar un apoyo de casi 40,000 millones de dólares con el Fondo Monetario Internacional, lo cual le permitió comprar un poco de tiempo. Pero la situación había llegado a ser insostenible, pues la deuda externa (alrededor de 153,000 millones de dólares) equivalía al 52% del PIB del país y el servicio de dicha deuda había pasado de absorber 33.1% de las exportaciones totales en 1992, hasta casi 80% en el 2001.

La recesión económica y el desempleo provocaron la salida del presidente Menem, y el nuevo gobierno modificó la ley de convertibilidad de 1991 para incluir el euro, además del dólar estadounidense. Al mismo tiempo, se aplicaron estrictas medidas de austeridad fiscal, se redujeron los sueldos de los empleados y funcionarios del gobierno, así como las pensiones de los jubilados, y se procedió a renegociar la deuda.

En un intento desesperado por recuperar el control de sus finanzas, el gobierno argentino inició la renegociación de su deuda con los tenedores institucionales domésticos mediante una propuesta de intercambio de títulos soberanos por nuevos títulos, cuyos rendimientos serían más bajos, pero estarían garantizados por los ingresos fiscales. Hacia fines de 2001, los tenedores de aproximadamente 40,000 millones de dólares ya habían aceptado el intercambio. No obstante, el componente de la deuda pública en manos de extranjeros habría de enfrentar mayores obstáculos, sobre todo como consecuencia de la percepción internacional, avalada por las agencias calificadoras más importantes, de que Argentina se encontraban en una situación de incumplimiento, lo que provocó que el premio por riesgo, que hasta mediados de 2001 se había mantenido por debajo de los 1,000 puntos base, rebasó los 4,000 puntos.

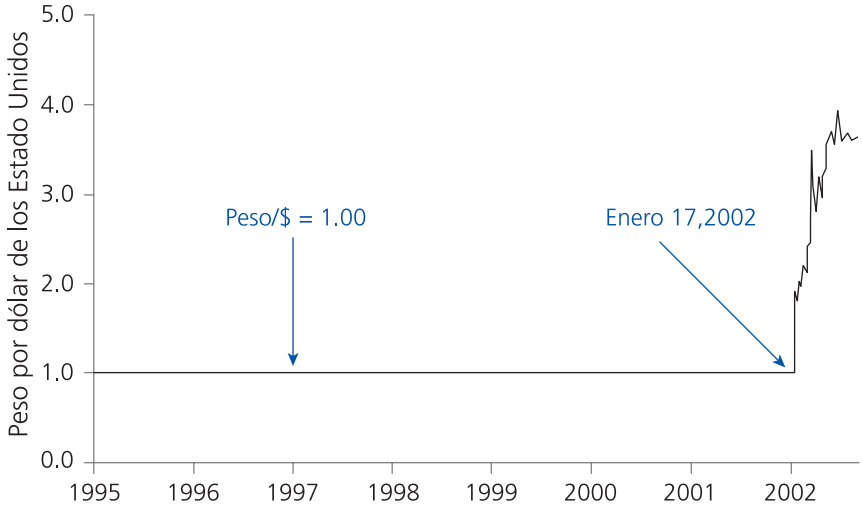
Como era de esperarse, a fines de noviembre de 2001 tuvo lugar una fuga de capitales ante el temor de que se decretara un congelamiento de los depósitos bancarios. La respuesta del gobierno fue establecer un control para el retiro de capitales no directamente relacionados con operaciones comerciales y financieras. Esta medida, conocida como "el corralito", prohibía retirar más de 250 dólares (o pesos argentinos) por semana y salir del país con más de 10,000. Más allá de esos límites, todo pago debía realizarse con cheque o tarjeta de crédito, aunque solamente 5.5% de las personas adultas poseían una cuenta de banco. Estas acciones solo agravaron la recesión vigente y la tasa de desempleo, que superó el 20%. Aunado a ello, los ingresos fiscales se redujeron 15% en 2001 (Le Page, 2003).

La debacle se precipitó cuando, con base en un diagnóstico que detallaba el franco deterioro de la situación macroeconómica de Argentina, el FMI decidió retener un tramo de 1.26 mil millones del crédito autorizado, recursos que habrían permitido pagar los compromisos de vencimiento de la deuda del país el 19 diciembre de 2001. El desembolso fue condicionado a la aceptación del compromiso de reducir el déficit fiscal en 10% para el año 2002, una meta a todas luces desproporcionada. Simultáneamente, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial suspendieron la entrega de 1.1 mil millones de dólares que debían ser otorgados a finales de 2001. En consecuencia, el precio de los bonos argentinos en los mercados internacionales experimentó una recaída (Le Page, 2003).

A lo anterior se sumó que las nuevas medidas de austeridad impuestas por el gobierno desencadenaron violencia en las calles y el saqueo de tiendas y almacenes. El 23 diciembre de 2001, el nuevo presidente declaró la suspensión de pagos correspondiente a la deuda del sector privado argentino. Sin embargo, las revueltas populares continuaron y forzaron la renuncia del gobierno. Fue el primero de enero de 2002 cuando el Parlamento designó al nuevo presidente de la República. De inmediato, el gobierno entrante tomó acciones enmarcadas en un plan de emergencia para enfrentar la crisis. Estas fueron las principales medidas:

1. El sistema de la Caja de Convertibilidad que mantenía constante la paridad peso-dólar fue reemplazado por el tipo de cambio dual. Para las operaciones relacionadas con transacciones comerciales en el exterior, el tipo de cambio sería de 1.4 pesos por dólar; para el resto de las operaciones sería determinado libremente, en función de la oferta y la demanda del mercado. El resultado fue una acelerada depreciación del peso argentino, como se puede observar en la gráfica 3.
2. Con la intención de amortiguar los efectos de la medida devaluatoria en los agentes económicos endeudados en dólares, el programa de emergencia conjuntó medidas paralelas, como la conversión a pesos argentinos de las deudas contratadas en dólares por individuos y pequeñas y medianas empresas, con un límite de hasta 100,000 dólares.
3. Se desvinculó la fijación del precio de los servicios públicos en función del dólar.
4. Se relajaron algunas de las medidas de contingencia que regulaban el monto de los recursos que se podían depositar en la banca comercial ("el corralito").

Figura 3
La Devaluación del Peso Argentino el 17 de Enero de 2002



Fuente: Fondo Monetario Internacional, varios años.

La abolición de la Caja de Convertibilidad y la devaluación del peso argentino marcaron el fin de una época caracterizada por claroscuros. La paridad fija de un peso argentino por un dólar había cumplido el propósito de frenar la inflación galopante que aquejaba al país a fines de los 80, pero la rigidez impuesta por la renuncia del Estado al ejercicio de una política monetaria independiente al vincular la oferta de dinero al interior de la economía a la entrada o salida de dólares, fue un obstáculo insalvable cuando las condiciones macroeconómicas y el entorno internacional así lo requerían.

En febrero de 2002, el gobierno argentino, encabezado por el presidente Eduardo Duhalde, presentó un nuevo plan de emergencia que preveía la "pesificación" completa de la economía, lo cual era una buena noticia para las empresas endeudadas en dólares con los bancos locales. Al mismo tiempo, se anunció el abandono del tipo de cambio oficial y quedó explícito que el Banco Central jugaría un papel de moderador mediante intervenciones selectivas para asegurar una transición sin sobresaltos de un nivel a otro del tipo de cambio (este modelo cambiario es conocido como "flotación sucia"). Sin embargo las instituciones financieras fueron las principales damnificadas por dicha medida.

Durante el primer trimestre de 2002, el gobierno federal firmó un acuerdo con las 24 provincias argentinas, en el cual se estableció un programa de repartición de los ingresos fiscales y se determinaron las reducciones del gasto requeridas en cada caso. Lamentablemente, la devaluación del peso que ya alcanzaba 50% con respec-

to al dólar después del inicio de su flotación, dio un nuevo impulso a la inflación. El congelamiento de los salarios y las elevadas tasas de desempleo representaron en aquel contexto un nuevo riesgo de explosión social.

Al iniciar el segundo semestre del año 2002, el FMI anunció que Argentina debería cumplir con tres condiciones para poder recibir los apoyos crediticios de las instituciones multilaterales. La primera condición consistía en votar una ley sobre quiebras que fuese más favorable a los acreedores (frecuentemente extranjeros), en el sentido que les permitiera adquirir las acciones de las empresas endeudadas con cargo a los pasivos que poseían. Esa primera condición iba acompañada de una demanda de suspensión de la ley conocida como "de subversión económica", que preveía acciones legales en contra de los responsables de quiebras de empresas o de dirigentes de bancos internacionales, acusados de haber retirado importantes cantidades de recursos del país. La segunda condición fue una reducción del 60% del déficit de las provincias con respecto al Estado federal. En tercer lugar, el FMI exigía la desaparición de los bonos creados por las provincias para el pago de funcionarios y proveedores.

Mientras tanto, las medidas de flexibilización ordenadas por los jueces, concernientes a retiros bancarios en pesos y en dólares, favorecieron las salidas de capital. Por lo tanto el gobierno argentino se vio obligado a suspender en su totalidad las operaciones bancarias el 19 abril 2002. Para salir del conflicto, las autoridades propusieron el plan "Bonex" que preveía, en primer lugar, el intercambio de cuentas a plazo contra bonos del Estado. En segundo lugar, las cuentas corrientes deberían continuar sometidas a restricciones durante 180 días (retiros limitados a $1200 mensuales), pero también podían ser intercambiadas por bonos en dólares a tres años utilizando para ello una tasa de cambio favorable de 1 dólar contra 1.4 pesos. Sin embargo, el parlamento argentino rechazó examinar el plan Bonex y obligó al ministro de Economía a renunciar.

El nuevo ministro de Economía reabrió los bancos y los mercados cambiarios el 29 abril 2002. La ley de subversión económica fue suprimida y el plan para salir del corralito, finalmente propuesto en junio de 2002, no impuso el intercambio de depósitos contra títulos y dejó al arbitrio de los titulares de los depósitos a plazo aceptar el intercambio entre un título en dólares a 10 años y un título en pesos a cinco años. Los ahorradores que rechazaran el intercambio serían reembolsados en un periodo de seis meses a tres años y medio en función del monto invertido. También se preveía la utilización de los títulos de deuda para la adquisición de acciones, de inmuebles en construcción o de automóviles nuevos. Asimismo, las restricciones sobre los depósitos a la vista se mantuvieron, pero se ofrecieron nuevas cuentas corrientes totalmente libres a la clientela. Finalmente, al iniciar junio de 2002, el FMI se declaró listo negociar un nuevo acuerdo con Argentina.

Lamentablemente, la posibilidad de llegar a un acuerdo se alejó durante el mes de agosto del mismo año, después de la votación de dos leyes que disgustaron fuertemente a los representantes de los organismos financieros multilaterales. La primera

suspendió temporalmente la indexación a la inflación de las deudas bancarias y, la otra, la ejecución de decisiones judiciales en contra de los deudores. En respuesta, el Fondo Monetario demandó a la Argentina limitar el papel de los bancos públicos en el sistema financiero del país.

El 14 noviembre 2002, Argentina no pudo honrar un pago por 805 millones de dólares que debía hacer al Banco Mundial y solamente cumplió con los intereses correspondientes. Una semana más tarde, el FMI le otorgó un diferimiento sobre un vencimiento por 51 millones de dólares.

Finalmente, el corralito fue suspendido a partir del 2 diciembre de 2002. El FMI anticipaba la reapertura de las negociaciones en junio de 2003 con el nuevo equipo gubernamental formado después de las elecciones de primavera. Como una muestra de buena voluntad, el 14 enero 2003, el gobierno argentino aceptó utilizar sus escasas reservas para reembolsar 845 millones de dólares al Banco Interamericano de Desarrollo, 1,065 miles de millones de dólares al FMI y 726 millones de dólares al Banco Mundial. Aquel fue el preludio de un nuevo reescalonamiento por 11,000 millones de dólares adeudados a dichas instituciones entre aquella fecha y el mes de junio. Un acuerdo nuevo con el FMI pudo ser finalmente firmado el 10 septiembre de 2003. Gracias a él, el gobierno argentino obtuvo un reescalonamiento por 21.6 miles de millones de dólares de vencimientos durante los siguientes tres años.

El balance final de la crisis económica en Argentina fue desastroso. La deuda pública frente al exterior llegó a 129 miles de millones de dólares (129% del PIB); durante el año 2002, el PIB sufrió una contracción del 16%; la tasa de desempleo oficial alcanzó niveles de 24% y la inflación fue de aproximadamente 40. La utilización de la caja de convertibilidad y de los principios del consenso de Washington había resultado un fracaso contundente de la estrategia económica de los distintos gobiernos del periodo.

6. Conclusión

El concepto moderno de globalización ha sido objeto de amplias discusiones y matices, pero, en lugar de proponer un debate más, en estas líneas adoptamos la concepción más generalizada del término.

Para nuestros propósitos, globalización significa un incremento significativo de las transacciones comerciales internacionales de bienes y servicios, y de algunos factores de producción, hecho que resulta en una mayor interdependencia entre las economías de todos los países del mundo. Globalización es algo más que internacionalización; es un término que transmite la idea de integración total de la economía del planeta.

La globalización también se caracteriza por flujos crecientes de inversión extranjera directa y financiera, por un número cada vez mayor de compañías multinaciona-

les y por la creación de mercados mundiales de productos y servicios. Tal vez el ejemplo más apropiado de lo que es un mercado globalizado es, precisamente, la industria financiera. La tecnología de almacenamiento y procesamiento de datos, las comunicaciones electrónicas y la desregulación que eliminó obstáculos al libre flujo internacional de capitales permiten hablar de un mercado profundamente, aunque no totalmente, integrado, sensible a los acontecimientos en mercados distantes. Es posible hablar de globalización financiera como un fenómeno particular de comienzos de los años 90 que continúa profundizándose hasta el presente.

Las Crisis Financieras de Fin de Siglo, que tuvieron lugar principalmente en los países emergentes durante la última década del siglo XX, pueden caracterizarse como un fenómeno intrínsecamente asociado a la globalización y, en particular, a la globalización del sector financiero. Pero una buena parte de la explicación de por qué no se evitaron, radica en los cambios modernizadores implementados en esos países que, aunque bien intencionados, no fueron bien realizados. Y a esto se suman las debilidades estructurales presentes en el momento de iniciar las reformas.

En el último cuarto de siglo, la desigualdad de los niveles de desarrollo entre los países propició que se intensificara la competencia para atraer capitales, tecnología, habilidades administrativas, capacidad emprendedora y todos aquellos factores que propician la modernización de las empresas, la elevación de su productividad y, por ende, una mayor competitividad interna y externa. Pero una condición necesaria para llevar a cabo las inversiones que requiere la modernización económica es el ahorro doméstico, el cual deberá canalizarse de manera eficaz y acertada a las actividades productivas.

Pero la mayoría de las naciones emergentes carecen tanto de los niveles de ahorro interno necesario, como de un sistema de intermediación financiera ágil y propositivo. En la mayoría de los casos, tampoco existen políticas industriales apropiadas para concretar las aspiraciones de modernidad y competitividad. Por lo tanto, en muchos casos, los países emergentes recurrieron al ahorro externo para complementar sus requerimientos. En ciertas ocasiones, obtuvieron créditos del exterior para la industria con el aval de sus gobiernos; en otras, los gobiernos mismos se convirtieron en acreditados.

Un mecanismo alterno, igualmente eficaz, pero asociado a otro tipo de condicionalidad, es la inversión extranjera directa. Pero, para ser considerados como candidatos viables a atraer a los inversionistas interesados en construir empresas productivas y aprovechar las ventajas relativas en términos del costo de la mano de obra, abundancia de algunos insumos o, incluso, una ubicación geográfica favorable, los países deben mostrar una imagen responsable en materia de conducción macroeconómica, ser respetuosos de la ley y estar dispuestos a aplicarla.

Durante los últimos 20 años del siglo pasado, muchos países emergentes redujeron o eliminaron las barreras al comercio internacional, impulsaron las exportaciones de mercancías y servicios, así como las importaciones de bienes de capital y tecnologías,

al tiempo que efectuaron reformas estructurales profundas con el propósito de crear las condiciones necesarias para atraer el crédito y la inversión del exterior. La llegada de recursos destinados a inversión creó empleos, aumentó la demanda interna de bienes de consumo y elevó los niveles de ingreso *per cápita*. Sin embargo, los flujos de capital pueden revertirse cuando las condiciones del entorno político-económico doméstico, o bien en el contexto internacional, dejan de ser favorables.

De acuerdo con Parodi (2008), "las crisis financieras de la década de 1990 se asocian con una reversión abrupta de la dirección de los capitales; en un contexto caracterizado por una abundancia de los mismos, se pasó a una sensible disminución". Efectivamente, las crisis financieras registradas en México, el sudeste asiático y Rusia, fueron episodios en los que las decisiones de los inversionistas extranjeros contribuyeron a agravar los problemas coyunturales o estructurales de esos países y regiones.

A las condiciones desfavorables del entorno, se sumaron decisiones de política económica inspiradas en el objetivo equivocado, basadas en diagnósticos incorrectos, o mal ejecutadas. La defensa a ultranza de la paridad por razones diversas (en el caso de México y Argentina, el tipo de cambio nominal era el ancla del modelo antiinflacionario; en el caso de Rusia y Brasil, el manejo de las finanzas públicas enfrentó dificultades políticas) demostró ser una batalla difícil de ganar y, en todo caso, sus costos económicos difícilmente podían ser justificados.

En ciertos casos, la reversión de los flujos provenientes del exterior impidió que los bancos locales estuvieran en condiciones de cumplir con sus compromisos frente a sus acreedores extranjeros, porque una gran cantidad de los pasivos habían sido contratados a corto plazo y en moneda extranjera, pero habían sido utilizados para otorgar créditos de largo plazo; o bien, los pasivos en dólares fueron empleados para otorgar créditos en moneda doméstica.

Las presiones inflacionarias y las fuerzas recesivas que típicamente se presentan en los escenarios postdevaluatorios agravaron la frágil posición financiera de los bancos e hicieron necesaria la intervención de los gobiernos para evitar un colapso sistémico. Ese hecho explica que, en las crisis descritas en este capítulo, los recursos obtenidos a partir de las negociaciones entre gobiernos y organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, se hayan utilizado para facilitar el cumplimiento de los compromisos de los bancos privados y así evitar una posible afectación de los acreedores, a su vez, parte del sistema financiero internacional.

Pero, tal vez, la característica distintiva de las Crisis de Fin de Siglo de los Países Emergentes fue la creciente interdependencia de todas las economías del mundo. En un buen número de los países incluidos en nuestro análisis, el manejo de la política macroeconómica había mejorado significativamente desde fines de los 80. Pero impactos provenientes del exterior provocaron una desestabilización tal que esos países se vieron obligados a llevar a cabo ajustes en el tipo de cambio, las tasas de interés o el gasto público. La necesidad de actuar con urgencia y la falta de perspectiva

del momento dieron como resultado decisiones poco efectivas. Y las consecuencias, en la mayoría de los casos, fueron desastrosas.

Una de las lecciones aprendidas de los casos analizados en este capítulo es que el precio de la estabilidad de largo plazo exige preocuparse no solamente por el manejo escrupuloso de la economía doméstica, sino también por estar preparados para hacer frente a fenómenos originados en el contexto internacional. Otra lección importante fue descubrir la naturaleza contagiosa de los distintos episodios, como la "Crisis del Tequila" en 1994, cuyas ondas expansivas desestabilizaron la economía de países geográficamente distantes (Argentina y Brasil) y con los cuales las relaciones comerciales eran poco significativas; o bien, la ola de devaluaciones competitivas detonada por la decisión del Banco Central de Tailandia de devaluar el baht, medida que después fue imitada por todos los demás países del sudeste asiático; o la suspensión de pagos de la deuda de bonos emitidos por el gobierno y las empresas en Brasil y Rusia, cuyas repercusiones desestabilizaron incluso a los mercados de capital más desarrollados.

En el **apéndice** de este capítulo se incluyen datos macroeconómicos de cada uno de los países afectados por las Crisis Financieras de Fin de Siglo. Cubren un periodo de diez años previos y cuatro años posteriores al episodio crítico. Las variables representadas gráficamente permiten observar el comportamiento de los indicadores fundamentales antes de que surgieran los problemas críticos, el deterioro brutal ocasionado por las crisis y, posteriormente, la recuperación de los indicadores. Las variables incluidas en este análisis gráfico son:

1. Saldo de la balanza de cuenta corriente como porcentaje del PIB.
2. Índice del tipo de cambio con base diez años antes = 100.
3. Índice de capitalización bursátil en precios corrientes, año base = 100.
4. Tasa de crecimiento anual del PIB en términos reales.
5. Tasa de crecimiento anual de la inflación.
6. Balanza comercial como porcentaje del PIB.
7. Deuda pública como porcentaje del PIB.
8. Tasa de desempleo como porcentaje de la Población Económicamente Activa.

La representación gráfica de los indicadores permite observar que tuvieron un comportamiento muy similar en los diferentes episodios de crisis. Por ejemplo, en todos los casos se presentó un creciente deterioro de la balanza comercial, y después de la crisis, hubo una recuperación considerable durante los siguientes dos o tres años. Evidentemente, el tipo de cambio sufrió ajustes en la mayoría de los casos analizados (menos en Hong Kong) y coadyuvó a la recuperación de la competitividad internacional de las exportaciones. Asimismo, se observa un repunte inflacionario generalizado que se explica, en buena medida, por el efecto de la depreciación de la moneda y su impacto en los bienes de consumo y productos intermedios importados.

La recuperación de la balanza comercial puede ser entendida como el resultado de la desaceleración de la economía interna asociada a las crisis que, al reducir los niveles

de consumo doméstico, libera una creciente cantidad de bienes para la exportación. La caída del producto varía en magnitud, pero en todos los casos es perfectamente notable y muy grave, sobre todo cuando se reflexiona sobre las implicaciones que seguramente representó en términos de pérdida de empleos, cierre de empresas, créditos impagos, entre otras consecuencias negativas.

Al analizar estos episodios de crisis financieras, queda claro que su manifestación siempre tiene diversas facetas. Cuando el problema se originó por un desequilibrio de balanza comercial y se presentó como una brusca devaluación del tipo de cambio, también afectó al sector bancario, y sus consecuencias retroalimentaron la causal original. En aquellos casos que la causa macroeconómica estuvo asociada a insolvencia fiscal y moratoria de pagos al extranjero, el primer efecto inmediato fue la salida de capitales, provocando así una devaluación del tipo de cambio que afectó la estabilidad de los bancos y otras instituciones privadas. En todos los casos, los patrones fueron muy típicos y similares a los de las crisis surgidas anteriormente en otras latitudes.

Lo que distinguió a las Crisis de Fin de Siglo fue el claro efecto de contagio, la transmisión de la turbulencia a otros mercados y regiones, incluidos aquellos con los cuales el país afectado no mantenía relaciones comerciales o financieras relevantes. El contagio se explica como un fenómeno nuevo, asociado a la globalización que está presente en múltiples ámbitos de la actividad económica, financiera y cultural. Nadie pone en tela de juicio los efectos positivos de la globalización, pero no hay que olvidar que también acarrea riesgos. Los mercados financieros han sufrido una mutación que los hizo susceptibles a ver afectada su estabilidad como resultado de eventos ocurridos en cualquier rincón del planeta y cuyas primeras expresiones fueron, indudablemente, los episodios discutidos en este capítulo.

Esa realidad nos permite abordar la Crisis Financiera de 2007-2009 como una segunda manifestación del contagio propiciado por la globalización. Y el episodio de la Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos es una expresión posterior del mismo fenómeno.

Capítulo 3

La Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad en Estados Unidos

Roberto J. Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey

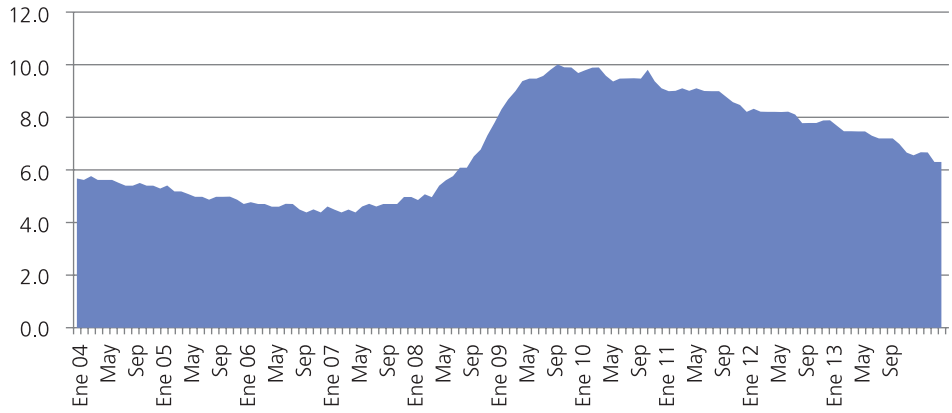
Introducción

La Crisis Financiera de 2007-2009 fue el episodio que ha causado la mayor destrucción de riqueza en la historia de la humanidad. A 7 años de su inicio, las pérdidas directas aún resultan incalculables y es posible que nunca se llegue a tener una estimación confiable. Las primeras señales de la debacle se presentaron con el incumplimiento de bonos colateralizados con Hipotecas de Baja Calidad, un segmento limitado del mercado financiero de Estados Unidos. Este hecho provocó la quiebra de bancos y empresas de todo tipo en aquel país, pero sus efectos rápidamente se hicieron sentir también en Inglaterra, Alemania, Francia y otros países europeos.

Los efectos en la economía real fueron desastrosos para sectores específicos, como la industria de la construcción y el ramo automotriz, que son procíclicos, pero también hubo impactos negativos en el empleo, los niveles de consumo, la producción y las nuevas inversiones.

Los niveles de empleo fueron gravemente afectados, y la tasa de desempleo alcanzó niveles históricamente elevados, para llegar a 10% de la población mayor de 16 años durante el año 2009, como puede apreciarse en la **gráfica 1**:

Gráfica 1
Tasa de desempleo para la población de mayores de 16 años en Estados Unidos



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Gobierno de Estados Unidos.

A lo anterior se agregaron los costos de rescates de bancos y empresas con recursos públicos, los esfuerzos de los gobiernos por impedir un colapso económico mediante el ejercicio audaz del gasto público, las medidas para favorecer la liquidez de los mercados financieros mediante la recompra de bonos y otros activos financieros por parte de los bancos centrales y muchas otras políticas públicas emergentes para

enfrentar la peor coyuntura económica en casi un siglo. Todo ello representó una pesada carga para las finanzas públicas de los países afectados.

1. La burbuja de las acciones de la Nueva Economía como antecedente de la burbuja de los precios inmobiliarios

Los precios de las acciones de prácticamente todas las bolsas de valores del hemisferio occidental comenzaron a aumentar a partir de 1997. Este incremento fue impulsado por la tendencia de las acciones de las empresas tecnológicas asociadas a la llamada Nueva Economía, como las compañías *dot-com*,[1] negocios de nueva creación que sentaron un paradigma innovador al utilizar la plataforma de Internet para comercializar sus productos y servicios. Pero la Nueva Economía también incluía firmas de biotecnología, telecomunicaciones, software, electrónicos y otras.

El impacto de la innovación se vio reflejado en la economía cuando las empresas de todos los sectores comenzaron a utilizar los avances tecnológicos para el procesamiento y transmisión de datos con el fin de potenciar la venta de sus productos y servicios, elevar la productividad y aprovechar las economías de escala.

El índice Nasdaq alcanzó 5,132 puntos el 10 de marzo del año 2000, un crecimiento de más de 500% con respecto al nivel que tuvo el 9 de agosto de 1995, el día de la colocación primaria de Netscape, que generó un rendimiento de 100% durante las primeras horas.[2]

El 5 de diciembre de 1996, el presidente del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., Alan Greenspan, dijo: "Evidentemente, la baja inflación implica menos incertidumbre respecto al futuro, y un menor premio por riesgo implica precios más elevados para las acciones y otros activos financieros. Pero, ¿cómo saber si el impulso se debe a una exuberancia irracional injustificada, la cual puede convertirse en una contracción inesperada y prolongada, como ha sido el caso de Japón durante la última década?".[3]

Efectivamente, la evidencia histórica sugiere que se trató de una burbuja especulativa porque, ante la dificultad para valuar a muchas empresas de la Nueva Economía por desconocer la naturaleza y potencial de los nuevos negocios, los inversionistas compraban acciones sin selectividad, con la creencia de que todas las innovaciones tenían un potencial ilimitado. Como casi siempre sucede, la burbuja especulativa finalmente se reventó, y el desplome del índice Nasdaq dejó al descubierto el deterioro de las expectativas, así como los efectos de éstas en la valuación de las acciones emitidas por las empresas de la Nueva Economía. Basta recordar que a comienzos

[1] El término *dot-com* hace alusión al sufijo técnico utilizado para identificar el dominio en Internet de las empresas comerciales (.com).
[2] Backstrand. K.H. (1996) "Netscape's initial public offering", Harvard Business Case #296-088.
[3] Discurso de Alan Greenspan en el American Enterprise Institute, el 5 de diciembre de 1996. Citado en Cassidy (2002), pág. 132.

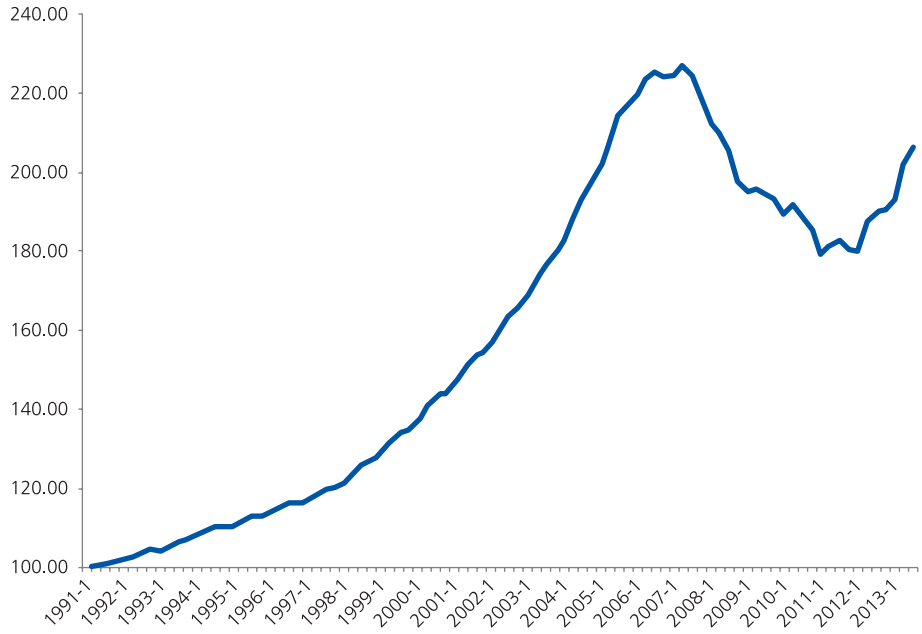
de marzo del año 2000, el Nasdaq alcanzó un nivel máximo de 5,132.52 puntos, pero a finales de junio de ese año bajó a menos de 3,500 puntos, y para octubre de 2002 apenas respetaba el soporte de 1,300 puntos, nivel comparable al de 1996.

Esta caída de las firmas *dot-com*, de biotecnología, telecomunicaciones y otras, sumada a las limitadas oportunidades que ofrecían los mercados bursátiles tradicionales debido a un entorno geopolítico complejo –cargado de incertidumbre y de una posible escalada bélica como respuesta a los ataques terroristas a las Torres Gemelas de Nueva York–, así como las señales claras de una desaceleración de la economía norteamericana que entró en recesión durante 2001, hizo que los inversionistas comenzaran a buscar mercados alternativos para colocar sus recursos. Ese fue el marco de referencia que permite identificar la gestación de una nueva burbuja, esta vez en el mercado de bienes raíces.

Después de la recesión de 2001, el sector inmobiliario residencial experimentó una acelerada expansión por dos razones: 1) la abundante liquidez que desconfiaba del mercado accionario y 2) el rápido crecimiento de la actividad hipotecaria.

Con respecto a otras opciones de inversión, el mercado inmobiliario prometía mayor rentabilidad porque los precios de las propiedades estaban aumentando a una tasa anualizada compuesta trimestralmente de 6.6% desde hacía al menos 10 años (**gráfica 2**).

Gráfica 2
Índice de precios de las propiedades residenciales (a la compra)
Datos Trimestrales. (Primer Trimestre de 1991=100)



Fuente: Federal Housing Finance Agency.[4]

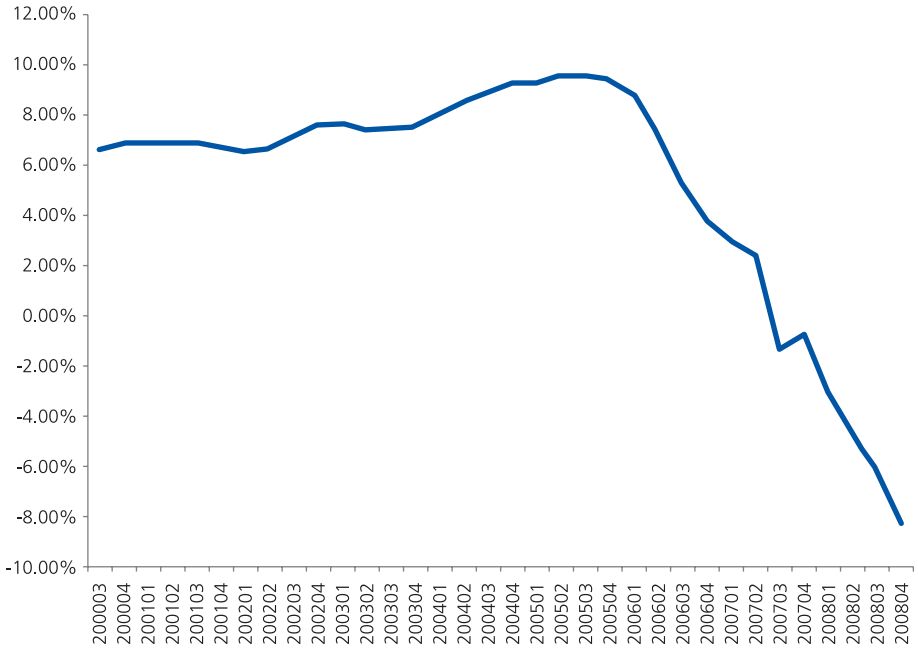
Las condiciones macroeconómicas (bajas tasas de interés, crecimiento económico) favorecieron una creciente demanda, la cual encareció las propiedades residenciales, cuyos precios aumentaron a una tasa anual promedio de 6% entre el tercer trimestre del año 2000 y el tercer trimestre de 2006. Aunque cabría diferenciar por zona geográfica y tipo de vivienda, tan solo en el periodo de referencia, la plusvalía promedio fue de 42%.

Las bajas tasas de interés dieron lugar a costos financieros muy bajos para todos los créditos hipotecarios y atrajeron a una gran cantidad de inversionistas, muchos de ellos poco conocedores del mercado inmobiliario, pero deseosos de ganar rendimientos extraordinarios e, incluso, dispuestos a incurrir en excesos para lograrlo. El efecto de la deducibilidad de los intereses y los elevados factores de apalancamiento propiciados por las condiciones de abundante liquidez en el mercado, facilitaban la adquisición de propiedades inmuebles con pagos iniciales mínimos. Todo ello se tradujo en la posibilidad de que los inversionistas estadounidenses tuvieran ganancias anuales de 20% sobre su inversión en exceso.

[4] Recuperado de http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=87.

Después de alcanzar una tasa máxima de crecimiento anualizada de casi 10% durante el segundo trimestre de 2005, el precio promedio de las propiedades residenciales llegó a su nivel más alto en el primer trimestre de 2007, para después iniciar un descenso pronunciado (**gráfica 3**), prácticamente al mismo tiempo que el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. inició un ciclo bajista en sus tasas de referencia para amortiguar la desaceleración económica, que ya comenzaba a dar muestras de retraimiento.

Gráfica 3
Aumento en los precios residenciales respecto al mismo trimestre del año anterior (%)



Fuente: Federal Housing Finance Agency: www.fhfa.gov

2. El papel de los cambios regulatorios en la Crisis Financiera

La migración de capitales del mercado bursátil al inmobiliario es solo uno de los factores que explican la tendencia alcista de los precios de las propiedades inmobiliarias durante los primeros años del nuevo siglo. También es importante considerar los cambios legislativos que fueron implementados para promover que todos los grupos sociales tuvieran acceso equitativo a la adquisición de residencias.

La adopción del acta *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA), en 1974, impuso a la mayoría de las instituciones otorgantes de créditos hipotecarios la obligación de informar a los reguladores sobre los particulares solicitantes de créditos y los datos de las personas a quienes efectivamente se les conceden (raza, nivel de ingreso y términos generales de la autorización del préstamo), a efecto de garantizar la igualdad en su distribución. Además, el Congreso de Estados Unidos introdujo la *Community Reinvestment Act* (CRA) en 1977 y la *Tax Reform Act* en 1995. Esta última impulsó el crecimiento del segmento hipotecario al instituir la deducibilidad de los cargos financieros por concepto de créditos para residencias. La legislación federal, controvertida hasta el cansancio, fue reforzada en 2002.

Otro cambio estructural del marco regulatorio del mercado financiero –y cuyos efectos propiciaron la Crisis Financiera– fue la reforma bancaria de 1999, que dejó sin efecto el Acta Glass-Steagall (también conocida como Ley Bancaria de 1933), que fue la respuesta del gobierno de Estados Unidos a la crisis bancaria de 1929, detonadora de la Gran Depresión.

En su época, la legislación Glass-Steagall estableció una rigurosa separación entre banca comercial y banca de inversión, para evitar que los recursos depositados por los ahorradores fueran destinados a actividades de carácter bursátil. De esa manera, se reducía el riesgo al que estaba expuesto el sistema bancario en su conjunto. No obstante, con el paso de los años tuvieron lugar diversos cambios legislativos que erosionaron su eficacia.

Éstos son algunos de los hitos que marcaron la gradual eliminación del Acta Glass-Steagall:

a. En 1967 se lanzó la primera iniciativa legislativa para autorizar a los bancos comerciales la suscripción de bonos municipales, pero fue bloqueada en el Senado.

b. Hacia 1974, con la aprobación de la ley ERISA (*Employee Retirement Income Security Act* o Acta para Asegurar el Ingreso del Retiro) y la introducción del sistema 401(k), el regulador bancario, la Office of the Comptroller of the Currency (también conocida como OCC por sus siglas en inglés), autorizó a los bancos estadounidenses a proporcionar servicios de inversión "automáticos" mediante los cuales el contribuyente podía destinar una cantidad fija de su ingreso mensual a la adquisición de títulos financieros para acumular un fondo para el retiro.

c. En 1982, la Corporación Federal de Seguro para los Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation o FDIC, por sus siglas en inglés) declaró que los bancos con licencia estatal estaban autorizados para crear subsidiarias y que éstas –total o parcialmente propiedad de bancos– podrían realizar operaciones que estaban vedadas a la banca comercial, específicamente, suscribir emisiones de títulos financieros (bonos y acciones), pero también hacer operaciones de mercado secundario con ese tipo de activos.

d. En 1995, el congresista James A. Leach, presidente del Comité de Banca del Congreso de Estados Unidos, propuso una iniciativa apoyada por el entonces

presidente del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., Alan Greenspan, para erradicar las provisiones establecidas en la legislación Glass-Steagall. Con el respaldo del secretario del Tesoro Robert Rubin (en representación de la administración de Bill Clinton), la iniciativa se promovió con el argumento de que el Acta Glass-Steagall era "obsoleta y anticuada".

El motor dinamizador de ese proceso de reformas legislativas fueron los cambios que estaban sucediendo en la industria financiera debido al surgimiento de la llamada "banca sombra" (*shadow banking*).[5] Uno de los participantes claves de esa categoría era la banca de inversión, que había crecido con rapidez –fuera del alcance regulatorio del esquema Glass-Steagall– y comenzaba a representar una amenaza para el dominio tradicional de los bancos comerciales, que aprovecharon la ventana de oportunidad para iniciar un cabildeo legislativo, gracias al cual lograron un consistente relajamiento de las trabas que les imponía el marco legislativo del Acta Glass-Steagal.

La acometida final contra la regulación bancaria, instaurada en los años 30, tuvo lugar en abril de 1998, cuando la fusión de Travelers y Citicorp se acogió a la normativa vigente, que permitía a Citigroup ser propietaria del negocio de suscripción de seguros de Travelers durante solamente dos años, a cuyo término, o bien se le obligaría a deshacerse del negocio, o bien recibiría la autorización oficial del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. para conservarlo.

La situación se resolvió por una tercera vía, consistente en la modificación del Acta de Empresas Bancarias Tenedoras (*Bank Holding Company Act*), gracias a la cual se autorizó la afiliación entre bancos y suscriptores de seguros. La nueva ley se llamó Acta de Modernización Financiera Gramm-Leach-Bliley (*Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act*) y fue firmada por el presidente Bill Clinton el 12 de noviembre de 1999. En ese momento se canceló la legislación Glass-Steagall.

Como resultado de lo anterior, surgieron dos sistemas financieros de gran escala, cuya competencia no solamente beneficiaba a Wall Street, sino también al ciudadano común al reducir los costos de sus hipotecas y aumentar los rendimientos de sus ahorros. Los "bancos sombra" (también conocidos como *non-bank banks*) y los bancos comerciales pasaron a ser competidores codependientes. Sus actividades conjuntas fueron muy rentables y, de acuerdo con la evidencia posterior, altamente riesgosas.

Gorton (2008) señala que el nuevo sistema bancario estadounidense se puede caracterizar como un mundo en el que prevalecen las operaciones con instrumentos derivados que, al igual que otras transacciones, no se registran directamente en las hojas del balance contable de los bancos.

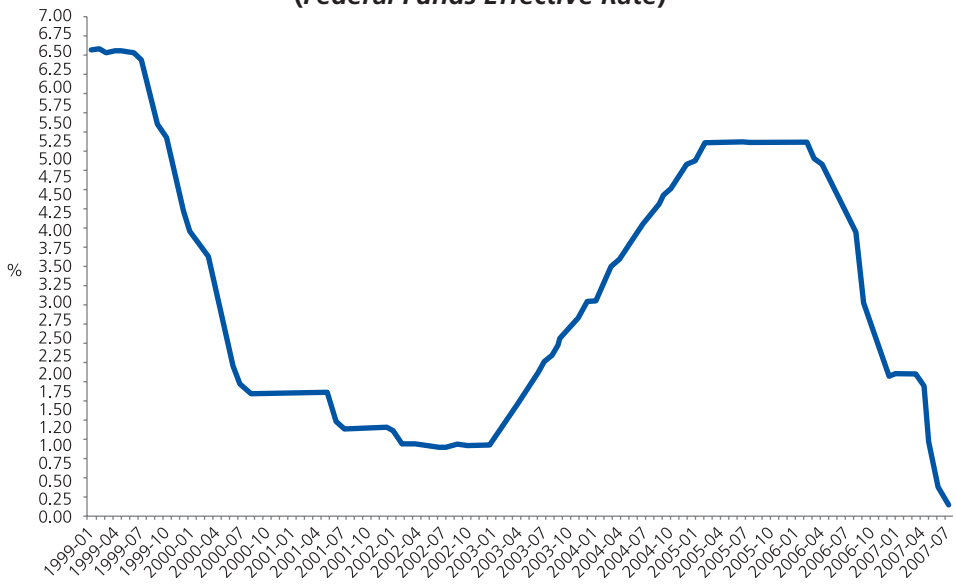
[5] "Banca sombra" (*shadow banking*) es un término utilizado para hacer referencia a la categoría de instituciones financieras que proporcionan servicios semejantes a la banca comercial sin ser bancos (*Financial Crisis Inquiry Commission Report*. January, 2011).

En materia de créditos hipotecarios, se modificó el esquema tradicional según el cual el banco extendía el crédito al prestatario y se quedaba con el riesgo de que el cliente no cumpliera las obligaciones contraídas como consecuencia del crédito. La desregulación de las actividades bancarias permitió que los bancos diluyeran el riesgo de los créditos por medio de los mercados de valores, transfiriéndolo a inversionistas deseosos de obtener los rendimientos de los valores que emitían los bancos y mediante los cuales fueron empaquetados, sin distinción alguna, todo tipo de créditos hipotecarios, además de otro tipo de obligaciones con colateral, como los MBS (*Mortgage-Based Securities*) y los CDO (*Collateralized Debt Obligations*).

3. Una política monetaria excesivamente "laxa"

Durante 2001, el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. bajó sus tasas de interés de referencia para atenuar el impacto de la tendencia recesiva presente desde el cambio del milenio y agravada por diversos factores: el colapso de las acciones del mercado Nasdaq; la incertidumbre que provocaron los ataques terroristas a las Torres Gemelas en la ciudad de Nueva York; los escándalos financieros de Enron, Xerox y Tyco, entre otros, y el comienzo de la guerra en Irak. La Tasa de los Fondos Federales (*Fed Funds Rate*) pasó de 6.5% durante el primer trimestre de 2001 a 1% en el segundo trimestre de 2003. A ese nivel, las tasas de interés nominales correspondían a una tasa real negativa (ver **gráfica 4**).

Gráfica 4
Tasa de Referencia de la Reserva Federal de E.E.U.U.
(*Federal Funds Effective Rate*)



Fuente: Federal Reserve System. *Economic Research & Data*.[6]

Una política monetaria de tales características condujo en forma casi automática a un crecimiento acelerado del crédito, particularmente del sector hipotecario y, a través de los canales de transmisión de la política monetaria, se dio un impulso adicional a los precios de las propiedades inmobiliarias.

Fue hasta los primeros meses de 2003, después de un año de mantener la tasa de referencia a un nivel históricamente bajo de 1%, cuando el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos comenzó a aumentarla gradual pero consistentemente, hasta alcanzar 5.25% en febrero de 2005. La lenta recuperación del empleo convenció a las autoridades monetarias de no elevar las tasas hasta el nivel que tenían en 2001, pero aquella escalada fue más que suficiente para comenzar a generar problemas en el mercado hipotecario.

4. Las Hipotecas de Baja Calidad

Hipotecas de Baja Calidad (*Subprime Mortgages*) es el nombre que se da a los créditos inmobiliarios creados por las instituciones financieras especializadas para otorgarlos a prestatarios poco solventes. Esta modalidad nació con la intención de que

[6] Datos obtenidos del sitio web del Board of Governors of the Federal Reserve System: http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=40afb80a445c5903ca2c4888e40f3f1f&filetype=spreadsheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/1999&to=12/31/2013.

las familias de menos ingresos, las minorías sociales y los candidatos con alto riesgo de crédito, pudieran tener hogares propios (Gorton, 2008). Estos contratos también son conocidos como *B-paper*, *near-prime* o *second chance*, y su característica principal es que se exige una solvencia mínima a los solicitantes.

La categoría de créditos *subprime* es muy amplia y comprende distintas modalidades: hipotecas, préstamos para adquisición de vehículos automotores y tarjetas de crédito. Sin embargo, la más común es la de las hipotecas subprime. Los receptores de este tipo de crédito pertenecen, por lo general, a grupos poblacionales desfavorecidos, con percepciones económicas bajas, historial de crédito con problemas o inexistencia total del mismo.

Debido a estas características, los créditos *subprime* tienen un perfil de riesgo muy elevado. A esto hay que agregar que, en la mayoría de los casos, no incluyen una aportación inicial del acreditado. El monto de una Hipoteca de Baja Calidad frecuentemente representa más del 90% del valor del bien inmobiliario adquirido, tiene un periodo de gracia y paga intereses a tasa ajustable, por lo general más elevada que la de los créditos inmobiliarios típicos. Hay que destacar que durante los años que precedieron a la Crisis Financiera, el análisis del expediente del solicitante de créditos *subprime* muchas veces se efectuaba de manera superficial y apresurada, lo cual resultaba en una valoración inapropiada del riesgo crediticio.

La forma de operar estos créditos de tasa ajustable (*Adjustable-rate Mortgage* o ARM) consistía en otorgarlos a una tasa reducida durante los primeros años (generalmente uno o dos años), y aumentarla una vez concluido ese plazo. Desde el punto de vista del otorgante, la ventaja era que, ante la elevación tendencial del valor de los bienes raíces, si el cliente incumplía, la venta comercial de la propiedad inmobiliaria hipotecada permitiría recuperar el monto total del crédito e, incluso, un excedente.

Los trámites para obtener este tipo de créditos eran muy sencillos porque los prestatarios podían apegarse a la práctica conocida como "declaración de ingreso" (*stated income*), consistente en la manifestación unilateral de determinado nivel de ingreso personal sin presentar documentos probatorios y sin que se llevara a cabo una investigación del historial crediticio y la solvencia del solicitante.

Con frecuencia, esa práctica dio como resultado el otorgamiento de créditos a solicitantes que no tenían percepciones económicas, ni empleo o un patrimonio que pudiera ser tomado como garantía. Para este tipo de personas, se acuñó el término NINJA (*No Income*, *No Job or Assets*).

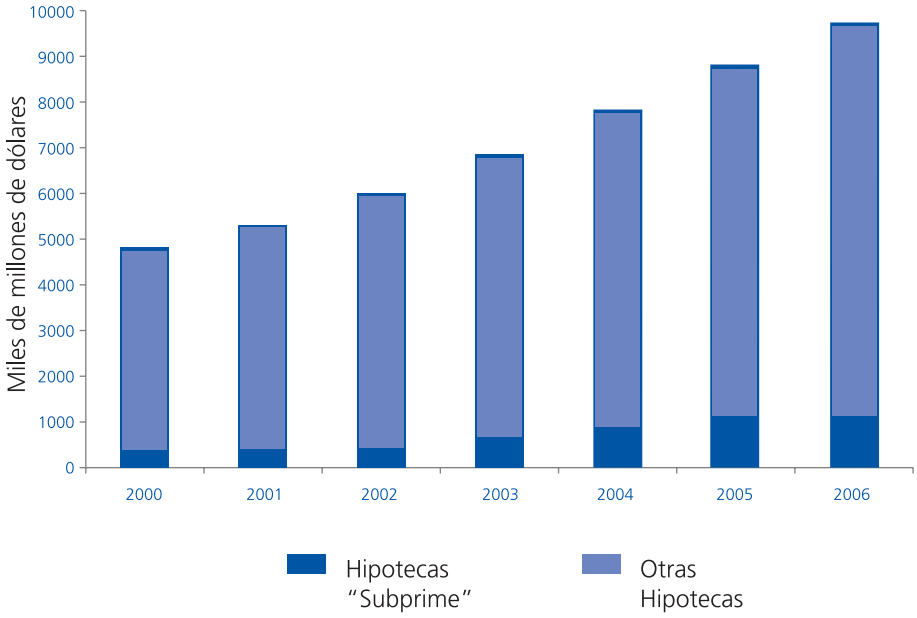
En la investigación publicada por el gobierno de Estados Unidos sobre las causas de la Crisis Financiera en ese país, se documentó que en muchas ocasiones, los promotores de créditos hipotecarios de baja calidad presionaron a los solicitantes a exagerar intencionalmente sus ingresos para que pudieran obtener un préstamo más alto.[7]

[7] Cfr. The Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition.

Adicionalmente, los especuladores utilizaron el expediente de declaración de ingreso para multiplicar los créditos de un solicitante en distintos bancos sin revelar su exposición real a los riesgos del sector inmobiliario.

Los créditos hipotecarios de baja calidad experimentaron un crecimiento acelerado entre 2002 y 2006. En este lapso, su participación con respecto a la cantidad anual de nuevos créditos hipotecarios pasó de 8% a 21%.[8]

Gráfica 5
Créditos Hipotecarios en Estados Unidos (2000-2006)



Fuente: Adaptado de Romey and Drut (2008), con datos de *Loan Performance*.

A medida que crecía la burbuja inmobiliaria, aumentaba la cantidad de créditos hipotecarios de baja calidad otorgados por los intermediarios y era mayor su contribución a la tendencia alcista de los precios. El crecimiento del crédito también se vio favorecido porque se multiplicaron las entidades financieras participantes y se intensificó la competencia.

[8] Les Echos, 5 de noviembre de 2007.

Tabla 1
Saldo Vigente de Créditos Hipotecarios en Estados Unidos
(2004-2008)
(Millones de dólares)

					2008		
	2004	2005	2006	2007	T1	T2	T3
Todas las hipotecas	**10,662,680[r]**	**12,100,210[r]**	**13,520,610[r]**	**14,607,170[r]**	**14,736,030[r]**	**14,782,480[r]**	**14,724,590**
Residencias de 1 a 4 familias	8,268,548[r]	9,380,538[r]	10,463,160[r]	11,164,150[r]	11,230,370[r]	11,223,210[r]	11,164,450
Residencias multifami-liares	617,869	688,536[r]	744,786[r]	841,640[r]	860,420[r]	877,218[r]	892,947
Hipotecas para pro-piedades no agrícolas ni residen-ciales	1,679,393[r]	1,929,622[r]	2,211,189[r]	2,493,597[r]	2,536,626[r]	2,572,606[r]	2,556,704
Hipotecas para pro-piedades agricolas	96,872	101,518	101,475[r]	107,778[r]	108,610[r]	109,442	110,490

Fuente: The Federal Reserve Board (9 de enero de 2009). *Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin, December 2008*.[9]

Las empresas participantes en el mercado de estos créditos estimaban una tasa de incumplimiento mediante métodos estadísticos. Con ella calculaban la tasa de interés necesaria para protegerse contra las eventuales pérdidas y generar un margen correspondiente al riesgo incurrido. Pero lo que no anticiparon fue que la frecuencia de incumplimiento de los acreditados excedería significativamente los pronósticos basados en el comportamiento histórico de las variables.

5. El Fenómeno de la titularización y su papel en la gestación de la Crisis Financiera

Una de las principales fuentes de liquidez en el mercado financiero es la titularización de créditos, que existe independientemente del sistema bancario. Además de la liquidez generada por los bancos comerciales, que por lo general es medida mediante los agregados monetarios y crediticios, este segundo componente ha adquirido una creciente importancia.

En Estados Unidos, el crédito mediante la emisión de títulos y el crédito bancario han evolucionado en paralelo y, hasta cierto punto, se han reforzado mutuamente. Se

[9] Obtenido de The Federal Reserve Board:
http://www.federalreserve.gov/pubs/supplement/2008/12/table1_54.htm#fn1r.

ha facilitado el flujo de crédito entre originadores y emisores de productos de crédito debido a los cambios estructurales que han eliminado las barreras entre banca de inversión y banca tradicional. Asimismo, se ha promovido la competencia en el sector financiero y se ha impulsado la innovación financiera (Clerc, 2008).

La titularización se desarrolló en aquel país hacia finales de los 70 y se comenzó a utilizar ampliamente en la década de los 90, pero creció de manera explosiva a partir de 2002, precisamente en el mercado hipotecario estadounidense. Gracias a dicho esquema, es posible transformar los créditos otorgados por los bancos en obligaciones negociables en el mercado. De esa manera, las operaciones crediticias tradicionalmente ilíquidas pueden convertirse en activos líquidos intercambiables en el mercado mediante esquemas convencionales conocidos como "productos estructurados".

En el periodo 2004-2007 se emitieron grandes cantidades de títulos de deuda garantizados con hipotecas cuyo monto alcanzó cifras estratosféricas. Algunos de los nuevos instrumentos eran títulos similares a los bonos convencionales; otros eran más complejos, ya que se trataba de contratos "derivados" conocidos como "productos estructurados" cuya valuación es más complicada que la de los instrumentos convencionales.

La titularización consiste en aglutinar en un fondo común créditos de origen diverso y, por lo tanto, con distinto tipo de riesgo, para emitir un título financiero respaldado con los créditos. Desde el punto de vista del inversionista, la canasta de créditos con distintos tipos de riesgo crea un instrumento diversificado y representa una menor exposición que cualquier crédito individual. Para el emisor, la titularización crea la posibilidad de disociar el otorgamiento y la gestión del crédito del riesgo del mismo.

A diferencia de la mecánica tradicional, bajo la cual el otorgamiento de un crédito para la adquisición de propiedades residenciales representaba una inversión de largo plazo, la titularización hizo posible separar el origen del crédito y su conservación. Es decir, las hipotecas ya no permanecían en el balance general de la entidad originadora, sino que eran distribuidas entre inversionistas institucionales y privados.

Una de las consecuencias negativas de la titularización es que creó una enorme distancia entre el acreditado y el inversionista final. Impulsados por la desregulación del sector y la consecuente competencia, los intermediarios desarrollaron esquemas muy complejos al multiplicar las instancias que intervenían. Todo esto dio como resultado una falta total de transparencia y, lógicamente, proliferó el riesgo moral. El nuevo modelo, que se llamó de "originación y distribución", propició el crecimiento del mercado hipotecario, lo cual trajo consigo excesos imprevistos (Clerc, 2008).

La fórmula se hizo cada vez más complicada porque, a partir de un mismo paquete de créditos, comenzaron a emitirse títulos según el nivel de riesgo deseado por el inversionista. Eventualmente, algunos intermediarios financieros combinaron en un mismo título créditos respaldados con activos diversos, incluyendo créditos hipotecarios, comerciales y préstamos a particulares, entre otros. La intención era ofrecer al mercado tasas de rendimiento más atractivas.

La posibilidad de "reciclar" los recursos de los créditos hipotecarios hizo que creciera rápidamente el mercado hipotecario y propició el surgimiento de novedosos esquemas de comercialización. Por ejemplo, se creó la figura del "corredor" de préstamos hipotecarios (*broker*), quien fungía como promotor para facilitar al solicitante el cumplimiento de los requisitos crediticios, pero actuando con total independencia de la entidad otorgante.

El principal incentivo del corredor eran las comisiones que le pagaba el originador, por eso su prioridad era promover el mayor número de operaciones posible. No había restricción alguna para que hiciera uso de su experiencia profesional a fin de cumplir con los estándares mínimos del análisis de crédito. Su propósito era agilizar el proceso y resolver cualquier contratiempo.

El desdoblamiento de las operaciones crediticias generó fricciones y asimetrías de información, y esto dio lugar a la acumulación de riesgos excesivos. Todos los participantes tenían incentivos para explotar las asimetrías y sacar ventajas para sí mismos. Al final, la suma agregada de esas conductas dio como resultado una mayor probabilidad de que se desatara una reacción en cadena.

Para 2007, la cantidad total de títulos emitidos con garantías hipotecarias alcanzó un valor de mercado superior a los 7 billones[10] de dólares, que triplicaba la cifra alcanzada en 1996. La participación de los inversionistas institucionales, como los fondos de inversión, las aseguradoras, los fondos de pensiones y las agencias gubernamentales, fue vital para sustentar el enorme crecimiento del mercado de títulos respaldados con hipotecas.

Gracias a los esquemas descritos se incrementó la disponibilidad de fondos frescos para los bancos, que ya no debían esperar la maduración de las hipotecas para recuperar los recursos comprometidos, sino que ahora podían otorgar nuevos créditos y recibir ingresos adicionales provenientes de las comisiones cobradas por la gestión y administración de los nuevos préstamos.

El traspaso de la propiedad de las hipotecas, a través del mercado de valores, resultó muy conveniente para los bancos tenedores originales de las hipotecas, ya que además de las ventajas mencionadas, podían retirar de sus hojas de balance los créditos hipotecarios (tanto buenos como malos) para presentar estados financieros más "esbeltos" y con mejores niveles aparentes de capitalización.

Resulta evidente que la bursatilización de los títulos garantizados con hipotecas creó incentivos adicionales para que los bancos especializados agilizaran el procesamiento de las solicitudes de créditos hipotecarios. Sin embargo, el otorgamiento de los préstamos no fue acompañado de una supervisión escrupulosa de la calidad crediticia de los solicitantes, ni del cumplimiento de los requisitos mínimos.

[10] Un billón equivale a un millón de millones en el sistema métrico decimal. En ocasiones se puede confundir con el término *billion*, utilizado en el sistema anglosajón para hacer referencia a mil millones.

Las bajas tasas de interés prevalecientes entre 2002 y 2005 representaron una oportunidad para los especuladores y atrajeron a una gran cantidad de inversionistas, pero muchas veces eran agentes poco conocedores del mercado inmobiliario que estaban deseosos de obtener rendimientos extraordinarios y dispuestos a incurrir en excesos para lograrlo.

Los créditos *subprime* tenían mayor participación en el total de las bursatilizaciones porque se podían empaquetar sin problema alguno. De acuerdo con Demyanyk y Van Hemert (2008), los títulos relacionados con ese tipo de créditos representaban el 54% del total de títulos garantizados con hipotecas que estaban en circulación en 2001, pero en 2006 la proporción alcanzó 75%. Gorton (2008) señala que el monto de las hipotecas otorgadas a clientes *subprime* entre 2005 y 2006 fue cercano a 1.2 billones de dólares,[11] de los cuales se bursatilizó hasta el 80%.[12]

Según el Reporte de la Comisión Investigadora de la Crisis Financiera (*Financial Crisis Inquiry Commission*),[13] el crecimiento de la oferta bursátil de títulos relacionados con créditos hipotecarios también se vio impulsado por la disponibilidad de instrumentos de cobertura –conocidos como *Credit Default Swaps* (CDS)–,[14] que fueron diseñados para proteger a los inversionistas del riesgo de incumplimiento inherente a operaciones crediticias y eran perfectamente aplicables a títulos respaldados con hipotecas. Así, esta familia de derivados contribuyó a alimentar la burbuja especulativa.

La abundancia de crédito creó las condiciones necesarias para elevar las metas de desempeño que los intermediarios exigían a sus promotores y a otros agentes de venta. Y la intención de cumplir intensificó la presión para que los analistas de crédito hicieran su trabajo cada vez más rápido, pero también con menos cuidado. Se abreviaron los plazos de autorización y, en resumen, se deterioró el control del riesgo.

Al estudiar las evidencias disponibles, se puede confirmar que los esquemas de incentivos no estuvieron alineados con el objetivo de mantener un mercado hipotecario ordenado. La falta de transparencia sobre los riesgos que representaban los nuevos productos de ingeniería financiera confundió a los inversionistas individuales e institucionales, y los llevó a incrementar sus tenencias de títulos bajo el supuesto de que se trataba de activos rentables y seguros. Pero, desafortunadamente, la realidad era muy distinta.

---

[11] Ídem.

[12] En la publicación "Inside Mortgage Finance, the 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Key Data (2006)", Joint Economic Committee (October 2007). Citado por Gorton (2008).

[13] The Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.*

[14] Se denomina *Credit Default Swaps* a los contratos de cobertura de riesgo de incumplimiento crediticio. Es un "derivado" en el cual el "comprador" realiza una serie de pagos periódicos al "vendedor", y a cambio recibe la garantía de que se le pagará cierta cantidad de dinero en caso de que determinado título crediticio, llamado "activo subyacente", incumpla con las condiciones originales de la transacción.

Algunos créditos eran otorgados con tasas iniciales muy bajas, pero eran sujetas a aumentos considerables en unos cuantos años. Los prestatarios aceptaban ese tipo de compromisos con la esperanza de que al subir el valor de las propiedades, podrían renegociar los créditos antes de que los pagos rebasaran su capacidad de generación de efectivo.

En otros casos, las autorizaciones carecían de un análisis cuidadoso, y cuando sí se llevaba a cabo, la intención era "corregir"[15] cualquier indicador que pudiera obstaculizar el otorgamiento del crédito. Efectivamente, los agentes responsables de la colocación relajaron los requisitos que debían cumplir los solicitantes de préstamos hipotecarios; esa fue su principal estrategia para aumentar el volumen de créditos aprobados.

Un gran número de expedientes fueron autorizados gracias a los esquemas de incentivos desarrollados para comercializar los créditos inconsistentes con la calidad crediticia del solicitante. La única preocupación del agente que gestionaba el crédito era obtener el compromiso de las partes para cobrar las comisiones que le correspondían, y luego se desentendía del destino final del crédito. Puesto que estaba en sus manos elaborar un expediente que reuniera los requisitos mínimos, con frecuencia omitía aspectos que podían demeritar el perfil del candidato. En ocasiones, incluso se llegó a reportar información que no era fidedigna.

El deterioro del mercado de Hipotecas de Baja Calidad reveló la existencia de una desafortunada combinación de laxos procesos de autorización de créditos con tendencias macroeconómicas adversas en materia de empleo e ingresos de la población en distintas regiones de Estados Unidos. Todo ello elevó las tasas de incumplimiento. Simultáneamente, la caída del precio de las propiedades redujo el valor del capital propio contemplado en muchas autorizaciones de crédito, lo que dio como resultado un alza significativa de la probabilidad de incumplimiento (IMF, 2009).

La opacidad de los contratos contribuyó a la toma de decisiones de portafolios que pueden ser calificadas como "temerarias" a la luz de un análisis cuidadoso. Al surgir como un riesgo sistemático la explosión y el colapso de los precios inmobiliarios, la catástrofe del sistema financiero de Estados Unidos era solo cuestión de tiempo.

Cuando la burbuja inmobiliaria finalmente se reventó y los deudores con bajos ingresos no pudieron refinanciar sus Hipotecas de Baja Calidad a partir de un valor de mercado al alza, tampoco les fue posible hacer frente a los compromisos adquiridos porque éstos excedían su capacidad económica. En consecuencia, millones de familias tuvieron que abandonar sus propiedades y declararse en bancarrota (Grosse, 2012).

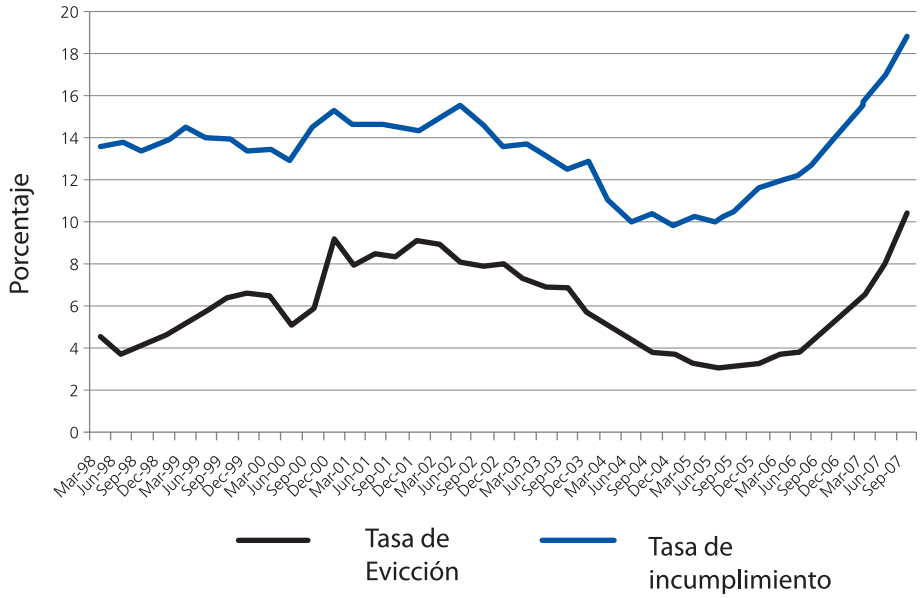
Las repercusiones fueron mucho más graves que las que se habían presentado después de episodios similares (por ejemplo, la burbuja de las acciones *dot-com*, la bur-

[15] En realidad, en la mayoría de los casos se falsearon datos para aprobar los criterios paramétricos de autorización de créditos.

buja de los bienes raíces que provocó el colapso de las Cajas de Ahorro y Préstamo o *Savings and Loans*) durante los 80 y principios de los 90. Y esto se debió precisamente a que el mecanismo de titularización había facilitado la renovación de los créditos hipotecarios mediante la emisión de títulos diversos como los *Asset Backed Securities* (ABS), títulos respaldados por activos; los *Collateralized Debt Obligations* (CDO), títulos de deuda colateralizados, y los *Mortgage-Based Securities* (MBS), títulos basados en hipotecas, entre otros.

A medida que aumentaban las tasas de incumplimiento y se deterioraba la valuación de los ABS y CDO asociados, la crisis se extendió al resto de la industria financiera de Estados Unidos y pronto contaminó a otros mercados financieros extranjeros.

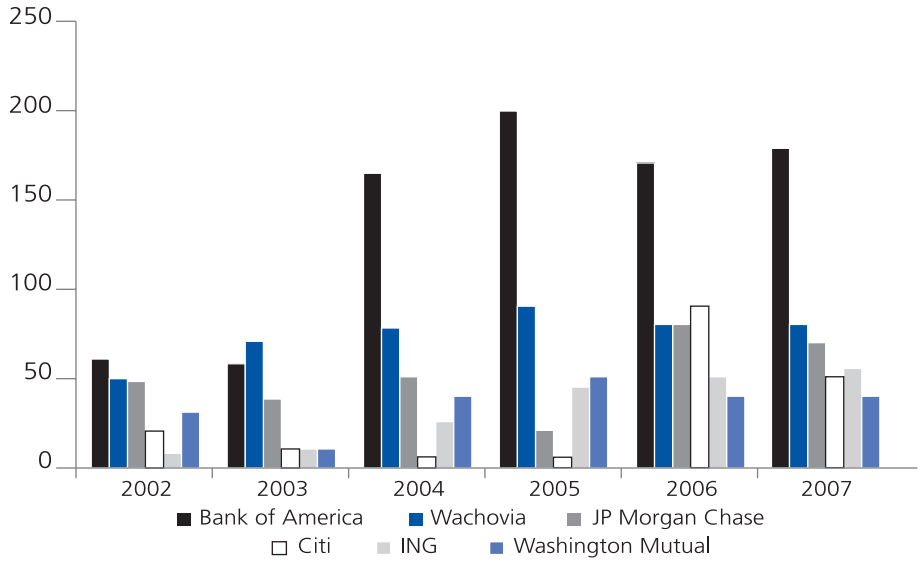
Gráfica 6
Niveles de incumplimiento en el servicio de las Hipotecas "Subprime" de Tasa Ajustable



Fuente: Adaptado de Romney and Drut, 2008; con información de *Datastream*.

El contagio internacional ocurrió porque muchos de los títulos respaldados con hipotecas se habían distribuido globalmente, y la creciente incertidumbre derivó en la pérdida de confianza y en el colapso del mercado crediticio, lo que comprometió la liquidez de un gran número de empresas financieras y no financieras en todo el mundo.

Gráfica 7
Tamaño de los portafolios de títulos relacionados con el Sector Hipotecario en los principales bancos de Estados Unidos (2002-2007)
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Adaptado de *Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), Mortgage Markets and the Enterprises in 2007*, febrero de 2009.

La pérdida de confianza de los inversionistas provocó una falta de liquidez que agravó la percepción de riesgo y contribuyó a que bajaran de manera exagerada los precios de los títulos respaldados con hipotecas. A su vez, las instituciones e inversionistas, cuyas posiciones largas habían sido perjudicadas, se vieron forzados a reconocer las pérdidas y reportar afectaciones en su capital.

Esta secuencia de eventos, desencadenada en un lapso muy breve, llevó a los principales bancos de inversión y a los mayores bancos comerciales de Estados Unidos al límite de su capacidad.

La pérdida de valor de los títulos respaldados con activos hipotecarios contagió a otros activos financieros, incluyendo a aquellos totalmente desvinculados del sector hipotecario, y la incertidumbre provocó una falta de liquidez extrema. En repetidas ocasiones fue necesaria la intervención del gobierno estadounidense y del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. para rescatar todo tipo de instituciones, desde bancos de inversión hasta empresas aseguradoras y bancos comerciales, por mencionar solo algunos ejemplos.

Como consecuencia de la creciente globalización de los mercados financieros, los títulos respaldados con hipotecas llegaron a los portafolios de inversión de instituciones europeas de gran calado y, al verse precipitadas en un torbellino de proyecciones negativas y pérdida de confianza, se vieron en la necesidad de pedir el respaldo de sus respectivos gobiernos.

Las acciones de rescate dirigidas por los gobiernos y los bancos centrales de ambos lados del Atlántico tuvieron consecuencias diversas: en algunos casos, la transferencia del control de numerosas instituciones a las autoridades; en otros, fusiones y adquisiciones que permitieron superar la coyuntura y, en otros más, bancarrotas y reestructuras, lo que implicó distribuir los activos entre dos o más empresas que se mantuvieron a flote.

6. Los primeros síntomas de la Crisis en el Sector Hipotecario de Estados Unidos

El contagio de la crisis inmobiliaria al mercado de créditos hipotecarios es lógico y relativamente fácil de comprender, pero la magnitud de la crisis que se presentó en Estados Unidos rebasó en muy poco tiempo el segmento de origen. Sin embargo, durante el primer semestre de 2007, pocos analistas vislumbraron la posibilidad de que los problemas relacionados con los créditos en incumplimiento pudieran ir más allá de los límites de la industria hipotecaria y menos que sus efectos indirectos afectarían la estabilidad financiera y económica de muchos otros países, incluidos los países de la Unión Europea y Japón.

La primera señal de alarma se presentó en febrero de 2007, cuando el banco HSBC anunció que había registrado pérdidas por más de 10,000 millones de dólares debido a su cartera de Hipotecas de Baja Calidad en Estados Unidos.[16] Sin embargo, a pesar de la magnitud de las pérdidas, el mercado pareció no asimilar los riesgos subyacentes del ramo hipotecario.

El 28 de marzo del mismo año, en su testimonio frente al Comité Conjunto de Asuntos Económicos del Congreso de Estados Unidos, el presidente del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., Ben Bernanke,[17] afirmó que aun cuando la Crisis de

[16] Subprime Virus on Wall Street, *Forbes*, 3 de abril de 2007.

[17] Benjamin Shalom Bernanke nació en Augusta, Georgia, Estados Unidos, el 13 de diciembre de 1953. Graduado *summa cum laude* en Economía por la Universidad de Harvard (1975), obtuvo su Ph.D. del Massachusetts Institute of Technology (MIT, 1979). Fue profesor en la Universidad de Stanford de 1979 a 1985. Posteriormente, se mudó a la Universidad de Princeton, donde publicó una importante cantidad de artículos especializados sobre temas económicos, incluidos la macroeconomía, la política monetaria, la Gran Depresión y los ciclos económicos. Recibió la Beca Guggenheim y la Beca Sloan. En 2001 fue nombrado editor de la *American Economic Review*. Al año siguiente fue nombrado miembro del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal. En 2005 fue nombrado líder del Consejo de Consultores Económicos del Presidente de Estados Unidos. Finalmente, el Presidente George W. Bush lo nominó para suceder a Alan Greenspan como Presidente del Fed y tomó posesión el 1 de febrero de 2006. Con un perfil académico destacado, Bernanke representó un claro rompimiento con el pasado, ya que la mayoría de los presidentes del Fed en el pasado habían salido de las filas de economistas de Wall Street. Las medidas adoptadas por Bernanke para estabilizar la economía fueron exitosas y muchos le reconocen el haber evitado un desastre de mayores proporciones. No obstante, otros argumentan que el Fed hizo poco para prevenir la crisis.

las Hipotecas de Baja Calidad había generado severos problemas financieros para muchos individuos y familias, no era posible anticipar las consecuencias para el mercado inmobiliario en su conjunto. Aunque reconoció que el endurecimiento de los estándares crediticios era una respuesta apropiada, también advirtió que tendría como efecto colateral una caída en la demanda habitacional y que las propiedades recuperadas mediante evicción incrementarían el inventario de residencias no vendidas. A pesar de ello, comentó: "El impacto sobre el resto de la economía y los mercados financieros de los problemas registrados en el mercado de Hipotecas de Baja Calidad probablemente será limitado".[18]

Durante julio, distintas agencias de notación estadounidenses redujeron la calificación de emisiones de bonos respaldados con créditos hipotecarios hasta entonces considerados muy seguros, pero que comenzaron a tener problemas de incumplimiento en el pago de los cupones.

La reacción natural de muchos inversionistas fue deshacerse de esos títulos, pero, al hacerlo, ejercieron una fuerte presión sobre su precio de mercado, llamaron la atención del resto de los participantes y la incertidumbre se hizo presente. Ordinariamente, cuando el precio de un título financiero baja, el ajuste llega hasta el nivel necesario para generar nuevamente demanda y así atraer nuevos compradores. Sin embargo, la aversión al riesgo que prevaleció en los mercados durante el verano de 2007 inhibió la demanda de los potenciales compradores.

En muchos casos, los intermediarios, cuyo negocio era precisamente la emisión de bonos, se vieron obligados a conservarlos en su balance general por falta de demanda, al tiempo que los participantes en ése y otros mercados financieros comenzaron a descontar la presencia de mayores riesgos. Incluso, el mercado crediticio comenzó a evidenciar poca liquidez.

El problema, que parecía acotado a un sector específico, adquirió una mayor dimensión a partir del 9 agosto de 2008. Aquel día, el banco francés BNP-Paribas suspendió provisionalmente la operación de mercado de algunos de sus fondos de inversión de Tesorería. La institución explicó que esa decisión respondió a la total ausencia de liquidez en distintos segmentos de los instrumentos utilizados en sus portafolios, por lo que su valoración objetiva resultaba imposible.[19] Como consecuencia del anuncio, la liquidez interbancaria desapareció no solo en Francia, sino también en la mayoría de los países industrializados, por lo que fue necesaria la intervención de los bancos centrales de Estados Unidos y de la Unión Europea para inyectar liquidez.

Diversos factores confluyeron para que una crisis sectorial de Estados Unidos se convirtiera en global. En primer lugar, para una gran cantidad de créditos hipotecarios

[18] Testimonio de Ben Bernanke, presidente del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., ante el Comité Conjunto de Asuntos Económicos del Congreso de ese país, 28 de marzo de 2007.
[19] "BNP Paribas suspends funds because of subprime problems", *The New York Times*, August 9, 2007.

de baja calidad otorgados durante 2005, llegó el momento de reajustar las tasas de interés originalmente contratadas a niveles excepcionalmente bajos.[20] Precisamente en 2007, los beneficiarios de los créditos tendrían que empezar a pagar tasas de mercado, circunstancia que habría de provocar incumplimientos que se prolongaron hasta 2008. En segundo lugar, los riesgos asociados a los créditos dejaron de pertenecer a los balances generales de los bancos especializados que los habían otorgado porque aplicaron esquemas de titularización cada vez más complejos. Tanto que incluso las agencias calificadoras fueron incapaces de medir el enorme riesgo acumulado.

Como consecuencia de la degradación del valor de sus portafolios de activos, muchos bancos de Estados Unidos se vieron afectados por la disminución drástica del valor de su capital. En muchos casos se vieron obligados a vender nuevas acciones en el mercado bursátil en condiciones desfavorables para cumplir con los requisitos de la regulación.

Durante el segundo trimestre de 2008, el gobierno de Estados Unidos, a través del Departamento del Tesoro y del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., rescató a un buen número de intermediarios financieros (ver **Anexo 1**). Entre esas instituciones estaban Fannie Mae y Freddie Mac, los bancos hipotecarios más grandes de ese país.[21]

Posteriormente, una noticia sacudió al mercado financiero. Después de semanas de incertidumbre y de un fin de semana de negociaciones de alto nivel para resolver sus dificultades con el auspicio de las autoridades fiscales y monetarias de Estados Unidos, el banco de inversión Lehman Brothers fue incapaz de enfrentar sus compromisos de liquidez de corto plazo: el lunes 15 septiembre de 2008 solicitó la declaración de bancarrota.

El anuncio provocó una turbulencia financiera global sin precedentes. La decisión de las autoridades monetarias y financieras estadounidenses de no intervenir para evitar la quiebra envió un mensaje contundente a los mercados: todas las instituciones que hasta entonces se habían considerado "demasiado grandes para quebrar", quedarían expuestas a la posibilidad de la bancarrota y la liquidación.

Los bancos comerciales concentraron su atención en mejorar la calidad de sus carteras de crédito y reconstituir sus reservas de contingencia, lo cual afectó su utilidad neta y redujo su capacidad de otorgamiento de créditos. Asimismo, todos los bancos –grandes y pequeños– se hicieron más conscientes de la importancia de la calificación crediticia que les otorgaban las agencias calificadoras, por eso decidie-

[20] Para hacer más atractiva una hipoteca de tasa variable, los emisores ofrecían tasas muy reducidas durante los primeros dos años, y hacían ajustes al alza a partir del tercer año.

[21] A mediados de 2008, las dos instituciones sumaban activos o garantizaban créditos que representaban aproximadamente 43% de todas las hipotecas de Estados Unidos, un mercado de aproximadamente 12.1 billones de dólares. En el sistema métrico decimal, un billón es igual a un millón de millones. Es frecuente la confusión con el término inglés *billion*, el cual se refiere a mil millones (Federal Financial Supervisory Authority of Germany, 2008).

ron minimizar el riesgo de los créditos en cartera bajando drásticamente el otorgamiento de préstamos, lo cual contribuyó a la implosión de los mercados financieros.

Apenas 24 horas después de que se hizo pública la quiebra de Lehman Brothers, American Insurance General (AIG), la aseguradora más grande del mundo, recibió un financiamiento extraordinario de 85 mil millones de dólares por parte del Tesoro de Estados Unidos. Fue la vía más rápida para evitar el colapso de la institución.[22]

Entre los intermediarios norteamericanos más afectados estaban los "bancos de inversión", ya que el marco regulatorio no contemplaba la posibilidad de que recibieran apoyo directo de las autoridades monetarias y financieras. Como respuesta a los riesgos inminentes del entorno, la mayor parte de dichas entidades optaron por hacer reestructuraciones de fondo con el apoyo y beneplácito del gobierno.

El Fed facilitó las negociaciones para que Bank of America comprara Merrill Lynch. Washington Mutual (WaMu) fue vendido a JP Morgan Chase por un precio de apenas 1.9 mil millones de dólares. Wachovia, el cuarto banco por tamaño en Estados Unidos y de un tamaño dos veces el de WaMu y resultado de una serie de fusiones y adquisiciones, se vio afectado por una "corrida" de depósitos después del anuncio de la venta de WaMu. Con 3,300 oficinas en 21 estados y 15 millones de clientes, Wachovia representaba un riesgo sistémico de grandes proporciones. Tras agobiantes negociaciones, nuevamente con la intervención del Fed, para mantenerlo a flote mediante una adquisición por parte de algún otro gran banco, la decisión se limitó a Citibank y Wells Fargo, y Wachovia fue adquirido por éste último.

Otras dos grandes casas de inversión de viejo cuño, Goldman Sachs y Morgan Stanley, solicitaron y obtuvieron una licencia para operar como bancos comerciales, lo cual habría de permitirles el acceso a los depósitos del público y a la protección de la Corporación para el Aseguramiento de los Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC), además de tener el apoyo del Fed como prestamista de último recurso.

La quiebra de Lehman marcó un agudo deterioro del desempeño macroeconómico en Estados Unidos. La tasa de desempleo comenzó a elevarse de manera gradual pero continua al pasar de 4.6% en enero de 2007 a 5% diciembre del mismo año. Durante los primeros meses de 2008 aumentó otro punto porcentual para alcanzar 6% en agosto y 7.3% en diciembre. Habría de alcanzar su nivel más alto, 10%, en diciembre de 2009; la inflexión de la tendencia se vio claramente a partir del tercer trimestre de 2008 (ver gráfica 1, en este mismo capítulo). Ese mismo trimestre, la tasa de crecimiento anualizado de la economía fue de -4%, miles de empresas tuvieron problemas para cumplir sus compromisos inmediatos y millones de empleos desaparecieron. Hasta aquel momento, muchos analistas consideraban que las enormes pérdidas registradas por el sector financiero al menos no habían perjudicado al sector real de la economía, cuyo crecimiento aún en el segundo trimestre de 2008 fue superior a 1.5%, y había promediado 2.2% durante 2007 (el primer semestre de 2008, la economía norteamericana registró un crecimiento ligeramente

[22] Federal Financial Supervisory Authority of Germany 2008.

por debajo de cero). No cabe duda de que se trató de un momento de rompimiento de la tendencia. La inflexión fue evidente y la quiebra de Lehman empeoró significativamente al ambiente de negocios, a las inversiones y a las empresas, y precipitó una espiral de deterioro en los mercados financieros.

El 8 octubre la Fed anunció un recorte de tasas de interés de 50 puntos base, en coordinación con el Banco Central Europeo, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central de Suecia y el Banco Nacional de Suiza. Llamó la atención la estrecha coordinación entre bancos centrales, pues fue algo que nunca había ocurrido. Tradicionalmente, cada Banco Central utiliza su política monetaria cuando considera que su principal herramienta responde a las necesidades de la economía doméstica, y para ello no toma mucho en cuenta las posibles consecuencias que sus decisiones pueden tener sobre el entorno internacional. Por lo mismo, los recortes de octubre ocho de 2008 pasarán a los anales de la historia económica como algo inusitado.

Cabe interpretar el mensaje implícito en el anuncio del recorte de tasas. En primer lugar, se mandó la señal de que el problema ya tenía un alcance global y, en segundo, que no se trataba solamente de un problema financiero, sino que la estabilidad y crecimiento de la economía mundial estaban en riesgo. Pero, no obstante, la reacción de los mercados fue casi neutral, hecho que pone en perspectiva el profundo desanimo y temores que ya existían entre los inversionistas en aquel momento. El índice Dow Jones cayó 2% ese día y continuó su descenso hasta perder 14.6% de su valor en seis días.

El pánico se extendió rápidamente más allá de las fronteras de Estados Unidos. Gran Bretaña ya se encontraba con serios problemas entre sus intermediarios financieros aún antes de la quiebra de Lehman. Pero había logrado detener una "corrida" contra el banco Northern Rock, improvisando un sistema de seguro para los depósitos en un breve plazo, y rescatando o nacionalizando a la mayor parte de sus grandes bancos. Los bancos en Irlanda habían acumulado créditos hipotecarios en grandes cantidades durante la burbuja de precios de los bienes raíces de los años recientes y, al reventarse, se encontraron lastrados por enormes pérdidas "sin realizar" aun antes de la bancarrota de Lehman. Algo semejante ocurrió en Islandia, pero en una escala relativa aún mayor, dado el pequeño tamaño de economía. España también fue duramente afectada por el colapso de su sector de bienes raíces, aunque de sus bancos más grandes sobrevivieron a la crisis, al menos en una primera fase. Sin embargo, la mayoría de los países de Europa continental, Asia y Latinoamérica habían evitado ser afectadas directamente por la crisis financiera hasta septiembre de 2008.

El catalizador que hizo de la crisis norteamericana un fenómeno global fue la quiebra de Lehman. Al ser un banco con alcance multinacional, de inmediato se vio involucrado en por lo menos ochenta procesos de insolvencia en 18 países, cada uno con sus propias leyes y procedimientos. El más importante fue en Gran Bretaña, donde Lehman mantenía importantes operaciones y donde las leyes de bancarrota son muy similares a las de Estados Unidos. En muchos otros países, aunque los

procedimientos de bancarrota difieren sustancialmente, los daños fueron mucho mayores de lo que se habría anticipado.

Gracias a la titularización y distribución de bonos colateralizados más allá de las fronteras de Estados Unidos, había sido posible que grandes bancos y fondos de inversión internacionales aumentar su tasa de rendimiento. Pero cuando la señal de alarma de la quiebra de Lehman se difundió, vino una oleada de revisiones a la baja de la calificación crediticia de un gran número de emisiones. Al mismo tiempo, las condiciones de la economía real comenzaron a complicarse y en ese proceso los bancos europeos comenzaron a ser objeto de minuciosa auscultación por parte de calificadoras, depositantes e inversionistas.

A fines de septiembre Fortis, una gigantesca entidad con operaciones de banca y seguros, basada en los países del Benelux (Bélgica, Holanda, Luxemburgo), fue víctima de una "corrida" masiva. El 28 septiembre los gobiernos de los tres países en los que operaba Fortis anunciaron la decisión de nacionalizarla con una inversión total de 11.2 miles de millones de euros, cambio de dos terceras partes de la propiedad. Al final, Fortis tuvo que desmembrarse y venderse a intereses privados de origen holandés, belga y francés.

Apenas unos días más tarde, Dexia, un gran banco belga con operaciones a nivel mundial, también se vio afectado por una disminución de su calificación crediticia por parte de Moody's. En poco tiempo, el gobierno de su país le apoyó, anticipando lo que poco tiempo después sucedería con Citigroup y Bank of America en Estados Unidos. Casi simultáneamente, el importante banco alemán Hypo Real Estate Bank fue víctima de una severa corrida de liquidez. La corrida sólo se detuvo cuando el ministerio de finanzas alemán anunció una línea de crédito de emergencia por 35,000 millones de euros, con la participación de un consorcio de bancos alemanes. Pocos días después, los bancos se retiraron de la transacción y el acuerdo se suspendió, pero el 6 octubre 2008 el banco central alemán, el Bundesbank, logró negociar un nuevo acuerdo con bancos privados, esta vez por 50,000 millones de euros. El apoyo oficial para Hypo eventualmente llegó a 100,000 millones de euros y, en octubre de 2009, fue finalmente nacionalizado.

El 29 septiembre, Irlanda anunció al mundo que respaldaría todos los pasivos de sus seis grandes bancos, en una decisión que el gobierno de ese país posteriormente lamentaría, pues la deuda bancaria se convirtió en deuda pública y colocó a la Irlanda en una situación fiscal insostenible (ver capítulo cinco en esta misma obra).

También a fines de septiembre, Islandia, un país tradicionalmente dedicado a la pesca, pero que en años recientes había desarrollado una importante industria financiera en lo que podría describirse como un gran fondo de inversión apalancado o *hedge fund*, durante la etapa de expansión del ciclo económico reciente había concentrado su captación particularmente en Gran Bretaña e invertido los recursos obtenidos en activos riesgosos. Con el colapso de Lehman, los tres principales bancos comerciales del país enfrentaron dificultades en la refinanciación de su deuda a

corto plazo y tuvieron que ser nacionalizados. La krona, moneda de ese país, se depreció drásticamente, el mercado accionario perdió 90% de su valor y la economía se hundió en una profunda recesión. Eventualmente, el gobierno de Gran Bretaña, cuyos ciudadanos habían invertido abundantes recursos en los bancos de Islandia, tomó el control de activos de ese país en su territorio.

En un relato fascinante por la abundancia de información de primera mano y por la capacidad para narrar los acontecimientos que condujeron a una desaparición casi total de la liquidez en los mercados de crédito de corto plazo de una manera muy realista, Blinder (2013) argumenta que, aunque la quiebra de Lehman (el 15 septiembre de 2008) antecedió a la crisis de AIG (el 16 septiembre de 2008), los dos episodios fueron bastante independientes, y el segundo habría acontecido en cualquier caso.

Pero en los días posteriores al anuncio de bancarrota de Lehman, comenzaron a gestarse condiciones muy desfavorables para la operación del mercado norteamericano de papel comercial, debido a que el fondo mutuo más antiguo del mundo, el Reserve Primary Fund (RPF),[23] tenía una posición importante en papel comercial emitido precisamente por Lehman. El fondo había comenzado a adquirir papel comercial en 2006 para impulsar su tasa de rentabilidad, y para septiembre de 2008 tenía invertidos 785 millones de dólares en papel comercial de Lehman, equivalentes a 1.2% de su cartera total.

Hasta aquel momento los administradores del RPF podían confiar en la seguridad de sus inversiones, en primer lugar, por la alta calificación crediticia de las emisiones en sus portafolios, pero también porque cuando Bear Sterns tuvo problemas, en marzo de 2008, el gobierno de Estados Unidos llevó a cabo un rescate en el cual no hubo pérdidas para los inversionistas. Sin embargo, esa creencia no fue otra cosa que un caso de "riesgo moral". La situación de Lehman fue manejada de forma muy distinta y tuvo consecuencias devastadoras no solamente para RPF, sino para muchos otros fondos del mercado de dinero.

Apenas dos días después de que Lehman declaró la bancarrota, el RPF se vio agobiado por una gran cantidad de solicitudes de redención, por un total aproximado de la mitad de los saldos administrados. Al cierre del martes 16 de septiembre, los administradores anunciaron que sus tenencias de papel comercial emitido por Lehman habrían perdido todo su valor y, por lo tanto, el RPF se veía obligado a redimir sus acciones "bajo par" a solamente $0.97 cada una.[24] En realidad la pérdida no fue tan importante en términos relativos, pero el hecho de haber violado la regla de

[23] Los fondos mutuos que hasta el presente operan en el mercado de dinero norteamericano fueron introducidos precisamente por el PRF, en el año 1971. En su momento, representaron una gran innovación financiera debido a que operan como cuentas de depósito a la vista, e incluso ofrecen a su clientela el uso chequera, pero con la diferencia de que pagan rendimientos más altos sobre los saldos mantenidos.
[24] El valor nominal de cada título emitido por los fondos del mercado de dinero es de un dólar, lo cual elimina la posibilidad de ganancias o pérdidas de capital gracias a que las inversiones se destinan a activos de alta calidad, como es el caso de los bonos del Tesoro de corto plazo de Estados Unidos.

remisión, a la par de las acciones de cualquier fondo mutuo, representó una señal extremadamente alarmante para los mercados.

Desde que fueron instituidos, ningún fondo mutuo del mercado de dinero se había visto forzado a reconocer pérdidas de valor en sus acciones y, por lo tanto, los inversionistas se habían acostumbrado considerar que los depósitos canalizados a los fondos eran tan seguros como los depósitos bancarios, aun cuando los primeros no contaban con el respaldo de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), y los segundos sí. Gracias a ello, la industria floreció y, en septiembre de 2008, los fondos de dinero administraban saldos de 3.4 billones de dólares, una cantidad equivalente al 50% del total de los depósitos en bancos asegurados por la FDIC. Por esta razón el anunció del Reserve Fund fue recibido con gran ansiedad por los mercados. Era un reconocimiento de la pérdida que habían registrado los depósitos de su clientela. A partir de ese momento todos los agentes "recordaron" que no se trataba de "cuentas de cheques" tradicionales, pues no contaban con un seguro de depósito bancario, como sí sucede en el caso de los bancos comerciales afiliados a la FDIC.

Aunque las pérdidas registradas por el RPF apenas representaron 3% del valor de sus depósitos, la reacción de los mercados fue tumultuosa por el temor y la incertidumbre que había provocado la noticia. Durante los días siguientes continuó la corrida y, al término de aquella semana, los inversionistas habían retirado 350,000 millones de dólares de los fondos del mercado de dinero. Esto significó que los administradores de los fondos se vieran obligados a liquidar una cantidad equivalente de papel comercial, bonos del tesoro y otros instrumentos para hacer frente a las solicitudes de redención. Pero, ante las pérdidas provocadas por la quiebra de Lehman, ningún administrador de fondos deseaba adquirir ningún tipo de papel comercial. Así, la oferta de títulos creció explosivamente y la demanda se colapsó, impactando los precios de una manera dramática y mandando los premios por riesgo de los títulos a niveles altísimos.

Al margen de la turbulencia del mercado financiero, es importante no perder de vista que una gran cantidad de corporaciones estadounidenses (y de todo el mundo) dependen de colocaciones de papel comercial para cubrir sus requerimientos de financiamiento de corto plazo. Pero, ante la sequía del mercado de dinero provocada por las corridas contra los fondos y la falta de demanda por papel comercial, comenzaron los rumores sobre compañías de la talla de General Electric o la IBM, que serían incapaces de hacer frente a sus pagos de nómina.

Distintos grupos de la sociedad aumentaron la presión sobre el gobierno de Estados Unidos para que actuara y así poner un alto a la secuencia de episodios de contagio y bancarrota, que ya rebasaba por mucho el ámbito del segmento donde se habían generado las hipotecas de baja calidad. La sequía del mercado de dinero también se vio acentuada por la prudencia de los banqueros comerciales de entidades de todo tamaño para preservar su liquidez y no tomar riesgos innecesarios. Es decir, el crédito de corto, mediano y largo plazo comenzó a escasear en forma alarmante y las perspectivas económicas se ensombrecían de un momento al siguiente.

Finalmente, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos (Treasury), Henry M. Paulson Jr., anunció que utilizaría 50,000 millones de dólares del Fondo de Estabilización Cambiaria, con el argumento de que algunos de los inversionistas afectados por la crisis de los fondos del mercado de dinero eran extranjeros y, por lo tanto, el colapso que tenía lugar en la industria de los fondos de dinero podría fácilmente conducir a una "corrida" contra el dólar. Aunque la corrida contra la moneda estadounidense nunca tuvo lugar sino, paradójicamente, y como resultado de la búsqueda angustiosa de alternativas seguras para sus inversiones, por el contrario, aumentó exclusivamente su demanda y con ello se apreció frente al resto de las monedas del planeta, la utilización de los recursos del Fondo de Estabilización Cambiaria representó la primera acción en firme para hacer frente a la crisis de liquidez que había provocado la corrida contra los fondos mutuos del mercado de dinero y, a través de ellos, contra el mercado de papel comercial.

A la luz de la perspectiva histórica de aquel momento, es posible suponer que la urgencia llevó al Secretario Paulson a tomar decisiones improvisadas y que, aunque el riesgo de una afectación al tipo de cambio como consecuencia de la sequía del mercado pudo haber tenido alguna fundamentación, cabría hacer la pregunta de ¿por qué no utilizó esos recursos para rescatar a Lehman? Es evidente que en momentos de tanta presión no es sencillo mantener la congruencia en el discurso y en las acciones, y que una evaluación justa del desempeño de los actores responsables de las grandes decisiones de aquel momento debería poner en una balanza la precisión y acierto frente a la enorme presión sicológica y política a la que estaban sometidos.

No obstante, la vertiginosa sucesión de acontecimientos, que obligó a la toma de decisiones con poco análisis, estuvo nuevamente a punto de provocar consecuencias con alcance impredecible. Paulson había decidido utilizar los recursos del FEC de la manera siguiente: a cambio de una modesta tarifa, todos los fondos mutuos del mercado de dinero quedarían asegurados por la totalidad de sus saldos. Pero, basta recapacitar un momento para darse cuenta de lo peligroso que podía haber resultado mantener dicha garantía. Como punto de referencia, baste mencionar que en aquel momento el seguro de depósito bancario ofrecido por la FDIC tenía una cobertura máxima de solamente $100,000 dólares. En contraste, lo que Paulson proponía era asegurar al 100% las cuentas depositadas en los principales competidores de los bancos comerciales, los fondos del mercado de dinero. Con ese anuncio se creó la posibilidad de que los depositantes de los bancos comerciales decidieran retirar inmediatamente su dinero para invertirlo en los fondos mutuos del mercado de dinero, lo cual conduciría a una hecatombe para el sistema bancario norteamericano.

La clarificación por parte del Tesoro no se hizo esperar, y el día 19 septiembre se anunció que la cobertura del seguro para los fondos del mercado de dinero ofrecida sería válida solamente para aquellos depósitos realizados hasta antes de la fecha. Gracias a este nuevo acotamiento se frenó lo que pudo haber sido una desastrosa corrida bancaria.

Muchísimas empresas se vieron proyectadas en un mercado financiero totalmente carente de liquidez durante varias semanas. Las bancarrotas se sucedieron en múltiples sectores de la economía y afectaron incluso a las corporaciones extranjeras participantes en el mercado de dinero norteamericano. La reacción de los banqueros comerciales de otros países también fue de suma cautela y el flujo de crédito bancario también se vio mermado de manera muy importante.

7. El Programa TARP (*Troubled Assets Relief Program*)

El gobierno estadounidense se vio obligado a tomar medidas extremas ante la magnitud de la crisis. El Programa para el Alivio de los Activos Problemáticos (*Troubled Assets Relief Program* o TARP) fue creado mediante una propuesta que fue aprobada como ley por el Congreso de Estados Unidos el 3 de octubre de 2008. Se le llamó H.R. 1424. Con base en ella, se promulgó el Acta de Estabilización Económica de Emergencia de 2008, además de otras actas diversas.[25] El Departamento del Tesoro fue dotado de autoridad para crear la Oficina de Estabilidad Financiera, que se encargaría de administrar el programa.

El objetivo de la ley era restaurar la estabilidad y liquidez del sistema financiero del país.[26] Sin embargo, se estableció que la amplia autoridad otorgada al secretario del Tesoro debería ejercerse de tal manera que contribuyera a proteger el valor de las viviendas, el patrimonio de las universidades, los ahorros para el retiro y los ahorros de los ciudadanos. Asimismo, debería promover el empleo y el crecimiento económico, además de cumplir con el principio de rendición de cuentas sobre el ejercicio de dicha autoridad.[27]

Entre los poderes del Secretario del Tesoro estaban la designación de instituciones financieras como agentes financieros del gobierno federal y el establecimiento de mecanismos para adquirir, mantener y vender activos problemáticos, así como emitir obligaciones.

Los activos que podían ser adquiridos mediante el TARP incluían hipotecas residenciales o comerciales, así como obligaciones u otros instrumentos cuyo valor o rendimiento estuviera relacionado con las hipotecas, siempre que éstas hubieran sido originadas antes del 14 de marzo de 2008. Los recursos del TARP también podían ser utilizados para adquirir cualquier otro instrumento financiero que el Secretario –previa consulta con el presidente de la Junta de Gobernadores del sistema del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.– determinara como necesario para promover la estabilidad de los mercados financieros.

[25] Economic rescue swiftly signed into law, Oct 3, 2008, AFP, http://afp.google.com/article/ALeqM5h40yrrEcqeJEeVRgcrDXB7egDo2A.
[26] Bailout: The Rescue Plan & The Largest Recipients", New York times (2008-10-14). Retrieved on 14 October 2008. (Graphic of proposed bank equity investments), http://www.nytimes.com/imagepages/2008/10/13/business/20081014_BAILOUT1_GRAPHIC.html.
[27] Summary of the Troubled Assets Relief Program ("TARP"), Oct 3, 2008, http://www.thompsonhine.com/publications/publication1543.html.

La ley que creó el TARP autorizó al Departamento del Tesoro a disponer de hasta 250,000 millones de dólares para su uso inmediato. Y mediante una autorización expresa del presidente de Estados Unidos, podría contar con un fondo adicional de 100,000 millones de dólares. Finalmente, también se contempló un fondo extra de 350,000 millones de dólares sujeto a la aprobación del Congreso.[28]

Para el 12 de noviembre de 2008 ya se habían utilizado 290,000 millones de la primera asignación del primer tramo de 350,000 millones de dólares: 250,000 millones para inyectar capital fresco a los bancos y 40,000 millones para recapitalizar a la compañía *American International Group*.[29] El Secretario del Tesoro, Henry Merritt Paulson, informó que reactivar el mercado de titularización[30] para créditos al consumidor sería una nueva prioridad del segundo tramo del TARP, al tiempo que los legisladores propusieron otorgar préstamos a distintas empresas de la industria automotriz que fueron afectadas por las consecuencias económicas de la crisis. El soporte que brindó el TARP a la economía contribuyó a recuperar gradualmente la estabilidad financiera.

La Crisis Financiera, que se intensificó durante los últimos días de septiembre de 2008, ya se había extendido a numerosos países que no habían sido afectados antes del colapso de Lehman. Ante la contundencia de los hechos, existían fundados temores acerca de la estabilidad del sistema financiero global. El presidente del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., Ben Bernanke, planteó así la situación: "Es difícil imaginar cuáles habrían sido las consecuencias de un fracaso de las medidas tomadas por las autoridades norteamericanas para evitar un colapso financiero internacional, pero seguramente habrían sido nefastas para Estados Unidos y para todas las economías del planeta".[31]

El TARP y otras medidas similares implementadas en diversas naciones ayudaron a estabilizar las condiciones de la industria financiera y a fomentar la confianza de los inversionistas. En particular, los diferenciales de tasa vigentes para los swaps con respecto al incumplimiento de créditos (*Credit Default Swaps*) de los bancos norteamericanos más grandes, que se habían ampliado durante las semanas previas, comenzaron a reducirse a partir del anuncio del TARP. De acuerdo con Bernanke, la capacidad financiera otorgada al Departamento del Tesoro para inyectar capital a las instituciones financieras, aunada a otras medidas para estabilizar el sistema financiero (incluidas las acciones que podrían ser necesarias para prevenir el colapso

[28] Summary of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (Recuperado el 2 de octubre de 2008), http://banking.senate.gov/public/_files/latestversionEESASummary.pdf.

[29] Sorkin, Andrew Ross; Mary Williams Walsh (2008-Nov-10). "U.S. Provides More Aid to Big Insurer", *New York Times*. (Recuperado el 10 de noviembre de 2008), http://www.nytimes.com/2008/11/11/business/economy/11aig.html?_r=1.

[30] Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Rescue Package and Economic Update, Press Room, US Department of Treasury, http://www.treas.gov/press/releases/hp1265.htm.

[31] Ben S Bernanke: Troubled Asset Relief Program and the Federal Reserve's liquidity facilities, November 18, 2008, http://www.bis.org/review/r081120a.pdf.

de alguna institución financiera "sistémicamente" importante), contribuyó a la recuperación de la confianza y a un gradual retorno a la normalidad.[32]

8. Otras Reacciones del Gobierno de Estados Unidos

El gobierno de Estados Unidos actuó en frentes muy diversos para apoyar a distintos grupos y atender las prioridades sociales, incluyendo (pero no limitado a) las pequeñas y medianas empresas, la industria automotriz, los consumidores, los pensionados y el mercado de la vivienda.

Los programas de emergencia con mayor capacidad económica e impacto fueron implementados por el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. y el Departamento del Tesoro:

a) Programas de Financiamiento del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.

- Facilidad de liquidez para los fondos mutuos relacionado con papel comercial respaldado con activos (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*).
- Facilidad para fondear papel comercial (*Commercial Paper Funding Facility*).
- Líneas de *swaps* de divisas con bancos centrales internacionales (*Currency Swap Lines with International Central Banks*).
- Facilidad para financiar a los inversionistas del mercado de dinero (*Money-market Investor Funding Facility*).
- Facilidad de crédito para intermediarios primarios (*Primary Dealer Credit Facility*).
- Facilidad para subastas a plazo (*Term Auction Facility*).
- Facilidad para crédito relacionado con títulos a plazo (*Term Securities Lending Facility*).

b) Programas de inversión dirigidos a los bancos y empresas industriales a través del TARP

- Programa de asistencia al capital (*Capital Assistance Program*).
- Programa de compra de capital (*Capital Purchase Program*).
- Iniciativa de desarrollo de capital comunitario (*Community Development Capital Initiative*).
- Programa de garantías de activos (*Assets Guarantee Program*).
- Programa de inversiones dirigidas (*Targeted Investment Program*).
- Reestructuración de General Motors y Chrysler Corporation (*GM/Chrysler restructurings*).
- Programa de apoyo a proveedores de la industria automotriz (*Auto Suppliers Support Program*).

[32] Íbid.

- Programa de compromiso de garantías para la industria automotriz (*Auto Warranty Commitment Program*).

Otras medidas importantes fueron el uso de los fondos de la Federal Deposit Insurance Corporation para aumentar el límite de la garantía de depósitos a 250,000 dólares; el esfuerzo para estabilizar Fannie Mae y Freddie Mac; la prevención de evicciones e iniciativas de refinanciamiento bajo diversos programas dirigidos a familias con diferentes necesidades (Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 2013).

En un reporte sobre la Crisis Financiera, publicado por el Departamento del Tesoro en 2013, se informó que el gobierno se pudo haber beneficiado por el uso de recursos públicos (impuestos pagados por la población) para reaccionar ante la crisis financiera. Es necesario no perder de vista que la respuesta del gobierno federal fue, por supuesto, diseñada para controlar el pánico generado en 2008 por las quiebras, reestructuraciones y rescates, y para estabilizar el sistema financiero con una serie de medidas, como garantías del gobierno, programas financieros de emergencia e inversiones de capital. El propósito no era generar utilidad fiscal.

El éxito de casi todas las medidas contribuyó a evitar el agravamiento de la crisis y a lograr una recuperación más rápida, además de la normalización de los distintos mercados, industrias y grupos de interés afectados. Las pérdidas potenciales que pudieron haberse registrado a partir de que el gobierno federal de Estados Unidos comenzó a actuar para paliar la crisis (octubre de 2008) fueron estimadas en más de un billón de dólares.[33] Cinco años después, hacia mediados de 2013 –con la mayoría de los programas de emergencia finiquitados o en clara disminución, y con la mayor parte de los fondos desembolsados bajo el TARP recuperados–, se presentó una estimación más realista de las posibles pérdidas y ganancias resultantes de las medidas extraordinarias ejecutadas, tal como se presenta en la **Tabla 2**.

[33] Ver nota 10.

Tabla 2
Ganancias y pérdidas generadas por los programas auspiciados por el Tesoro de Estados Unidos y el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. (2008-2013)

Inversiones del TARP en bancos comerciales	+$24 MMD
AIG (recursos aportados por el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. y el Tesoro)	+$23MMD
Programa de Crédito de Emergencia y Liquidez del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.	+$19 MMD
Compra de Activos Respaldados por Hipotecas por parte del Tesoro (MBS Purchases)	+$12 MMD
Programas de Crédito al Mercado bajo el TARP	+$3 MMD
Bear Stearns (recursos aportados por el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.)	+$2 MMD
Programa de Garantía para el Mercado de Dinero del Tesoro	+$1 MMD
Iniciativa del Tesoro para apoyar a la Agencia de Financiamiento a la Vivienda (Housing Finance Agency)	-$2 MMD
Inversiones del TARP en la industria automotriz	-$15 MMD
Programas de Apoyo a la Vivienda del TARP	entre -$16 y -$38 MMD

Fuente: U.S. Department of the Treasury (2013). The Financial Crisis Five Years Later: Response, Reform and Progress (September).

La tabla anterior muestra las estimaciones del Departamento del Tesoro de Estados Unidos sobre las ganancias y pérdidas de los programas implantados para hacer frente a la Crisis Financiera entre 2008 y 2013.

9. A Manera de Conclusión

De acuerdo con el Reporte de la Comisión Nacional para la Investigación de las Causas de la Crisis Financiera:[34] "…la combinación de niveles excesivos de endeudamiento, inversiones riesgosas y falta de transparencia pusieron al sistema financiero (de Estados Unidos) en curso de colisión (...). Claramente (…) la vulnerabilidad estuvo relacionada con fallas en el gobierno corporativo (de las empresas) y de la regulación...".

[34] The Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.* 2011. January. Official Government Publication.

En los años previos a la crisis, continúa el reporte, tanto las instituciones financieras como los hogares se endeudaron excesivamente, lo que los volvió vulnerables a los riesgos de una inflexión del ciclo económico o a la disminución del valor de sus inversiones. Para tener una idea aproximada de la magnitud del apalancamiento utilizado por los principales bancos de inversión antes de la Crisis Financiera, basta mencionar que, durante 2007, las cinco instituciones principales de este tipo, Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley, operaban con niveles extraordinariamente bajos de capital. Sus coeficientes de endeudamiento eran tan altos como 40 a 1; es decir, que por cada 40 dólares en activos, había solamente un dólar de capital para cubrir cualquier pérdida potencial. Una caída de menos de 3% en el valor de sus activos podía colapsar a cualquiera de ellas. Gran parte de los créditos que utilizaban eran de corto plazo, la mayoría negociados en el mercado "nocturno" (*overnight*), lo que significaba que debían ser renovados todos los días. [35]

Como ejemplo, el reporte cita el caso de Bear Stearns a finales de 2007: tenía 11,800 millones de dólares de capital y 383,600 millones en pasivos, de los cuales, aproximadamente 70,000 millones, correspondían al mercado "nocturno". Para simplificar el ejemplo, la situación de Bear Stearns puede compararse con la de un pequeño negocio con 50,000 dólares de patrimonio neto, préstamos vigentes de 1,600,000 dólares y vencimientos diarios de 296,750 dólares. Desafortunadamente, el caso de Bear Sterns no era una excepción, sino una condición generalizada entre los bancos de inversión.[36]

Como factor agravante, los niveles efectivos de apalancamiento no se hacían explícitos debido a que el registro de las posiciones de los intermediarios financieros en contratos derivados se hacían en cuentas fuera de balance, y también hubo casos de ocultamiento de la realidad financiera de los intermediarios mediante el "maquillaje" de los informes financieros que se presentaban al público inversionista.

Entre las entidades con mayor apalancamiento estaban Fannie Mae y Freddie Mac, dos gigantescas Empresas Patrocinadas por el Gobierno (*Government Sponsored Enterprises* o GSE). A finales de 2007, la razón de apalancamiento combinada de Fannie y Freddie, incluyendo préstamos otorgados y operaciones garantizadas, se situó en niveles de 75 a 1.[37]

Pero el endeudamiento excesivo no era privativo de las firmas financieras. Entre 2001 y 2007, el total nacional de las deudas hipotecarias casi se duplicó, y la deuda hipotecaria promedio por hogar aumentó más de 63%, al pasar de 91,500 a 149,500 dólares, todo ello mientras los salarios promedio se mantuvieron estancados. Por esa razón, cuando se presentó la crisis inmobiliaria, las empresas financieras y las familias muy endeudadas fueron afectadas por igual.[38]

[35] Íbid.
[36] Íbid.
[37] Íbid.
[38] Íbid.

En algunas instituciones financieras, el daño provocado por el colapso inmobiliario fue exacerbado por los activos riesgosos adquiridos con esa deuda. La oferta creciente de productos estructurados respaldados por créditos más riesgosos, pero marginalmente más rentables, llevó a muchas de estas empresas a incrementar desmedidamente sus posiciones.

El caso de Lehman Brothers es representativo de esa situación, ya que a finales de 2007 había acumulado 111,000 millones de dólares en inversiones relacionadas con bienes raíces comerciales y propiedades residenciales (valores, hipotecas, estructurados, etc.), casi el doble del saldo reportado dos años antes y más de cuatro veces su capital total.[39]

Así, los altos saldos de crédito de corto plazo, sumados a las cuantiosas obligaciones "invisibles" para el resto de los participantes del mercado, aumentaron las probabilidades de que el sistema se desmoronara si se presentaban condiciones adversas.

Durante los primeros años del siglo XX, la legislación erigió una serie de salvaguardas –el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. como prestamista de último recurso de los bancos comerciales, el Seguro Federal de Depósitos y otras regulaciones– para proporcionar una protección eficaz contra el pánico que había caracterizado al sistema bancario de Estados Unidos en el siglo XIX. Sin embargo, durante los 30 años previos a la crisis, se permitió el surgimiento de una banca paralela, conocida como "bancos sombra" (*shadow banking*), caracterizada por su opacidad y sus altos niveles de apalancamiento (en buena medida, deudas a corto plazo). Para 2007, este sistema financiero rivalizaba en tamaño con el sistema bancario tradicional.

Entre los principales componentes de ese mercado estaban los acuerdos de recompra (*Repurchase Agreements* o "repos"), con una magnitud de varios billones de dólares,[40] las "entidades" (*entities* o compañías ficticias fuera de balance) y el empleo generalizado de derivados extrabursátiles, los cuales, por su misma naturaleza, estaban ocultos a la vista del público general y evadían todos los esquemas de protección que habían construido los legisladores para evitar crisis financieras. Según el reporte, "en Estados Unidos operaba un sistema financiero del siglo XXI con salvaguardas del siglo XIX". Efectivamente, la innovación y la sofisticación de los contratos y operaciones que tenían lugar entre bancos de inversión, los *Hedge Funds*, los inversionistas sofisticados y las empresas con tesorerías agresivas, estuvieron permanentemente adelantados a la regulación.[41]

Cuando se colapsaron los mercados inmobiliario e hipotecario, la combinación de falta de transparencia, deuda acumulada, voluminosos vencimientos de préstamos a corto plazo y pérdidas de contratos de derivados y estructurados comprometió la estabilidad del sistema financiero de Estados Unidos, con resultados desastrosos. Una de las consecuencias fue la desaparición de los bancos de inversión indepen-

[39] Íbid.
[40] Ver nota 10
[41] Íbid

dientes, pues ante la falta de garantías gubernamentales, su operación exhibía riesgos inaceptables. La mayoría de las instituciones de ese segmento fueron absorbidas por bancos comerciales, o bien, fusionadas, reestructuradas o liquidadas. Los costos fueron incalculables, no solo en términos directamente reflejados en los estados financieros, sino también en la desaparición de actividades, la eliminación de empleos y el incumplimiento de compromisos contractuales en una escala nunca antes vista.

La Crisis Financiera 2007-2009 fue un episodio sin parangón en el siglo XX, excepto por la crisis bursátil y bancaria que dio pie a la Gran Depresión de los años 30. Pero la crisis reciente tuvo características y manifestaciones muy distintas. La sofisticación de los mercados financieros, la influencia de las tecnologías de comunicación y procesamiento de datos, así como la globalización del sistema financiero fueron un componente decisivo de la problemática.

Será necesario continuar el estudio cuidadoso y detallado de las deficiencias del marco regulatorio, de la actuación de las autoridades financieras, de los mecanismos de gobierno corporativo de las empresas e, incluso, del paradigma liberal que propició la Crisis Financiera y su propagación global. Aunque las principales causas de la crisis han sido identificadas, discutidas y, en la medida de lo posible, rectificadas, y las medidas de emergencia de gobiernos nacionales, bancos centrales y organismos multilaterales rindieron fruto (a pesar de sus enormes costos económicos), la fragilidad del sistema financiero internacional fue puesta en evidencia. Las posibilidades de contagio de un mercado a otro, de un país a otro y del sector financiero hacia la economía real se hicieron manifiestas, y las decisiones de algunos funcionarios bancarios terminaron por afectar a amplios sectores de la población.

La Crisis de la Deuda Soberana de los Países Europeos no puede atribuirse a las mismas causas que provocaron la Crisis de las Hipotecas de Mala Calidad. Cada una tuvo su propia evolución y fue enfrentada con recursos diferentes. No obstante, la segunda seguramente no se habría presentado –o al menos no con tanta contundencia– sin la influencia perniciosa que tuvo la primera en la confianza de los agentes económicos, en la turbulencia de los mercados y en las reacciones impulsivas de agentes públicos y privados.

Al revisar la historia de las crisis financieras de los últimos dos siglos, el sentido común nos sugiere que, aunque ninguna crisis es idéntica a otra, todas tienen algunos elementos en común. Pero las regulaciones y los mecanismos de respuesta nunca son suficientes para evitar los efectos negativos y la destrucción de riqueza en gran escala. Parecería que la complejidad del mundo real rebasa cualquier esfuerzo de prevención y que establecer criterios de protección no es suficiente para erradicar el riesgo de un nuevo colapso. Por ello, una de las conclusiones de la mayoría de los estudios desarrollados en los últimos años sobre la Gran Recesión, sus causas y consecuencias, es que, a pesar de los avances de la ciencia económica y la creación de mecanismos de prevención, no es posible anticipar en qué momento el mundo podría verse inmerso en una nueva crisis financiera.

Anexo 1

Lista con algunos de los principales efectos negativos asociados con la Crisis Financiera de Estados Unidos durante el periodo 2007-2008

- **2 de abril de 2007**: La financiera estadounidense New Century Financial Corporation (NCFC), especializada en Hipotecas de Baja Calidad, solicitó la protección de la Corte Federal por bancarrota.
- **1 de junio de 2007**: La empresa de calificación de riesgos Standard & Poor's (S&P) degradó más de 100 emisiones de bonos respaldados con Hipotecas de Baja Calidad.
- **7 de junio de 2007**: Bear Stearns informó a sus inversionistas de la suspensión de redenciones de su Fondo Apalancado de Estrategias de Crédito de Alta Calidad (*High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*).
- **11 de julio de 2007**: S&P colocó en "observación" 612 títulos respaldados con Hipotecas Residenciales de Baja Calidad.
- **18 de julio de 2007**: El banco de inversión Bear Stearns informó que dos de sus *Hedge Funds* habían tenido una pérdida considerable de valor en el mercado porque habían invertido agresivamente en títulos respaldados con Hipotecas de Baja Calidad.
- **24 de julio de 2007**: Countrywide Financial Corporation emitió al público inversionista una advertencia de "condiciones adversas".
- **31 de julio de 2007**: Bear Stearns se vio obligada a congelar las inversiones de sus clientes en uno de sus *Hedge Funds* argumentando que había sido desbordado por las solicitudes de redención. Al mismo tiempo, anunció la liquidación de dos de sus *Hedge Funds* que invertían en distintos tipos de títulos respaldados con hipotecas.
- **6 de agosto de 2007**: American Home Mortgage Investment Corporation se declaró en bancarrota y solicitó la protección de la autoridad judicial.
- **9 de agosto de 2007**: BNP Paribas, el banco más importante de Francia, suspendió la redención de tres fondos de inversión. Señaló que la falta de liquidez en los mercados impedía hacer una valuación objetiva.
- **16 de agosto de 2007**: Fitch Ratings degradó la calidad crediticia de Countrywide Financial Corporation a BBB+, solamente dos escalones por encima del grado de inversión.
- **11 de septiembre de 2007**: El Banco de Industria Alemán (IKB), uno de los primeros bancos europeos que fueron afectados por la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad, advirtió al mercado que estimaba pérdidas por aproximadamente 1,000 millones de dólares como resultado de su exposición a títulos respaldados con Hipotecas de Baja Calidad de Estados Unidos.
- **14 de septiembre de 2007**: El Banco de Inglaterra anunció que, por primera vez desde la los años 70, brindaría apoyo financiero al banco Northern Rock, uno de los mayores prestamistas en el negocio hipotecario de aquel país.
- **1º de octubre de 2007**: El banco suizo Unión Bancaria Suiza (UBS), uno de los más grandes de Europa, informó que reconocería una pérdida de 3,400

millones de dólares del valor en sus activos como consecuencia del mal desempeño de las inversiones que había hecho en títulos respaldados con créditos hipotecarios de Estados Unidos. Al mismo tiempo anunció el despido de 1,500 empleados.

- **5 de octubre de 2007**: El banco de inversiones Merrill Lynch anunció que tendría que reconocer una pérdida de 5,500 millones de dólares por el mal desempeño de sus inversiones en títulos respaldados con Hipotecas de Baja Calidad de Estados Unidos.
- **30 de octubre de 2007**: Stan O'Neal, presidente de Merrill Lynch, renunció a su cargo después de que la compañía reconociera que su nivel de deudas incobrables ascendía a 7,900 millones de dólares.
- **1° de noviembre de 2007**: Las intensas presiones en que estaba inmerso el mercado financiero se reflejaron en una caída de la liquidez en el mercado interbancario.
- **10 de diciembre de 2007**: El banco suizo UBS anunció pérdidas adicionales de 10,000 millones de dólares en el valor de sus activos financieros expuestos al sector hipotecario de Estados Unidos.
- **12 de diciembre de 2007**: Citigroup, Bank of America y JP Morgan Chase acordaron poner en marcha un plan para reactivar el mercado crediticio local, golpeado por la crisis del sector hipotecario. El mismo día, el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. anunció la creación de una Facilidad para las Subastas de Títulos a Plazo (*Term Auction Facility*) para subastar cantidades fijas de fondos a plazo contra una amplia variedad de bienes en beneficio de las instituciones de depósito. El Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee o FOMC) autorizó acuerdos temporales de intercambio de divisas (líneas *swap*) con el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Nacional Suizo (BNS). La FED informó que pondría a disposición hasta 20,000 millones de dólares al BCE y 4,000 millones de dólares al BNS durante un plazo de hasta seis meses.
- **19 de diciembre de 2007**: El banco de inversión Morgan Stanley reveló pérdidas por 9,000 millones de dólares asociadas a los problemas del mercado inmobiliario estadounidense. Esta entidad, la más importante de su ramo en Estados Unidos, también anunció la venta de 10% de sus acciones al gobierno chino para obtener recursos frescos.
- **21 de diciembre de 2007**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. anunció que las subastas del programa TAF tendrían lugar cada dos semanas en tanto las condiciones del mercado lo requirieran.
- **11 de enero de 2008**: El Bank of America anunció la adquisición de Countrywide Financial Corporation, transacción que tuvo un valor aproximado de 4,000 millones de dólares y que fue pagada exclusivamente con acciones. Countrywide había experimentado serios problemas de liquidez y pérdidas significativas debido a su portafolio de Hipotecas de Baja Calidad.
- **15 de enero de 2008**: Citigroup dio a conocer que había tenido una pérdida neta de más de 9,800 millones de dólares durante el último trimestre de 2007. La institución financiera también anunció que colocaría más de 18,000 millones de dólares en la categoría de cuentas incobrables.

- **17 de enero de 2008**: El banco de inversión Merrill Lynch dijo que había cerrado 2007 con pérdidas netas de 7,800 millones de dólares. Este resultado estaba directamente vinculado al desastroso desempeño del mercado hipotecario en Estados Unidos.
- **13 de febrero de 2008**: La Financial Services Agency de Japón, que se encarga de vigilar la estabilidad del sistema bancario de ese país, anunció que las pérdidas sufridas por las empresas financieras japonesas, como consecuencia de la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad de Estados Unidos, se habían duplicado en los últimos tres meses de 2007. El mismo día, el presidente George Bush firmó el Acta de Estímulo Económico de 2008 (*Economic Stimulus Act*) para convertirla en ley.
- **17 de febrero de 2008**: El gobierno británico informó que el banco Northern Rock pasaría a ser propiedad del Tesoro de ese país porque las cuantiosas pérdidas que tuvo en sus operaciones hipotecarias prácticamente agotaron su capital.
- **5 de marzo de 2008**: El Grupo Carlyle (The Carlyle Group) recibió una notificación de incumplimiento por no haber atendido las llamadas de margen relacionadas con su fondo de bonos hipotecarios.
- **7 de marzo de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. anunció que las subastas TAF de los días 10 y 24 de marzo alcanzarían 50,000 millones de dólares (cada una) y extendió el programa TAF por un plazo de seis meses. También inició una serie de recompras de contratos a término cuyo monto acumulado estimado alcanzaría 100,000 millones de dólares. Esto se hizo bajo la modalidad de acuerdos de recompra ("repos") con colocadores primarios.
- **11 de marzo de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. dio a conocer la creación de la Facilidad para Créditos sobre Títulos a Plazo (*Term Securities Lending Facility* o TSLF), para prestar hasta 200,000 millones de dólares en títulos del Tesoro a cambio de deuda de las agencias federales, títulos respaldados con hipotecas de agencias federales, títulos respaldados con hipotecas no emitidas por agencias gubernamentales AAA/Aaa y otros títulos. Al mismo tiempo, se anunció que el Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee o FOMC) aumentaría sus líneas *swap* con el Banco Central Europeo por 10,000 millones de dólares, y con el Banco Nacional Suizo por 2,000 millones de dólares, hasta el 30 de septiembre de 2008.
- **17 de marzo de 2008**: El 14 de marzo, el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. y JP Morgan diseñaron un plan de emergencia para rescatar a Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más antiguos de Estados Unidos. Apenas tres días después, los índices bursátiles de todo el mundo sufrieron fuertes pérdidas como consecuencia de la noticia de que Bear Stearns había sido vendido por 240 millones de dólares al banco comercial JP Morgan Chase.
- **2 de mayo de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. amplió las subastas del programa TAF de 50,000 a 75,000 millones de dólares. También se incrementaron las líneas *swap* con el BCE y el BNS.
- **22 de mayo de 2008**: El banco suizo UBS, uno de los más afectados por la

crisis hipotecaria de Estados Unidos, llevó a cabo una emisión de derechos preferentes por 15,500 millones de dólares. El objetivo fue cubrir una parte de los 37,000 millones de dólares de pérdidas en la valuación de activos financieros ligados a las hipotecas estadounidenses.

- **5 de junio de 2008**: S&P degradó a los aseguradores de bonos AMBAC y MVIA de AAA a AA.
- **13 de julio de 2008**: Indy-Mac, uno de los principales bancos hipotecarios de Estados Unidos, fue intervenido por el gobierno. Era la segunda vez en la historia de ese país que se aplicaba una medida tan severa.
- **13 de julio de 2008**: El Consejo de la Reserva Federal autorizó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York a otorgar créditos a Fannie Mae y Freddie Mac, en caso de que los llegaran a necesitar. Ese mismo día, el Tesoro anunció un incremento temporal en las líneas de crédito a las dos Empresas Auspiciadas por el Gobierno (*Government Sponsored Enterprises*) y una autorización temporal para que el Tesoro pudiese adquirir temporalmente capital en cualquiera de las dos entidades.
- **15 de julio de 2008**: Las autoridades financieras intervinieron para ayudar a dos de las instituciones financieras más importantes de Estados Unidos, ambas directamente vinculadas con el mercado hipotecario: Fannie Mae y Freddie Mac. En conjunto, poseían o garantizaban aproximadamente la mitad de las deudas hipotecarias del mercado estadounidense: alrededor de 5 billones de dólares.[42]
- **14 de agosto de 2008**: Se informó que las economías de los 15 países de la eurozona se contrajeron 2% entre abril y junio. Fue su primer declive desde 1999, cuando se creó la zona del euro.
- **25 de agosto de 2008**: Charles Bean, vicegobernador del Banco de Inglaterra, dijo que la crisis financiera podría "alargarse por un tiempo considerable". Advirtió que el problema financiero era tan grave como el que se vivió en la década de los 70 y que cada vez que los mercados empezaban a recuperarse, estallaba "otra granada".
- **15 de septiembre de 2008**: El Bank of America anunció su intención de adquirir Merrill Lynch & Co. por 50,000 millones de dólares.
- **15 de septiembre de 2008**: Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión entre los grandes de Estados Unidos, se declaró en bancarrota por las pérdidas acumuladas en inversiones relacionadas con el sector hipotecario. Tras un largo fin de semana, las conversaciones, auspiciadas por el secretario del Tesoro Timothy Geithner con los principales banqueros de Nueva York para encontrar un comprador, finalmente fracasaron. El pánico se apoderó de los inversionistas, y el impacto del colapso de Lehman en los balances de numerosas entidades financieras alrededor del mundo provocó una sucesión de rescates bancarios: los gobiernos de Bélgica, Luxemburgo y Holanda se vieron forzados a rescatar al banco Fortis y poco después a Dexia e ING; el gobierno alemán apoyó a Hypo Real Estate, y el gobierno de Gran Bretaña, después de la experiencia del colapso de Northern Rock en 2007, nacionalizó Bradford & Bingley y anunció un plan para recapitalizar los principales bancos del país.

[42] Ver nota 10.

En ese contexto de incertidumbre, los ahorradores comenzaron a desconfiar de la seguridad de sus depósitos en bancos y cajas de ahorro. El gobierno irlandés tomó la iniciativa de garantizar hasta el 100% de los depósitos de los seis bancos más grandes del país, lo cual abrió la puerta para que el resto de los países de la Unión Europea emprendieran acciones similares.

- **16 de septiembre de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. autorizó que su sede en Nueva York otorgara un crédito de hasta 85,000 millones de dólares a American International Group, Inc., la mayor aseguradora del mundo. A cambio, el gobierno estadounidense recibiría 79.9% ciento de participación en el capital y tendría el derecho a vetar los pagos de dividendos a los accionistas comunes y preferentes mientras mantuviera su participación.
- **17 de septiembre de 2008**: La Comisión de Valores (Securities and Exchange Commission o SEC) anunció una prohibición temporal de la venta en corto de acciones de todas las empresas del sector financiero.
- **18 de septiembre de 2008**: El FOMC amplió las líneas *swap* de divisas existentes en 180,000 millones de dólares y autorizó nuevas líneas con el Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Inglaterra (BoE).
- **22 de septiembre de 2008**: Goldman Sachs y Morgan Stanley renunciaron a su *estatus* como bancos de inversión para solicitar licencia como empresas tenedoras de bancos y con ello tener acceso a los depósitos del público. Con esta modificación, también obtuvieron el respaldo del Seguro Federal de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés).
- **24 de septiembre de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. anunció nuevas líneas *swap* con los bancos centrales de Austria, Suecia, Dinamarca y Noruega.
- **25 de septiembre de 2008**: La Oficina de Supervisión del Ahorro cerró las puertas del Washington Mutual Bank. JP Morgan Chase adquirió las operaciones bancarias de esa institución mediante una operación facilitada por la FDIC.
- **29 de septiembre de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. amplió el programa TAF y anunció un incremento de las subastas de 84 días hasta 75,000 millones de dólares y dos subastas TAF adelantadas (*forward*) por un total de 150,000 millones de dólares.
- **29 de septiembre de 2008**: La FDIC anunció que Citigroup adquiriría las operaciones bancarias de Wachovia Corporation y aceptó entrar en un acuerdo de pérdidas compartidas con Citigroup sobre un paquete de 312,000 millones de dólares en créditos. Citigroup le dio a la FDIC 12,000 millones de dólares en acciones preferentes y *warrants*.
- **3 de octubre de 2008**: Wells Fargo dio a conocer una propuesta para adquirir Wachovia sin el apoyo de la FDIC.
- **3 de octubre de 2008**: Después de la aprobación del Congreso de Estados Unidos, el presidente George Bush firmó el Acta de Estabilización Económica de Emergencia de 2008 (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*), la cual estableció el Programa para el Alivio de Activos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program* o TARP).
- **7 de octubre de 2008**: La FDIC anunció un incremento de 250,000 dólares

en la cobertura del seguro de depósito, de acuerdo con lo autorizado por el Acta de Estabilización Económica de Emergencia de 2008.

- **8 de octubre de 2008**: El Consejo de Administración de la Reserva Federal autorizó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York a intercambiar 37,800 millones de dólares de títulos de grado de inversión propiedad de AIG a cambio de efectivo.
- **12 de octubre de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. autorizó que Wells Fargo & Co. adquiriera Wachovia Corporation.
- **14 de octubre de 2008**: El Departamento del Tesoro anunció la creación del TARP, que adquiriría capital en instituciones financieras bajo la autoridad del Acta de Estabilización Económica de Emergencia de 2008. Nueve grandes organizaciones financieras dieron a conocer su intención de solicitar el apoyo de la facilidad para recibir en total un monto de 125,000 millones de dólares.
- **29 de octubre de 2008**: La FOMC estableció líneas *swap* con el Banco Central do Brasil, el Banco de México, el Banco de Corea y la Autoridad Monetaria de Singapur. El acuerdo con cada uno de ellos amparaba un monto de 30,000 millones de dólares.
- **10 de noviembre de 2008**: El Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. y el Departamento del Tesoro anunciaron la reestructuración del apoyo financiero del gobierno a AIG. El Tesoro compraría 40,000 millones de acciones preferentes de la aseguradora a través del TARP. Con esta medida, el crédito de emergencia otorgado a AIG bajaría de 85,000 millones a 60 mil millones de dólares. También se anunciaron nuevas medidas de apoyo a la institución mediante el otorgamiento de créditos de hasta 53,500 millones de dólares a dos nuevas compañías de responsabilidad limitada que se encargarían de recomprar MBS y CDO de AIG.
- **14 de noviembre de 2008**: Mediante el Programa de Compra de Capital, el Departamento del Tesoro adquirió 33,500 millones de dólares en acciones preferentes de 21 bancos estadounidenses.
- **17 de noviembre de 2008**: Tres grandes empresas de seguros de vida solicitaron el apoyo del TARP: Lincoln National, Hartford Financial Services Group y Genworth Financial, las cuales se comprometieron a adquirir prestamistas/receptores de depósitos para cumplir con los criterios de las compañías de ahorro y préstamo.
- **18 de noviembre de 2008**: Ejecutivos de Ford, General Motors y Chrysler acudieron al Congreso de Estados Unidos para solicitar acceso a créditos con cargo a los recursos federales del programa TARP.
- **20 de noviembre de 2008**: Fannie Mae y Freddie Mac anunciaron la suspensión de las evicciones relacionadas con hipotecas desde esa fecha hasta enero de 2009.
- **21 de noviembre de 2008**: El Departamento del Tesoro adquirió 3,000 millones de dólares de acciones preferentes en 23 bancos norteamericanos bajo el Programa de Compra de Capital.
- **23 de noviembre de 2008**: El Tesoro, el Consejo del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. y la FDIC anunciaron un acuerdo con Citigroup para proporcionarle un paquete de garantías, acceso a liquidez y capital fresco. Citi-

group emitiría acciones preferentes al Tesoro y la FDIC a cambio de protección contra pérdidas en un paquete de 306,000 millones de dólares de títulos comerciales y residenciales en manos de Citigroup. Adicionalmente, el Tesoro invertiría 20,000 millones de dólares en Citigroup con recursos del TARP.

- **25 de noviembre de 2008**: La Junta de la Reserva Federal anunció un nuevo programa para comprar obligaciones directamente relacionadas con bienes inmuebles emitidas o garantizadas por Fannie Mae, Freddie Mac y Federal Home. Se realizarían compras por hasta 100,000 millones de dólares como subastas entre distribuidores primarios del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.
- **5 de diciembre de 2008**: El Tesoro de Estados Unidos adquirió 4,000 millones de dólares en acciones preferentes de 35 bancos norteamericanos bajo el Programa de Compra de Capital.
- **19 de diciembre de 2008**: El gobierno de Estados Unidos anunció que el Departamento del Tesoro utilizaría 17,400 millones de dólares del TARP para apoyar a las tres grandes compañías automotrices: General Motors, Ford Motor Company y Chrysler Corporation.
- **19 de diciembre de 2008**: El Tesoro norteamericano adquirió 27,900 millones de dólares en acciones preferentes de 49 bancos de Estados Unidos mediante el Programa de Compra de Capital.
- **23 de diciembre de 2008**: El Tesoro de Estados Unidos destinó 15,100 millones de dólares a la compra de acciones preferentes de 43 bancos norteamericanos mediante el Programa de Compra de Capital.
- **29 de diciembre de 2008**: El Tesoro anunció que compraría 5,000 millones de dólares de acciones de GMAC como parte de su programa de apoyo a la industria automotriz nacional. También acordó otorgar un crédito de 1,000 millones de dólares a GM para que participara en la oferta de derechos de GMAC, en apoyo a la reorganización de GMAC como compañía tenedora bancaria. Estos compromisos fueron adicionales al apoyo anunciado el 19 de diciembre.
- **31 de diciembre de 2008**: El Tesoro adquirió 1,910 millones de dólares en acciones preferentes de siete bancos norteamericanos bajo el Programa de Compra de Capital.
- **9 de enero de 2008**: El Tesoro invirtió 4,800 millones de dólares en acciones preferentes de 43 bancos de Estados Unidos mediante el Programa de Compra de Capital.
- **16 de enero de 2009**: El gobierno de Estados Unidos concedió un apoyo adicional de 20,000 millones de dólares a Bank of America. El mismo día, Citigroup anunció sus planes de dividir la compañía en dos entidades al reconocer pérdidas adicionales por 8,200 millones de dólares.

Fuentes: Adaptación libre de: Cafferatta Lozano, C. Chang-Medina, A., y Muñoz-Villalobos, J. (2008). *La Crisis Financiera Subprime*, Universidad ESAN, Lima, Perú, septiembre. Mimeo; The Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). "The Financial Crisis: a Timeline of Events and Policy Actions", February 27; artículos publicados en la prensa especializada, como *The Wall Street Journal y el Financial Times*.

Capítulo 4

La Crisis de la Deuda Soberana en la Eurozona (2009-2012)

Roberto Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey
Alejandro Fonseca Ramírez
Profesor Asistente de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey
Francisco Ortiz Arango
Universidad Panamericana

Introducción

La turbulencia financiera que impactó a los mercados de los países de la eurozona entre 2010 y 2012 se ha descrito como un contagio de la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad surgida en Estados Unidos. En realidad, el contagio fue de carácter psicológico (el llamado efecto de las "expectativas") pero también se debió a que un número considerable de intermediarios financieros de Unión Europea invirtieron en valores respaldados por Hipotecas de Baja Calidad de Estados Unidos empaquetadas con distintos formatos (*Mortgage Backed Securities, Collaterized Debt Obligations*, etc.), pues eran muy atractivos debido a sus rendimientos relativamente elevados, acompañados por las excelentes calificaciones crediticias de las principales empresas de notación, como Standard & Poor's y Fitch Ratings, entre otras.

Cuando dichos valores fueron reclasificados como tóxicos, los intermediarios europeos se vieron expuestos a un riesgo significativo. Como las carteras de los grandes bancos registraron pérdidas que afectaron su base de capital y, por lo mismo, crearon la amenaza de un efecto sistémico, varios gobiernos nacionales decidieron intervenir para desactivar el peligro.

La posibilidad inminente de que varios grandes bancos europeos fueran afectados por la significativa pérdida de valor de los diferentes títulos colateralizados con Hipotecas de Baja Calidad, y otros más que comenzaron a verse afectados por las condiciones de incertidumbre y la contracción crediticia que caracterizó al periodo, justificó la intervención y, finalmente, los planes de rescate coordinados por el Consejo Europeo, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, además de la importancia de los efectos de contagio financiero puro, los cuales se vieron agravados por la sobrerreacción de muchos inversionistas, a la luz de la perspectiva y de la revelación de información entonces inexistente, un análisis profundo y detallado de las condiciones macroeconómicas de la eurozona revelan que las contradicciones existentes entre, por una parte, el crecimiento de los niveles de ingreso *per cápita* entre las economías menos avanzadas de la región y, por otra parte, la lenta o nula mejoría de la productividad en esos mismos países, tarde o temprano tendría que producir una crisis fiscal de proporciones importantes.

La vocación natural de las economías europeas permite una decantación entre aquellas orientadas hacia la modernidad industrial y la competitividad global (*e.g.*, Alemania, Holanda, Bélgica, Noruega), y aquellas otras con problemas para mantener un equilibrio en sus cuentas externas (*e.g.*, Grecia, Portugal, España); entre aquellas que vigilan escrupulosamente sus finanzas públicas y aquellas otras que han utilizado el crédito soberano con largueza, aprovechando la circunstancia de que los mercados financieros no discriminaron durante los primeros años del euro entre países estables y países con mayores factores de riesgo, y que ante un cambio de tendencia en las condiciones económicas globales no pudieron hacer frente a los compromisos adquiridos.

Sin duda, la turbulencia ocasionada por la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad actuó como catalizador del proceso, pero es probable que la divergencia entre los dos grupos de países habría terminado por dar lugar a una profunda crisis de finanzas públicas y de desequilibrio frente al exterior de todas maneras.

La introducción del euro en 1999 abrió un amplio horizonte de posibilidades para la profundización de la integración económica europea. Sin embargo, la unificación de la política monetaria para toda la eurozona no fue acompañada por una unificación fiscal que habría permitido la asignación de recursos para nivelar los desequilibrios en niveles de modernidad y competitividad entre países más avanzados y países menos avanzados.

Durante el proceso de unificación de las dos Alemanias, el gobierno tuvo a su disposición no solamente la política monetaria, la cual fue indispensable para mantener una estabilidad de precios sin la cual habría sido muy difícil lograr el objetivo, sino también el brazo fiscal gracias al cual fue posible la construcción de infraestructura, la inversión en educación y modernización de la economía en diversos frentes. Aún cuando los mecanismos e instituciones que forman parte de la Unión Europea cuentan con subsidios y transferencias en diverso rubros, se trata de un sistema limitado por restricciones sobre todo políticas, ya que los ciudadanos de los países más avanzados no están de acuerdo en que sus impuestos se utilicen para subsidiar el desarrollo de otros países, y mucho menos cuando éstos son poco disciplinados en el uso de recursos públicos y priorizan los objetivos políticos frente a las transformaciones frecuentemente impopulares que se requieren para lograr una mayor homogeneidad entre los países miembros.

En las siguientes secciones se presentan algunas explicaciones, que no pretenden ser alternativas sino complementarias de lo que ya se ha dicho sobre las causas de la turbulencia financiera en la eurozona entre 2010 y 2012.

1. La Crisis de la Deuda Soberana en Grecia

Después de su incorporación a la Unión Monetaria en 2001, a tiempo para adoptar el euro junto con los demás países originales, Grecia experimentó una rápida caída de competitividad debido a que la inflación doméstica excedió consistentemente el promedio de la eurozona. Si se utiliza como referencia el índice de precios y el costo unitario de la mano de obra, la tasa efectiva real de cambio se apreció 20% y 40%, respectivamente, entre 2001 y 2011 (García & Ghezzi, 2011).

Otras estimaciones de la disminución de la competitividad entre los años 2000 y 2009 indican que, con base en una medición relativa de los costos de una unidad de trabajo, la pérdida de competitividad puede haber sido de entre 9% (según el Fondo Monetario Internacional) y 27% (según el Banco Central de Grecia). Tomando en consideración los precios relativos, la competitividad de la economía griega se deterioró 18% desde el año 2000 (Banco Central Europeo y Banco de Grecia, con base en datos citados por Malliaropolus, 2010).

A nivel microeconómico, tradicionalmente Grecia ha sido afectada por problemas estructurales profundamente enraizados en sus sectores productivos. Algunos de los más evidentes se relacionan con los elevados costos administrativos de las empresas, los márgenes elevados para los propietarios y los costos de mano de obra al alza. En algunos casos, la existencia de esos problemas se debe a una regulación poco flexible, la cual obstaculiza la entrada de inversión extranjera directa. En otros casos, se debe al lastre de las empresas de propiedad estatal, que fijaban estándares de desempeño muy poco competitivos internacionalmente y cuyas pérdidas debían –hasta hace poco– ser solventadas por el aparato fiscal.

Durante los últimos 20 años se conjuntaron múltiples circunstancias desfavorables, entre las cuales destaca el uso ineficiente de los subsidios provenientes de la Unión Europea para promover las actividades agrícolas y las mejoras a la seguridad social, inspiradas, a su vez, en los niveles de vida del resto de los países de la Unión Europea. El empleo del gasto público para propósitos políticos empeoró el elevadísimo déficit fiscal crónico del país, que alcanzó hasta un 15.4% del Producto Interno Bruto durante 2009.[1]

A fines de aquel año, la deuda acumulada del gobierno griego había alcanzado 298,500 millones de euros. Pero a esa cantidad habrían de agregarse 110,000 millones de euros correspondientes al apoyo financiero recibido de la UE. En ese entonces, se estimaba que el saldo de la deuda pública alcanzaría más del 150% del PIB en 2020 (Kouretas, 2010).

Entre los factores exógenos que agravaron las dificultades financieras de Grecia, cabe mencionar la intensa volatilidad de los mercados financieros durante 2007 y 2009 y, posteriormente, el contagio de la incertidumbre vía los activos financieros tóxicos en los portafolios de inversiones de varios grandes bancos europeos. Pero también correspondió una responsabilidad importante a la atención exagerada que dieron las agencias calificadoras internacionales a los países con problemas de sobreendeudamiento, que era el caso de Grecia, y la severidad con la que manejaron las calificaciones crediticias.

Evidentemente se trató de una reacción lógica después de su incapacidad para detectar oportunamente los riesgos inherentes a los títulos colateralizados con Hipotecas de Baja Calidad y a los esquemas de bursatilización derivados de las mismas (*Asset Backed Securities, Collateralized Debt Obligations*, entre otros). Las calificadoras asumieron una actitud mucho más rigurosa al evaluar los méritos de los emisores de todo tipo y enfocaron su mira, precisamente, hacia los países que mostraban indicadores de endeudamiento soberano más abultados.

Aunque la situación descrita afectó simultáneamente a un gran número de países, en el caso de Grecia habría que agregar que en octubre de 2009, el nuevo gobierno del primer ministro Yorgos Papandreu reconoció la falsificación de información fiscal

[1] Greece's Budget deficit worsens, BBC News Business, Nov. 15, 2010. http://www.bbc.co.uk/news/business-11755320

que había tenido lugar durante años (Flowers, 2010). A la postre, es posible afirmar que ése fue uno de los factores más importantes para detonar la crisis de credibilidad que enfrentó el gobierno de ese país. Pero también representaron un costo la excesiva lentitud en el tiempo de respuesta de Alemania y Francia –en su papel de líderes de la eurozona–, así como de las autoridades del Comisión Europea y del Banco Central Europeo para definir su posición y llevar a cabo las acciones necesarias ante el agravamiento de la crisis de liquidez que afectaba a ese país desde 2009.

2. El ingreso de Grecia a la Unión Europea y antecedentes de su endeudamiento público

Grecia pasó a formar parte de la Unión Europea en 1981, y casi 20 años después fue una de las 12 naciones candidatas a fundar la Unión Monetaria Europea. El país no cumplió los criterios macroeconómicos establecidos para ingresar como miembro fundador en 1999, pero logró ser aceptado el primero de enero de 2001, a tiempo para ser uno de los países que adoptaron la moneda única a partir de 2002, y pasar a ser oficialmente el duodécimo país miembro de la eurozona.[2]

La evolución de la deuda pública griega durante los años 70 estuvo estrechamente vinculada al signo político del partido en el gobierno. La proporción respecto al PIB se mantuvo alrededor de 25% hasta 1979, pero con la llegada del gobierno socialista de Yorgos Papandreu, se modificó radicalmente la postura fiscal.

Papandreu llevó a cabo un programa económico orientado a elevar el ingreso promedio de los hogares mediante empréstitos masivos. Su intención era impulsar la creación de empresas y la adquisición de activos productivos. Sin embargo, casi la totalidad de los recursos fue utilizada para elevar el consumo corriente, por lo que no se logró el propósito original, pero sí se elevó el endeudamiento público.

Durante los 90, los recursos del gobierno fueron complementados con transferencias provenientes de los demás miembros de la Unión Europea bajo la forma de subsidios para la agricultura y para financiar infraestructura. Esto era parte del esquema general de convergencia y políticas de cohesión de la Unión Europea, pero nuevamente el gobierno no logró el objetivo de generar una dinámica propia en el mercado interno y, por el contrario, provocó un desfase entre su capacidad fiscal y el crecimiento de la deuda, hasta hacerla insostenible en el largo plazo. La politización de las decisiones económicas y los niveles de corrupción gubernamental no hicieron sino complicar la situación de las finanzas públicas (Makrydakis, Tzavalis y Balfoussias, 1999).

En retrospectiva, es claro que el episodio más emblemático de la crisis griega fue el anuncio que hizo el nuevo gobierno al entrar en funciones en octubre de 2009, cuando dio a conocer que la información oficial sobre los saldos de la deuda pública del país reportada por los gobiernos anteriores había sido objeto de manipulación. El

[2] European Commission (4 de Mayo de 2009).

déficit del año anterior se revisó de 5% a 7.7% del PIB. El déficit proyectado para el año 2009 se revisó de 3.7% a 13.6%, y en 2010, la revisión alcanzó 15.4% del PIB. El saldo de la deuda pública vigente también fue revisado para pasar de 100% hasta 115% del PIB a fines de 2009. Posteriormente fue revisado hasta 129% del PIB.

Las revisiones reflejaron limitaciones muy serias en la cobertura de la información del sector público. En casi todos los casos, la explicación de las diferencias se encontraba en las cuentas de los gobiernos subcentrales, particularmente en un conjunto de empresas de propiedad gubernamental no clasificadas como parte del sector público y que tenían cuantiosas pérdidas. Entre ellas estaban las empresas de ferrocarriles, de transporte público y del sector de defensa. La revisión de los déficit de los años anteriores y de los proyectados sorprendió a los mercados, dado que prácticamente duplicaron la magnitud originalmente reportada.

La pérdida de confianza se generalizó, y la degradación sucesiva de la calificación de la deuda soberana afectó también al sector bancario, pues buena parte de sus activos se encontraban invertidos en bonos del Estado griego. Y, como si los problemas anteriores no fueran suficientes, la recesión económica dio lugar a un creciente número de créditos que presentaban condiciones de incumplimiento y que, para finales de 2009, alcanzaron hasta el 8% del total (García & Ghezzi, 2011).

3. El rescate de Grecia

Para abril de 2010, Grecia ya no tenía acceso a los mercados internacionales de capital, al tiempo que su economía sufría una contracción de 3%, el déficit fiscal alcanzaba el 15% del PIB y la deuda pública superaba el 125% del PIB. Al gobierno no le quedó otra alternativa que solicitar un rescate financiero a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional.

El primer resultado de la negociación fue un memorándum de entendimiento que estableció los lineamientos económicos y financieros que debería seguir el país durante los próximos tres años. El programa, en cuya definición también participó el Banco Central Europeo, incluyó el desembolso de 110,000 millones de euros en créditos, con entregas trimestrales durante los siguientes tres años, a cambio del compromiso del gobierno griego de cumplir un ambicioso plan de ajustes macroeconómicos. El principal objetivo era lograr un profundo reajuste fiscal para superar la situación de insolvencia, pero también se buscó lograr una "devaluación interna", es decir, una reducción de los precios y los salarios para minimizar –incluso eliminar– la brecha de la competitividad frente al exterior, recuperar la competitividad en los mercados de exportación y aumentar el atractivo para la inversión extranjera directa.

El programa inició con excelentes auspicios. Se logró la aprobación de una reforma al sistema de pensiones y se hizo efectiva una primera ronda de reformas urgentes en el mercado laboral. No obstante, la ejecución se vio sujeta a retrasos injustificados, y el gobierno no tuvo capacidad para sobreponerse a decisiones difíciles. Entre

otras, y a modo de ejemplo para ilustrar las delicadas implicaciones políticas de las medidas recomendadas, basta mencionar el compromiso de reducir la nómina del sector público. Y en ese orden de ideas, el control de los presupuestos de los gobiernos regionales también se dificultó.

La combinación de los efectos que resultaron de la austeridad fiscal, la "devaluación interna" y la pérdida de acceso a los mercados de crédito ubicaron la economía en una trayectoria de caída libre. El sistema bancario griego comenzó a sufrir las consecuencias de la contracción económica y la pérdida de confianza.

Entre los primeros meses de 2010 y la mitad de 2011, los depósitos del público en el sistema bancario cayeron 20%, y puesto que el acceso de los bancos a los mercados internacionales también estaba bloqueado, su única fuente de liquidez fue el Banco Central Europeo, a través de las operaciones de mercado abierto, y el Banco Central de Grecia mediante su mecanismo de asistencia para emergencias de liquidez. Simultáneamente, la permanencia crónica y la profundidad alcanzada por la desaceleración económica comenzaron a dañar la calidad del portafolio de crédito de los bancos y a encender un nuevo foco rojo.

Las metas del programa de medidas de ajuste fiscal para reducir el déficit a niveles equivalentes al 7.5% del PIB en 2010, 4% en 2011 y 2% en 2012 y 2013, representaron un acuerdo negociado en el que la *troika* integrada por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, por una parte, y el gobierno griego por la otra, hicieron su máximo esfuerzo para encontrar puntos de acuerdo. Sin embargo, ambas partes entendieron también que los ajustes serían muy difíciles y que, al distribuirse en un plazo tan prolongado, llegarían a provocar fatiga. Efectivamente, los problemas comenzarían a surgir casi inmediatamente.

En septiembre de 2010 tuvo lugar una primera revisión del programa. El gobierno griego sorprendió favorablemente a los mercados con una reforma del sistema de pensiones y una primera ronda de reformas del mercado laboral. No obstante, el programa ya daba muestras de lo que habría de convertirse en un problema recurrente: los desajustes fiscales identificados en las entidades del gobierno subcentral, incluidos los hospitales y las empresas propiedad del Estado.

En diciembre de 2010, con el anuncio oficial de la segunda evaluación del desempeño del programa por parte de la *troika*, el plan pasó de "bien encaminado" (*on track*) en la primera etapa, a "en general, bien encaminado" (*broadly on track*). Durante los últimos meses de ese año, el crecimiento de la economía había sido decepcionante porque continuamente se habían presentado problemas en el control de los gastos del gobierno subcentral, lo cual había resultado en un subejercicio del presupuesto. En ese entonces también se anunció que las revisiones de los datos fiscales para 2008 y 2009 habían dado resultados más desfavorables que los diagnosticados originalmente al arranque del programa.

Pero tal vez lo que más influyó en el ánimo del público inversionista fue la declaración de las autoridades de la Comisión Europea en el sentido de que posiblemente sería necesario que los tenedores de bonos "compartieran la carga" en caso de que no fuera posible sostener la dinámica de la deuda pública. La declaración provocó una reevaluación del riesgo asociado a la posibilidad de un incumplimiento griego y representó un punto de inflexión, ya que las expectativas más pesimistas de los participantes del mercado quedaron validadas.

En la siguiente revisión del programa, realizada durante marzo de 2011, se anunció que el crecimiento del PIB había sido de -4.5% en 2010, peor que lo esperado, y que el gobierno había alcanzado una consolidación fiscal de solo 5% del PIB, en lugar del 7.5% proyectado. A esto se sumaba que la operación del sistema bancario continuaba en franco deterioro por una continua fuga de depósitos.

Durante la evaluación de mediados de 2011, se hizo mención explícita de los retrasos observados en la aplicación de diversas medidas de ajuste. En respuesta, el gobierno griego planteó una nueva estrategia fiscal de mediano plazo para reducir el déficit por debajo de 3% del PIB para 2014, propuesta que habría de ser sometida a la aprobación del Parlamento a petición expresa de la Comisión Europea. Como parte de la estrategia de mediano plazo, el gobierno aprobó un plan de privatizaciones que debería generar hasta 50,000 millones de euros para 2014.

Asimismo, resultó evidente que el programa de ajustes había sido diseñado para lograr el reingreso de Grecia a los mercados de deuda durante la primera mitad de 2002. Sin embargo, tal objetivo fue muy optimista, y así lo reconoció el Fondo Monetario Internacional, que recomendó a la Unión Europea aceptar el compromiso de aportar una mayor cantidad de recursos para suplir la diferencia.

La respuesta de varios países europeos a la nueva petición fue proponer la incorporación del sector privado como parte del esfuerzo concertado para aliviar las dificultades financieras del país. Enseguida, se presentó una iniciativa para lograr el involucramiento del sector privado, la cual implicaba una contribución relativamente modesta, al tiempo que el sector público se comprometió a proporcionar una mayor cantidad de recursos con plazos más prolongados y costos más bajos. Para ello, se utilizarían recursos provenientes del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera.

La cantidad de recursos disponibles para impulsar la recuperación alcanzaría los 109,000 millones de euros, una medida mucho más contundente de apoyo para tratar de rescatar la muy deteriorada economía griega. De ese total, 35,000 millones de euros se utilizarían para comprar colateral que serviría de respaldo para la emisión de nuevos bonos. Otros 20,000 millones serían para recomprar deuda griega a descuento en el mercado secundario y posteriormente eliminarla para lograr una reducción total del saldo de la deuda por un monto de alrededor de 12,600 millones de euros.

Parte del nuevo paquete de rescate consistió en la sustitución de bonos soberanos en circulación por alrededor de 135,000 millones de euros cuya madurez se distribuiría entre 2011 y 2020. Los tenedores recibirían a cambio nuevos bonos con una reducción de valor de 20%. Gracias al programa de sustitución de bonos y la recompra de deuda, el saldo total de la misma disminuiría en aproximadamente 26,000 millones de euros (Walker & Forelle, 2011).

En la quinta revisión del programa durante septiembre/octubre de 2011, la *troika* declaró que el programa se había salido del curso programado. En primer lugar, los líderes europeos declararon que el involucramiento del sector privado propuesto durante la revisión anterior (julio de 2011), equivalente al 5% del valor presente de la deuda, no sería suficiente para resolver los problemas de solvencia del país.

Durante los primeros días de octubre, el gobierno dio a conocer que el presupuesto fiscal no podría cumplir con el objetivo de déficit fijado en los meses previos, por lo que se estimaba que el país cerraría 2011 con un déficit equivalente al 8.5% del PIB. A lo largo de octubre, el gobierno aprobó más medidas de austeridad y enfrentó violentas protestas en Atenas, así como una huelga general. En los últimos días del mes, los principales líderes de la zona euro lograron un acuerdo con los involucrados (bancos privados y compañías de seguros tenedoras de bonos griegos, principalmente) para que aceptaran una pérdida de 50% como parte del plan para reducir la pesada carga de la deuda soberana de Grecia. Los términos funcionales del nuevo acuerdo quedarían en suspenso hasta el año siguiente.

Sin consultar a los demás líderes de la Unión Europea, el primer ministro Papandreu convocó a un referéndum para que los ciudadanos aprobaran el rescate más reciente, pero las reacciones del presidente francés Nicolas Sarkozy y de la canciller alemana Angela Merkel no se hicieron esperar. Grecia no recibiría ninguna ayuda adicional a menos que se comprometiera a cumplir sus compromisos con la Unión Europea. Unos cuantos días después, como resultado de la intensa presión recibida, el gobierno suspendió el referéndum. El 6 noviembre de 2011, Papandreu negoció un acuerdo con los partidos de oposición para formar una coalición que diera el visto bueno al rescate antes de convocar a elecciones anticipadas, ya que el convenio incluía la promesa del primer ministro de renunciar a su cargo.

El 10 de noviembre, Lucas Papademos, exvicepresidente del Banco Central Europeo, fue nombrado para encabezar la nueva coalición. En su toma de protesta, declaró que se cumplirían los compromisos del rescate antes de convocar a nuevos comicios. La reacción popular dio lugar a una huelga general de 24 horas realizada por los principales sindicatos del país el primero de diciembre de 2011. Obviamente, su intención era poner a prueba al nuevo gobierno ante el resto de Europa, y tan solo cinco días después, se presentaron brotes de violencia en las afueras del Parlamento en Atenas. A pesar de estas reacciones, la nueva coalición avaló un presupuesto austero para 2012, con el cual se pretendía reducir el déficit fiscal a solamente 5.4% del PIB.

Apenas iniciado 2012, el gobierno emprendió una campaña para crear una base de apoyo que le permitiera ejecutar una lista de medidas drásticas a nivel interno, las cuales probablemente afectarían también a los inversionistas que tenían bonos soberanos del país. Nuevamente comenzó a hablarse de la posibilidad de que Grecia dejara el euro, por lo que el gobierno hizo grandes esfuerzos para convencer a su población y a los tenedores de sus bonos de la importancia de cumplir los compromisos adquiridos a fin de concretar un nuevo plan de rescate con sus contrapartes europeas y con el Fondo Monetario Internacional (*Reuters*, 2012).

Enero de 2012 fue, sin duda, uno de los meses más aciagos del drama griego. Los tenedores privados de bonos soberanos griegos habían aceptado reconocer la pérdida de 50% del valor de sus inversiones para contribuir al rescate. De acuerdo con las declaraciones del director del Instituto Internacional de Finanzas, Charles Dallara, representante de los bancos e instituciones financieras acreedores de Grecia, los inversionistas privados habían hecho "su mejor esfuerzo" dentro de los términos del intercambio voluntario de bonos.

El resultado de la negociación representaría una reducción de alrededor de 100,000 millones de euros de la pesada carga de deuda soberana del país en aquel momento. Una de las ventajas evidentes de la emisión de nuevos bonos habría de ser el fijar un límite superior de 3.5% de tasa nominal, con incrementos posteriores a medida que la economía del país se recuperara. El acuerdo reflejaba la máxima carga financiera capaz de ser soportada por Grecia en 2012, año para el que se anticipaba una contracción adicional de 6% del PIB.

Después de meses de arduas negociaciones y violentas manifestaciones en las calles de Atenas y de las principales ciudades del país, el gobierno griego finalmente firmó un acuerdo político que le permitió aprobar las medidas de austeridad requeridas para cumplir los objetivos del plan de rescate trazado por los ministros de finanzas de la eurozona. Con ese acuerdo, quedaba franqueado el camino para obtener el apoyo que permitiera cumplir los compromisos inmediatos y evitar una suspensión de pagos. El gobierno griego se comprometió a reducir 22% los salarios mínimos del sector privado, abolir los puestos permanentes en las empresas del Estado y reducir la nómina del sector público en 150,000 puestos de trabajo entre 2012 y 2015. El acuerdo también incluyó un recorte suplementario de 3,300 millones de euros del presupuesto fiscal (Bremner, 2012). El paquete de medidas tuvo que ser sometido a la aprobación del Parlamento.

Finalmente, para el 14 de febrero de 2012, el gobierno griego ya había cumplido su parte. Sin embargo, el acuerdo que representaba la única opción viable para prevenir que el país incurriera en suspensión de pagos en marzo y, al mismo tiempo, evitar su salida de la zona euro, tendría que pasar por la aprobación del Parlamento del gobierno alemán, donde había molestia debido al tono antialemán de las manifestaciones realizadas en Atenas.

Hacia mediados de febrero, la creciente incertidumbre sobre si Grecia obtendría el auxilio necesario para evitar la suspensión de pagos, reavivó los temores de su posible salida del euro y, algo más grave aún, la posibilidad de que la crisis se generalizara a España e Italia. La presión sobre estos países había disminuido sustantivamente en las semanas anteriores debido a que el Banco Central Europeo ofreció créditos a largo plazo a una tasa muy baja a los bancos de la zona. La tensión se reflejó en las tasas pagadas por los bonos soberanos de España e Italia en los mercados internacionales, que alcanzaron 5.84% y 5.55%, respectivamente.

El jefe de los ministros de finanzas de la Eurozona, Jean-Claude Juncker, declaró que Grecia había hecho avances sustantivos, pero que era necesario establecer mecanismos específicos para fortalecer la supervisión de la observancia del programa y asegurar que se asignara alta prioridad al servicio de la deuda. Es indudable que hacía referencia a la desconfianza generada por el gobierno griego no solamente al falsear la información de sus finanzas públicas, sino también por su reiterada propensión a infringir los objetivos presupuestales, las reformas y objetivos de privatización comprometidos durante los últimos dos años. Además, el trasfondo político de la coyuntura tenía que ver con un inminente cambio de gobierno durante abril y el riesgo potencial de que la nueva administración se negara a cumplir los compromisos hechos por las autoridades salientes.

El 19 febrero de 2012, las autoridades de la *troika* dieron luz verde a un segundo rescate de Grecia a cambio del cumplimiento de estrictas medidas de austeridad. El nuevo acuerdo no solamente representó una bocanada de oxígeno para el gobierno, sino que también mandó un mensaje del respaldo que otorgaba la UE a uno de sus miembros más débiles. Esa señal alejó, al menos temporalmente, los temores de que España y/o Italia pudiesen llegar a declarar una moratoria en el pago de su deuda soberana, así como los efectos colaterales que tales medidas habrían tenido en los mercados internacionales.

Bajo los términos del nuevo acuerdo, los tenedores privados de bonos tendrían que aceptar pérdidas mayores a las originalmente planteadas. Era la única forma de lograr que la deuda griega alcanzara niveles sostenibles en 2020. Las autoridades también decidieron reducir el costo de los intereses de los préstamos de largo plazo concedidos a Grecia. Sin este acuerdo, el país habría tenido que declararse en bancarrota el 20 marzo de 2012, cuando vencía un pago de 19,000 millones de euros. En el telón de fondo se revelaba el pesado lastre provocado por las medidas de austeridad en un país con una tasa de desempleo general de 21% – pero, hasta 49% para los menores de 25 años – y una economía en profunda recesión (Birnbaum, 2012).

4. Las políticas instrumentadas para impulsar la recuperación económica en Grecia y sus resultados

En abril de 2010 una de las principales agencias calificadoras del mundo asignó a la deuda soberana de Grecia la calificación crediticia más baja posible. Solamente un mes más tarde, en mayo de 2010, y después de arduas negociaciones con Atenas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los gobiernos de los países de la eurozona acordaron proporcionar a Grecia préstamos de emergencia de corto y mediano plazo por un monto de 147 mil millones de dólares. Se esperaba que, con esos recursos, el país podría hacer frente a los vencimientos inminentes de su deuda soberana y evitar el incumplimiento (*default*). A cambio del mayor rescate financiero nunca antes otorgado, el gobierno griego anunció recortes de gastos y aumentos de impuestos combinados por un total de 40 mil millones de dólares en el curso de los siguientes tres años, adicionalmente a las duras medidas de austeridad ya adoptadas durante los años previos.

Grecia, sin embargo, enfrentó grandes dificultades para cumplir con las metas de austeridad fijadas para 2010 por sus acreedores, especialmente después de que Eurostat —la oficina estadística de la UE— revisara la información proporcionada por el Ministerio de Finanzas griego y reajustara al alza déficit fiscal y el saldo de la deuda soberana de Grecia para los años 2009 y 2010. Como consecuencia de la reevaluación de la situación a la luz de las nuevas revelaciones y después de, nuevamente, arduas y muy complejas negociaciones, en octubre de 2011, los líderes europeos y el FMI acordaron proporcionar a Atenas un segundo paquete de rescate, esta vez por un total de 169 mil millones de dólares. El segundo acuerdo, sin embargo, requirió que los tenedores de bonos del gobierno griego aceptaran una disminución importante en el valor (*haircut*) de sus tenencias.

Como los bancos griegos se contaban entre los tenedores de una proporción significativa de la deuda soberana del país, el sistema bancario se vio afectado por la "quita" de capital y fue necesario utilizar 41 mil millones de euros del total obtenido con el segundo paquete de rescate para asegurar la capitalización del sistema bancario. A cambio del segundo tramo del rescate, el gobierno griego se comprometió a introducir medidas de austeridad adicionales, gracias a las cuales se generarían ahorros del sector público por un total de 7.8 miles de millones de dólares entre los años 2013 y 2015.

A lo largo de todo el periodo, los masivos recortes al gasto público motivados por la austeridad profundizaron la recesión económica y deprimieron sustancialmente los ingresos fiscales del país, a pesar de lo cual, durante el año 2013, los acreedores de Grecia insistieron en que Atenas debería intensificar sus esfuerzos para aumentar la recaudación de impuestos, reducir la nómina de empleados públicos, privatizar las empresas públicas, y frenar en el gasto en salud.

En junio de 2013, los esfuerzos del Primer Ministro, Antonis Samaras, para satisfacer las condiciones fijadas en los paquetes de rescate recibidos dio como resultado la

salida de una de las partes, la Izquierda Democrática, de la coalición de gobierno cuando el gobierno se vio obligado a tomar la polémica decisión de cerrar y reestructurar la empresa estatal de radio y televisión. Posteriormente a dicho episodio, como consecuencia de la renuencia a instituir más recortes y algunas demoras en el logro de los objetivos de reforma del sector público griego, llevó a los acreedores del país a diferir la liberación de los desembolsos del fondo de rescate hasta diciembre de 2013. No obstante, la confianza de los inversionistas comenzó a mostrar signos de fortalecimiento hacia fines del año 2013, cuando el anuncio de los principales indicadores macroeconómicos sugirió que la economía había finalmente detenido su caída libre.

5. La Crisis Financiera en Irlanda

En 2005, la revista *The Economist* ubicó a Irlanda entre los países con el más alto nivel de vida en todo el mundo.[3] Desde 1995 y hasta 2007, su economía experimentó un alto crecimiento, superior al de otros países europeos, razón que justificó que se le comenzara a llamar el "Tigre Céltico".

Las estrategias que permitieron a Irlanda lograr un alto crecimiento económico consistente fueron, en primer lugar, la disminución de la tasa de impuestos corporativos, la cual pasó de un promedio de 50% en 1986 a 12.5% en 2012; en segundo lugar, que la tasa tope sobre el ingreso personal pasó de 65% en 1984 a 42% en el año 2000.

No obstante, la Crisis Financiera de 2007-2009 afectó a la economía irlandesa de forma particularmente adversa. Después de casi 27 años de crecimiento continuo (de 1984 a 2007), el país experimentó por primera vez una recesión entre el segundo y el tercer trimestre de 2007. Y enfrentó una recesión de dos años entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009. Para marzo de 2008, Irlanda registraba la razón (deuda de los hogares)/(ingreso disponible) más elevada entre todos los países desarrollados (190%), hecho que contribuyó a una desaceleración del consumo privado y a agravar la recesión.

La mayoría de los problemas de la economía irlandesa estuvieron relacionados, de forma directa o indirecta, con el colapso de la burbuja de precios de los bienes raíces a principios de 2007. Después de la desaceleración económica entre 2008 y 2010, el PIB de Irlanda creció 1.4% en 2011, aunque aún persistían algunos temores de reincidencia de la recesión. Los pronósticos económicos al arranque de 2012 apuntaban a un crecimiento de 0.7% (resultó ser de apenas 0.35% al finalizar el año) y un pronóstico de 1.85 a 2.1% para 2013.[4]

La historia moderna de la economía irlandesa comenzó en los primeros decenios del siglo XX. En los años 20, Irlanda tenía severas barreras comerciales y aplicaba

[3] The Economist Intelligence unit quality of life index.
[4] *Economic forecasts* (European Commission). 2012-11-07.

elevadas tarifas a las importaciones debido a que seguía una política de sustitución de importaciones, en especial durante la guerra con la Gran Bretaña, durante la década de los 30. Después de la Segunda Guerra Mundial, tuvieron lugar migraciones masivas,[5] y mientras otras naciones europeas experimentaban alto crecimiento económico y mejora en el bienestar de sus poblaciones, cada vez era más evidente que el nacionalismo económico irlandés era insostenible. Finalmente, las reformas y los cambios de política económica que impulsaron el libre comercio, la inversión extranjera y el crecimiento sostenido sin restricción fiscal, quedaron establecidos en el documento "Desarrollo Económico".

Durante los años 70, la población de Irlanda creció 15% y el ingreso nacional 4%.[6] El empleo aumentaba a una tasa anual de 1%, pero el Estado daba cuenta de una gran parte de este crecimiento. Hacia fines de 1980, el sector público empleaba a una tercera parte de la fuerza de trabajo del país. Eventualmente, los déficit presupuestales y la deuda pública condujeron a una crisis fiscal en la década de los 80. Durante ese periodo, la tasa impositiva aplicable a los trabajadores con un ingreso promedio era equivalente al 60% de su percepción, y el desempleo alcanzó 20%. Adicionalmente, a pesar de los elevados impuestos, el déficit público llegó a representar 15% del PIB.

En 1987, el gobernante en turno, Patrick J. Hillery, redujo el gasto público, recortó los impuestos y orientó sus políticas económicas al objetivo de competir por la inversión extranjera. Los resultados fueron muy satisfactorios, pues el viraje derivó en el establecimiento de empresas como Ryanair, Intel, Microsoft, Dell y muchas otras. Tan solo 15 años después, el PIB *per cápita* de Irlanda había pasado del vigésimo cuarto lugar al cuarto entre los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), según datos publicados por esa organización en 2002.[7]

Entre 1985 y 2002, la economía irlandesa experimentó una profunda transformación al pasar de una base productiva de carácter agrícola, a otra centrada en la administración del conocimiento, con énfasis en los servicios, la maquila y las empresas de alta tecnología. En ese periodo, la manufactura pasó a representar el 46% del PIB y hasta el 80% de las exportaciones del país. Asimismo, las fuentes de empleo en el sector privado aumentaron 59%, y el crecimiento económico promedio entre 1995 y 2000 fue de 10%; entre 2001 y 2004, fue de 7%.[8]

[5] Se estima que más de 400,000 ciudadanos habían emigrado a fines de los 50, Sean Dorgan, *How Ireland bécame the Celtic tiger,* IDA, 2006

[6] "How Ireland became the Celtic Tiger", Sean Dorgan, the chief executive of IDA. 23 June 2006.

[7] Country Statistical profiles, Ireland, OECD. http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-ireland_20752288-table-irl

[8] Country Statistical profiles, Ireland, OECD. http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-ireland_20752288-table-irl

6. El crecimiento del "Tigre Céltico" entre 1995 y 2007

A partir de 1987, Irlanda comenzó a aplicar una estrategia de desarrollo conocida como *Social Partnership* (Asociación Social), concepto neocorporativista que consistía en establecer pactos "voluntarios" entre el gobierno, los empleadores y las uniones sindicales. Gracias a la Social Partnership, la economía se benefició con el incremento del consumo, la construcción y la inversión privada, y condujo a Irlanda a alcanzar el tercer lugar entre los países más libres en términos económicos.[9]

Los avances fueron el resultado no solamente de una estrategia fiscal moderna y atractiva para los corporativos multinacionales, sino también de grandes esfuerzos para mejorar el sistema educativo hasta convertirlo en uno de clase mundial. Adicionalmente, las nuevas leyes de propiedad intelectual, junto con incentivos gubernamentales para la investigación y el desarrollo, fomentaron la innovación tecnológica.

Pero, aun cuando las estadísticas macroeconómicas eran positivas y justificaban que Irlanda estuviera incluida entre las naciones más progresistas y con mejores perspectivas, existía una obvia desigualdad en la modernización de los sectores económicos. A pesar de los notables avances registrados en ciertas áreas productivas, se desatendió la regulación bancaria.

Es cierto que el Banco Central irlandés no tenía una historia de independencia respecto a su gobierno, y es posible suponer que por esa razón no actuó oportunamente para fortalecer la regulación de los bancos comerciales, especialmente en el tema de los créditos hipotecarios, aunque debió haberlo hecho años antes de que comenzara la crisis económico-financiera en 2008.

Ese antecedente permite explicar que la inflación creciente en el sector de bienes raíces fue consecuencia de tres factores: las altas tasas de crecimiento económico registradas durante los últimos decenios, el incremento de los niveles de ingreso de la población y la demanda de más y mejores viviendas. Los precios de las propiedades inmobiliarias en Dublín comenzaron a ser más altos que en el resto del país entre 2001 y 2005. Se generó la clásica burbuja, y este fenómeno se vio impulsado por una relajada política de crédito hipotecario de la banca comercial, laxamente regulada por el Banco Central. Así, al estallar la burbuja inmobiliaria al mismo tiempo que sucedía un fenómeno similar en Estados Unidos y varios países europeos, la industria de la construcción, parte muy importante del PIB, se perfiló como uno de los factores claves que causaron la recesión de 2008.

7. La Crisis Financiera y Bancaria

Irlanda fue el primer país de la UE que entró en recesión como consecuencia de la Crisis Financiera internacional.[10] La recesión global impactó a la economía irlandesa de manera severa con tres años de índices negativos en el crecimiento económico, el cual pasó de 5.6 % en 2007 a -3.5% en 2008, -7.6% en 2009 y -1.0 en 2010.

[9] The Heritage Foundation, 2013

[10] CSO "Central Statistics Office Ireland". Central Statistics Office Ireland. 2004-11-09. http://www.cso.ie. Retrieved 2009-07-09.

Las entidades del sector bancario fueron algunas de las más afectadas, principalmente por problemas de insolvencia que fueron resultado del desplome del mercado inmobiliario. El contagio bancario fue inevitable porque la mayoría de las instituciones financieras mantenían una gran exposición al sector de bienes raíces debido a los cuantiosos créditos concedidos a los desarrolladores, quienes, a su vez, enfrentaban una sobreoferta de propiedades ante la caída de la demanda, situación que tuvo dos causas principales: la emigración registrada en los años previos y el aumento del desempleo, que pasó de 4.6% en 2007 a 13.5% en 2010.

Un análisis más detallado de los problemas que se presentaron en el sector inmobiliario pone al descubierto que los desarrolladores irlandeses utilizaron 28% del crédito bancario del que dispusieron para invertir miles de millones de euros de manera especulativa en extensiones territoriales sobrevaluadas y originalmente dedicadas a la agricultura. Al generalizarse la desaceleración económica y elevarse el desempleo, no solamente cayó la demanda de nuevas propiedades, sino que los créditos hipotecarios vigentes comenzaron a complicarse.

Los bancos identificaron la posibilidad de provocar un riesgo sistémico si exigían la devolución de los créditos del sector a medida que se vencían. En unos casos, prefirieron renegociar; en otros, concedieron préstamos de corto plazo a los desarrolladores para que pagaran sus vencimientos inmediatos. Pero llegó el momento en que los bancos comenzaron a declarar impagables los créditos. El Danske Bank, por ejemplo, reportó una pérdida de 3.18% de sus préstamos hipotecarios.[11]

En septiembre de 2008, el gobierno irlandés estableció un sistema llamado "Garantía Irlandesa Nacional" para salvaguardar los bancos nacionales. La Garantía estaba respaldada con fondos de los contribuyentes y cubría todo tipo de depósitos (menudeo, comerciales, institucionales e interbancarios), bonos, deuda principal y subordinada.[12] Destaca el hecho de que, como consecuencia del rescate inicial, el gobierno no tomó parte del capital principal de los bancos, ni pidió que se redujeran los salarios y bonos de los ejecutivos o que fueran reemplazados miembros de las juntas directivas a cambio del apoyo.

Al cierre de 2008 y principios de 2009, la situación de los bancos era muy peligrosa, por lo que el gobierno decidió nacionalizar el Anglo Irish Bank, una de las principales instituciones bancarias, cuyos niveles de capitalización habían disminuido hasta ubicarse por debajo de 2% a fines de 2007.[13] En enero de 2009, las acciones de otros dos grandes bancos comerciales cayeron 47 y 50% en un día. Para la primavera de 2012, el gobierno irlandés ya había nacionalizado cinco de los seis bancos comerciales locales, operación que representó un costo aproximado de 70 mil millones de euros, cantidad equivalente a 15, 000 euros por habitante.

[11] Collins, Liam (12 October 2008). "Top developers see asset values dive two-thirds". *Irish Independent*. "Another traumatic day for investors in Irish banks". Irish Times. 7 October 2008. Retrieved 2008-10-07.

[12] "Government Decision to Safeguard Irish Banking System". Government of Ireland, Department of the Taoiseach. 30 September 2008.

[13] "Anglo Irish directors step down, bank downgraded". Irishtimes.com. 19 January 2009.

Tabla 1
Crecimiento del Crédito Privado en el Sistema Bancario Irlandés[14]

Año	Tasa anual
2003	20%
2004	29%
2005	29%
2006	29%
2007	20%
2008	9%

Fuente: Banco Central de Irlanda. Tomado de Regling Kalus y M. Watson, 2010.

Tabla 2
Crecimiento anual compuesto de préstamos otorgados por los principales bancos irlandeses (2003-2006)

Banco	Tasa de Crecimiento
Allied Irish Banks	34%
Bank of Ireland	27%
Anglo Irish Bank	46%
Irish Nationwide Building Society	40%
Irish Life and Permanent	34%
Educational Building Society	33%

Fuente: Banco Central de Irlanda. Tomado de Regling Kalus y M. Watson, 2010.

[14] Incluye subsidiarias.

Tabla 3
Razón de préstamos a depósitos para el Sistema Bancario Irlandés

Año	Porcentaje
2004	175%
2005	180%
2006	185%
2007	210%
2008	230%

Fuente: IMF, IFS, varios años. Tomado de Regling Kalus y M. Watson, 2010.

8. El rescate y la recuperación

El 16 de diciembre de 2010, la junta directiva del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó que Irlanda recibiera un préstamo de 22.5 mil millones de dólares a un plazo de tres años (el 28 de noviembre se había anunciado un acuerdo preliminar). Este financiamiento fue parte de un paquete de aportaciones parciales con un valor total de 85,000 millones de dólares. En él participaron la UE y prestamistas bancarios bilaterales europeos. Asimismo, se emplearon las reservas en efectivo propias de Irlanda y, en todo momento, los bancos irlandeses contaron con el apoyo del BCE.

El principal objetivo de la maniobra fue restaurar "la confianza y la estabilidad financiera". Además, incluía "planes para reestructurar el sistema bancario irlandés y salvaguardar las finanzas públicas", así como "reformas para restaurar el potencial de crecimiento de largo plazo".

En el diagnóstico de la economía, resaltaba que los bancos irlandeses estaban en el centro de la crisis. Los préstamos masivos habían expuesto al sistema al mercado inmobiliario, el cual aún tenía que estabilizarse, pues los precios habían caído 36% desde su pico en 2008. Para dimensionar con mayor objetividad el problema que se presentaba, cabe mencionar que en el pico del *boom*, los activos de los bancos sumaban un monto cinco veces superior al PIB irlandés, y los préstamos hipotecarios representaban el 30% del total en 2006. El daño sufrido por los bancos irlandeses fue enorme. A ello se sumó la pérdida de depósitos y fondos del mercado, lo que hizo necesario que los bancos irlandeses recurrieran masivamente al financiamiento del BCE.

El paquete del rescate tenía tres objetivos:

1. Identificar los bancos que seguían siendo "viables" y regresarlos a un estado saludable a través de un proceso de reorganización y redimensionamiento para hacerlos más pequeños.

2. Recapitalizar los bancos y fomentar que recurran a depósitos y financiamientos basados en el mercado.
3. Fortalecer la supervisión bancaria e introducir una estructura de resolución de conflictos bancarios. El gobierno nacionalizó cinco de las seis instituciones más importantes con la esperanza de reorganizarlas, mantenerlas funcionando y, después, volver a hacerlas públicas.

9. Las políticas instrumentadas en Irlanda para impulsar la recuperación económica y sus resultados

El gobierno irlandés fue uno de los primeros, entre los países europeos afectados por la crisis de la deuda soberana, en consolidar una política fiscal sana. En noviembre de 2010, motivado por fuertes presiones políticas internas y la influencia del Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, el gobierno puso en operación un plan nacional de recuperación orientado a restaurar las finanzas públicas y disminuir el déficit fiscal hasta alinearlo con el objetivo establecido para los miembros de la UE: 3% del PIB para 2015.

Este plan implicaba un ajuste presupuestario con cortes de 10 mil millones de euros en el gasto público y 5 mil millones de incremento en impuestos. Se planteó la necesidad de que el Impuesto al Valor Agregado registrara un incremento hasta alcanzar 23% en 2014, y se propuso incrementar los impuestos a la propiedad y la tarifa del servicio de agua potable.

El sector público se comprometió a ahorrar 15,000 millones de euros (9% del PIB) en el periodo 2011-2014, y los resultados fueron muy favorables, pues tan solo en 2011, se logró un ahorro de 6,000 millones de dólares. Dos terceras partes de ese monto provenían de la reducción del gasto público y de los beneficios de la seguridad social. A su vez, para elevar el ingreso gubernamental, se propuso ampliar la base impositiva, incrementar los impuestos y hacer progresivo el Impuesto Sobre la Renta, ya que, hasta antes de la crisis, 45% de los hogares irlandeses no lo pagaban.

Hasta la primavera de 2012, el gobierno de Irlanda había gastado poco más del 66% de los 67.5 mil millones de euros de la línea de crédito diseñada para financiarlo hasta 2013.[15]

En su carta de intención de junio de 2013, el gobierno estableció que la economía crecería al 1.3% en 2013, pero solamente logro crecer en 0.59 % y fue necesario llevar a cabo un reajuste en el pronóstico de 2014, desde una estimación de 2.14% a tan solo 1.75%. El déficit fiscal se mantuvo en -5.12% del PIB para el 2013, y en el

[15] El 22 de diciembre de 2010, el FMI anunció en "Survey online" que se apoyaría el rescate financiero IMF-EU de Irlanda. El acuerdo establecía lo siguiente: identificar problemas y sanear las finanzas públicas; volver a la ruta del crecimiento económico; identificar los bancos rescatables y reorganizarlos; recapitalizar los bancos y estimularlos a fincar su actividad en depósitos y financiamiento basado en el mercado; fortalecer la supervisión bancaria e introducir una estructura de resolución de problemas bancarios.

2014 se espera sea de -3.56%. En relación a la deuda pública como porcentaje del PIB en el 2013 fue de 123.34 % y para el 2014 se espera que cierre en 120.97%.

Los avances en la disciplina fiscal han sido muy importantes y, sin embargo, la plena recuperación de la economía estará condicionada en el mediano plazo por la cabal recuperación del sistema bancario. La posibilidad de retomar la senda de crecimiento que había experimentado el país hasta antes de la crisis solo será posible en la medida en que tanto autoridades como intermediarios bancarios logren ponerse de acuerdo en esquemas regulatorios apropiados para evitar la recurrencia de las causas de la crisis en Irlanda, con respeto a la libertad de acción necesaria para que los bancos cumplan su función de promotores de la inversión y el consumo.

10. La Crisis Financiera en Portugal y España

10.1 Antecedentes

Las crisis financieras casi simultáneas que se presentaron en Portugal y España, cuyos síntomas iniciales se observaron durante los primeros meses de 2009, pero mostraron toda su intensidad en 2011, tuvieron algunos orígenes comunes, aunque también presentaron diferencias notorias debido a las particularidades de sus condiciones políticas y económicas.

Ciertamente, los orígenes de esta crisis van más allá de 2007 y la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Existían otros elementos que "avisaban" de un colapso potencial de las economías de la eurozona, en particular de España y Portugal, que desde fines de la década de los 90 empezaron a experimentar una mejoría económica sustancial al ingresar a la Unión Europea y adoptar el euro como moneda corriente en 1999.

10.2 La Crisis Financiera en Portugal

La Crisis de la Deuda Soberana de Portugal tuvo numerosas similitudes, pero también importantes diferencias, con respecto al caso español. Portugal había mostrado una notable mejoría económica a partir de 1994 con la Revolución de "Los Claveles", movimiento político que impulsó la democracia en el país. Esa evolución, que se mantuvo hasta 2010, se había reflejado también en el ámbito social: mejor nivel de vida, un sistema de educación más efectivo, mayor eficiencia de las instituciones gubernamentales y sus programas, fomento a la innovación y al emprendedurismo. Todo lo anterior trajo como resultado el incremento de las exportaciones y, por consiguiente, una tendencia positiva en su balanza comercial. Al comenzar 2010, Portugal contaba con una posición fiscal y financiera más sólida que muchos otros países de la eurozona.

No es sencillo explicar cómo un país con logros tan importantes y consistentes pudo, en un plazo tan breve, pasar a una situación de profunda crisis económica.

Al comenzar 2010, la Crisis Financiera originada en el mercado de Hipotecas de Baja Calidad en Estados Unidos ya se había extendido a otras regiones del planeta. En 2009, se manifestaron en Europa los primeros síntomas de una grave crisis fiscal y financiera que afectaba a varios países. El mecanismo de contagio había actuado vía los portafolios de títulos de los grandes bancos europeos, los cuales comenzaron a tener problemas con las inversiones respaldadas con hipotecas adquiridas en Estados Unidos, al tiempo que algunos países europeos manifestaron su limitada capacidad para hacer frente a los pagos de su deuda soberana debido a las dificultades asociadas a la desaceleración económica y la reducción de ingresos fiscales.

El reconocimiento de que el saldo la deuda soberana de Grecia era mayor que el originalmente reportado y que los problemas del sector de bienes raíces en Irlanda habían requerido la intervención de su gobierno para evitar el colapso de sus principales bancos había aumentado la presión de los mercados financieros sobre Portugal y España. El riesgo de insolvencia dio lugar a una gran incertidumbre. Basta recordar que los bancos franceses le habían prestado a España el equivalente al 9% del PIB de Francia, que los bancos holandeses le habían prestado el equivalente al 16.4% de su PIB nacional, que los bancos portugueses le habían prestado el 13% del PIB de su país. Y, por si fuera poco, que la banca alemana tenía invertido el 12% del PIB nacional en Irlanda y España, que los dos bancos más grandes de Inglaterra habían prestado el equivalente al 9.4% del PIB de su país a Irlanda y el 5.7% a España (Lenzner, 2011).

La Comisión Europea y las mayores agencias calificadoras tenían la percepción de que existía una probabilidad muy alta de que tanto Portugal como España cayeran en incumplimientos de sus compromisos externos. Sin embargo, el caso más preocupante era el de Portugal; por ese motivo, la Comisión Europea exigió al gobierno de ese país la aplicación inmediata de medidas radicales de austeridad económica. Por lo que respecta a las agencias calificadoras, bajaron rápidamente la calificación de la calidad crediticia de los bonos de deuda del gobierno portugués. Esa decisión fue posteriormente muy criticada por los analistas portugueses porque los aspectos fundamentales de la economía de su país reflejaban otra realidad en ese entonces. No obstante, las predicciones implícitas en las calificaciones crediticias se sustentaban en la delicada situación política prevaleciente en Portugal.

Desde 2009, el país había estado gobernado por una minoría socialista encabezada por el presidente Aníbal Cavaco Silva, quien tuvo que negociar tres diferentes Pactos de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en un mismo año. Impuestos por la Comisión Europea, cada uno de ellos fue más radical que el anterior en términos de las medidas de austeridad (Magone, 2011).

El primer pacto, conocido como "PEC I", fue presentado por el gobierno en marzo de 2010. Entre sus medidas de austeridad y búsqueda de recursos adicionales, incluyó una tasa impositiva a 45% para las personas del estrato más alto de ingresos y la edad para el retiro pasó de 62 a 65 años. El objetivo era disminuir el déficit presupuestal de 9.3% en 2009 a 2.8% en 2013 y así evitar la presión externa. Lo

anterior provocó una fuerte reacción por parte de las principales centrales obreras y de los partidos de oposición (Magone, 2011).

Después de arduas y acaloradas negociaciones, la Asamblea de la República Portuguesa aprobó el 29 de marzo de 2010 el "PEC I", lo que dio al gobierno la esperanza de haber encontrado un camino para salir de la crisis. Sin embargo, el 11 de abril de 2010, apenas 13 días después de la aceptación del "PEC I", la Comisión Europea solicitó al gobierno aplicar nuevas medidas de austeridad con el propósito de lograr ese mismo año la reducción del déficit presupuestario hasta el 1% del PIB. En consecuencia, el gobierno se vio forzado a discutir y aprobar un nuevo pacto llamado "PEC II".

Las medidas más radicales del "PEC II" fueron el incremento del Impuesto al Valor Agregado, así como el recorte de los privilegios de los empleados del sector público. Nuevamente, después de varias sesiones de negociación, el "PEC II" fue aprobado por la Asamblea de la República Portuguesa el 11 de junio de 2010 y entró en vigor el primero de julio del mismo año. En aquellos momentos, el pueblo portugués, que había sido severamente golpeado por las medidas de austeridad, creía que había llegado al límite de sacrificios, pero unos meses después, en noviembre, la Comisión Europea volvió a exigir la aplicación de medidas adicionales de austeridad, y fue así como nació el "PEC III".

El nuevo pacto planteaba el incremento general de los impuestos y la cancelación de los beneficios fiscales. Además, puntualizaba que todas estas medidas fiscales se debían incluir en el presupuesto de 2011. Esto provocó una enorme cantidad de protestas de la oposición y de las centrales obreras, lo que culminó en el estallido de una huelga general el 24 de noviembre de 2010. El gobierno minimizó la dimensión del paro y desmintió los datos proporcionados por las centrales obreras. A pesar de la huelga, y aprovechando el abstencionismo del Partido Social Demócrata en el Congreso, el "PEC III" fue aprobado el 26 de noviembre.

Mientras negociaba pactos de austeridad, el gobierno portugués se vio involucrado en episodios de corrupción relacionados con sobreprecios de obras públicas y pagos excesivos a grupos de asesores. También fue señalado por el crecimiento desmedido de la burocracia. Y trascendió su intención de obtener el control de TVI, el canal de televisión privada más crítico del gobierno. Se dijo que pretendía hacer la adquisición a través de la cadena estatal Portugal Telecom mediante tráfico de influencias y actos de corrupción (Magone, 2011).

Durante las últimas dos semanas de diciembre de 2010 y las primeras tres de enero de 2011, se llevaron a cabo las campañas políticas para la elección presidencial que tendría lugar el 23 de enero de 2011. Los resultados favorecieron al presidente Aníbal Cavaco Silva, quien fue reelegido para un segundo mandato. Este resultado mostró claramente la debilidad de todas las fuerzas políticas del país. Aun así, Cavaco decidió nombrar como primer ministro al principal líder de la oposición, Pedro Manuel Passos Coelho, quien ha jugado un papel preponderante en la implementación del plan de estabilización (The World FactBook, 2012).

Para Robert Fishman (*op. cit.*), "Portugal fue víctima de sucesivas oleadas de especulación llevadas a cabo por operadores del mercado de renta fija, agencias calificadoras y de especuladores".

10.3 El rescate de Portugal

El 7 de abril de 2011, el primer ministro José Sócrates presentó formalmente una petición de apoyo económico a la CE –a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera– y al FMI. Así, Portugal se convirtió en el tercer país de la eurozona que solicitó ayuda internacional para superar sus dificultades. Después de intensas y largas negociaciones, el Consejo de la Unión Europea emitió el 17 de mayo de 2011 un comunicado para informar que en la reunión del Consejo para Asuntos Económicos y Financieros de ese organismo se tomó la decisión de garantizar la asistencia financiera a Portugal (Council of the European Union, 2011).

En el Memorando de Entendimiento (MOU), el Consejo de la Unión Europea definió las condiciones precisas para el otorgamiento de los apoyos financieros aprobados para Portugal. El paquete total de créditos ascendió a 78,000 millones de euros, recursos que serían canalizados a través de tres instancias: el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. La ayuda se condicionó a la ejecución de un estricto programa de política fiscal y económica con vigencia de tres años. Este plan contemplaba un apoyo extraordinario de hasta 12,000 millones de euros, por parte del Banco Central Europeo, en caso de que las condiciones del mercado no fueran favorables para alcanzar los resultados esperados (Council of the European Union, 2011).

El programa aceptado por el gobierno portugués incluía los siguientes puntos:

- Reformas estructurales para incrementar el potencial de crecimiento, crear empleos e impulsar la competitividad.
- Consolidación de una estrategia fiscal, basada en un mayor control fiscal de las inversiones mixtas público-privadas del Estado, para disminuir la razón Deuda Pública-PIB hasta llegar a 3% del PIB en 2013.
- Implementación de una estrategia en el sector financiero basada en la recapitalización y el desapalancamiento.

10.4 Las políticas instrumentadas en Portugal para impulsar la recuperación económica y sus resultados

De 2011 en adelante la política fiscal ha tenido un efecto contraccionario y procíclico, resultado de los cambios comprometidos por Portugal con el Consejo de la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo ese año, y que le dieron acceso a 78 mil millones de euros para resolver sus problemas inmediatos.

Los compromisos adquiridos a cambio del rescate incluyeron una reducción del gasto social y militar, impuestos a los salarios más altos, aumento del IVA, la congelación de los salarios de los funcionarios públicos e, incluso, una rebaja salarial. Aunado a la privatización de bienes públicos y la congelación de pensiones dio como resultado una marcada disminución del gasto público y los consecuentes efectos en términos de demanda agregada. Sin embargo, a pesar de las exigentes medidas de austeridad, el nivel de la deuda pública continuó elevándose y alcanzó 123. 6% del PIB a fines de 2013.

Aunque las medidas de austeridad fiscal apuntan en la dirección correcta, el comportamiento de la economía no ha logrado revertir la tendencia contraccionista observada desde 2010. Tanto el consumo privado como la inversión han sufrido mermas importantes, en buena medida explicada las por la disminución del ingreso personal disponible y por un franco deterioro de las condiciones del mercado laboral. No obstante, el sector externo ha comenzado a mostrar una mejoría y para el año 2012 registró un superávit de 0.8 por ciento del PIB como saldo neto de la agregación de la cuenta corriente de la cuenta de capital, un resultado altamente favorable después de los resultados de los años 2010 y 2011 (9.4% y 5.8% de déficit, respectivamente), aún más importante si se toma en cuenta la continua contracción de la demanda global a lo largo del periodo.

De lograrse prácticamente un equilibrio de la cuenta corriente, evento sin precedentes durante las últimas décadas para la economía portuguesa, la disminución de los requerimientos de financiamiento externo de la economía fueron un reflejo del incremento en la tasa de ahorro doméstico y, en menor medida, de una reducción de la tasa de inversión.

A fines del año 2013 las condiciones del mercado laboral que habían empeorado significativamente con respecto al año anterior, reflejando el comportamiento de la actividad económica. La tasa de desempleo alcanzó un nivel de15.7 por ciento, 3 por ciento más alta que el año anterior. Pero al desagregar por segmentos de la población se registró un desempleo de 37.7% entre los jóvenes, un incremento de casi 8% con respecto al año 2011.

El proceso de ajuste que vive la economía portuguesa en los años recientes es muy diferente de los que tuvieron lugar durante los años 1970 y 1980. La capacidad de absorción del desempleo dependerá de la extensión y velocidad con la que se lleven a cabo los ajustes estructurales y la reasignación de recursos, principalmente la inversión extranjera directa, para promover la modernización de la producción de bienes "comerciables" y hacerla competitiva. Sin embargo deberá ser un proceso gradual, lastrado por la existencia de muy altos niveles de endeudamiento público y privado. La corrección de los desbalances acumulados, en paralelo con la reestructuración de sectores y empresas, es un reto que enfrentan varias economías europeas. Si los problemas de competitividad no se resuelven, el crecimiento potencial podrían desaprovecharse y resultar mayores asimetrías en los niveles de ingreso *per cápita* entre países de la Eurozona.

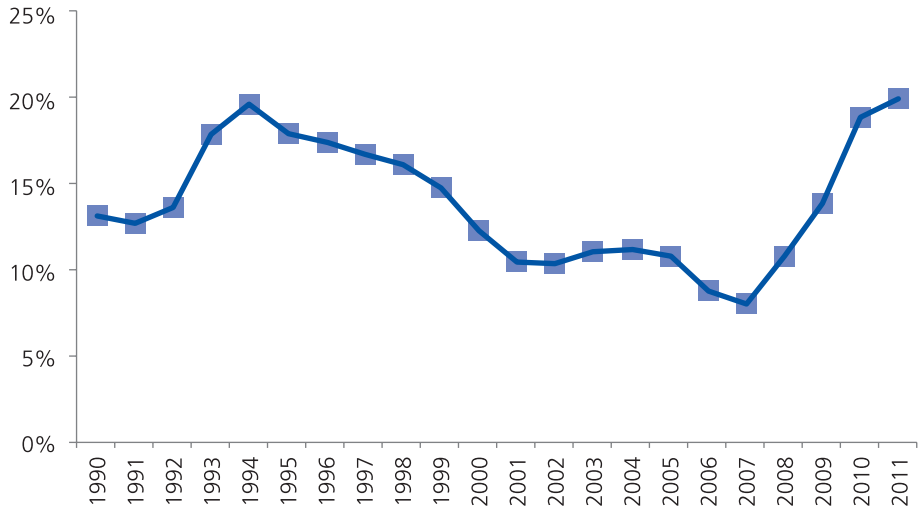
La dinámica de las economías nacionales dentro en una unión monetaria es similar a las características de divergencias internas regionales dentro de un mismo país, pero agravadas por la falta de una política fiscal integral y por la persistencia de dificultades en la movilidad de algunos factores de producción. En este contexto, el deterioro de la economía portuguesa podría tener impactos de largo plazo sobre el crecimiento potencial, materializados en forma de una reducción del *stock* de capital, la depreciación del capital humano entre los trabajadores desempleados, y la emigración de los jóvenes bien educados.

10.5 La Crisis Financiera en España

España vivió una "década dorada" entre 1997 y 2007, periodo durante el cual logró un crecimiento económico espectacular. Uno de los logros más importantes fue la disminución sustancial del desempleo. De hecho, "uno de cada tres empleos creados en la Unión Europea en el periodo 2000-2007 era en España" (EEAG Report, 2011). Además, se experimentó una mejoría en las prestaciones laborales, así como el desarrollo de una pujante industria de la construcción y el crecimiento del sector bancario. Cabe señalar que BBVA y Santander, los dos grupos financieros más grandes de España, expandieron sus operaciones en el extranjero.

Fue notable el descenso sostenido de la tasa de desempleo entre 1994 y 2007. Pero a partir de 2008, la tendencia se revirtió, y en 2010 alcanzó los elevados niveles que había tenido en 1993 (**gráfica 1**).

Gráfica 1
Tasa de desempleo en España

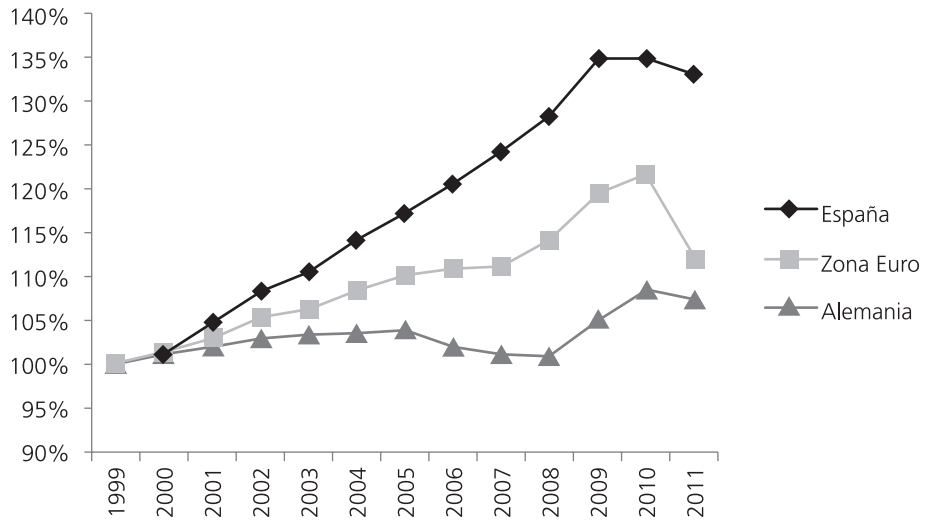


Fuente: OCDE, 2013. Elaboración propia.

Un problema directamente asociado a la expansión económica fue el incremento del costo de la mano de obra. En la siguiente gráfica se puede apreciar que, a partir de 2004, el Índice de Costo Laboral de España se dispara por encima del costo promedio de la eurozona, y la diferencia es más marcada con Alemania. Aunque una interpretación de esta variable sugiere que los trabajadores españoles mejoraron su nivel de ingresos, esto trajo como consecuencia una paulatina disminución de la competitividad, lo cual se vio reflejado en un deterioro de su balanza comercial frente al exterior.

Otro factor relacionado con la pérdida de competitividad fue la inflación doméstica, que permaneció muy alta (comparada con la de la eurozona) y se combinó con el aumento del costo laboral unitario (**gráfica 2**) para mermar de manera sostenida la competitividad de las exportaciones españolas.

Gráfica 2
Costo Laboral

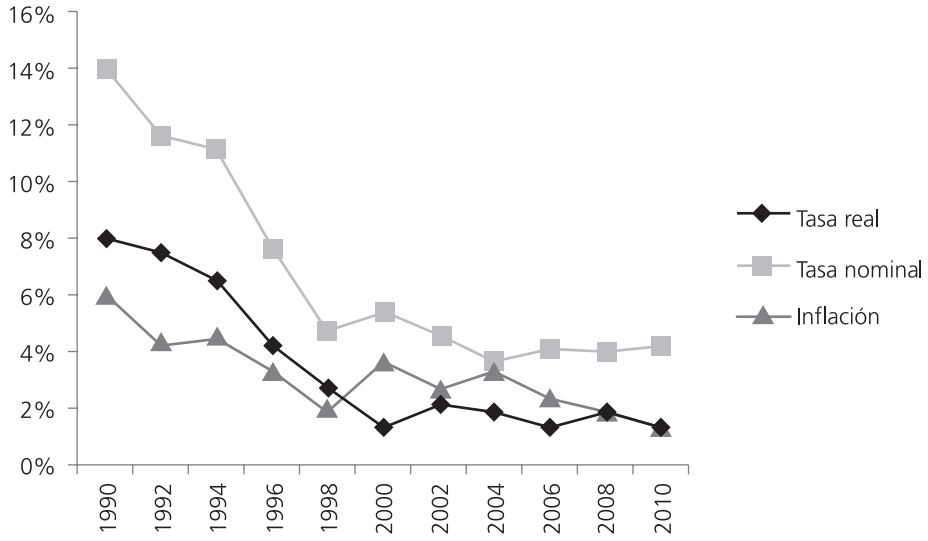


Fuente: OCDE, 2013. Elaboración propia.

Además de los beneficios que obtuvo España al integrarse a la eurozona, como los subsidios para el desarrollo de su infraestructura y su sistema educativo, lo que propició la expansión económica entre 1997 y 2007 fue el hecho de que el gobierno, las empresas y los bancos españoles tuvieron acceso al abundante *pool* de recursos disponibles en los mercados financieros europeos y que tenían a su disposición créditos con tasas de interés similares a las de los países más industrializados de Europa. Además, la eliminación del riesgo por tipo de cambio al adoptar el euro y la credibilidad del compromiso del Banco Central Europeo con respecto al control de cualquier brote inflacionario contribuyeron a eliminar la sobretasa previamente exigida por los mercados financieros.

La **gráfica 3** muestra la evolución de las tasas real y nominal durante un periodo de 10 años, así como la inflación en España durante el periodo 1991-2010. Se puede identificar que existieron periodos en los que la inflación superó a la tasa real; también se aprecia el proceso de convergencia entre las tres tasas a partir de 1999 al entrar en operación el euro como moneda corriente.

Gráfica 3
Tasas Real y Nominal a Plazo de 10 Años e Inflación en España



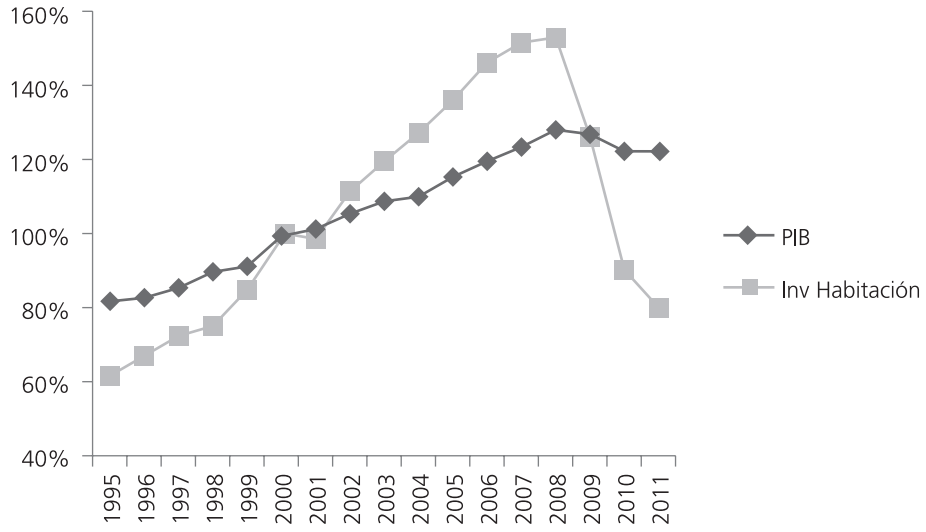
Fuente: OCDE, 2013. Elaboración propia.

La abundancia relativa de crédito barato favoreció el relajamiento de los requisitos bancarios para otorgar financiamientos. La mayor parte de los préstamos fueron canalizados al segmento de hipotecas, y esto generó mayor demanda de bienes inmuebles, lo cual provocó una elevación sostenida de los precios que daría lugar, eventualmente, a la clásica burbuja. En 1999, el crédito destinado a las empresas constructoras representaba el 23.17% del total destinado a los sectores productivos. Pero en 2007, ese porcentaje subió a 48.45%, hecho que aumentó considerablemente la exposición de las instituciones financieras al riesgo crediticio (Colom, 2012).

No obstante, el sector de la construcción fue una piedra fundamental para el desarrollo económico de España entre 1997 y 2007. Su impresionante expansión puede dimensionarse mejor al considerar que la actividad de este sector llegó a crecer hasta 1.4 veces más que el PIB en 2007. Ese comportamiento comenzó a observarse claramente a partir del año 2000, como puede apreciarse en la **gráfica 4**, donde también es notorio el desplome en 2008, cuando inicia el estallido de la burbuja inmobiliaria.

La gráfica muestra el aumento de la inversión en la construcción de vivienda como porcentaje del crecimiento del PIB.

Gráfica 4
Índice de la Inversión en Vivienda vs. Índice del PIB en España
(Base año 2000=100%)

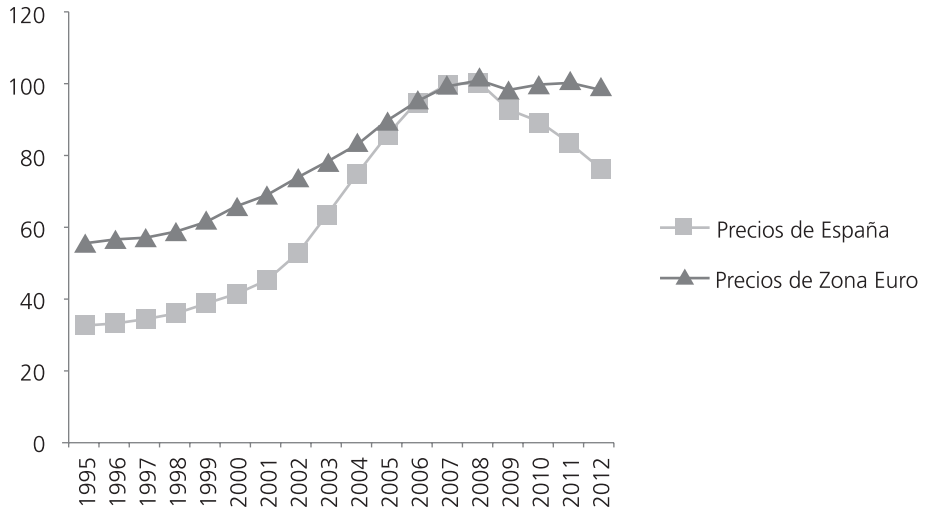


Fuente: OCDE, 2013. Elaboración propia.

Pero el acelerado aumento de los precios de las propiedades inmobiliarias no podía sostenerse mucho tiempo. La creciente demanda se explicaba por los altos niveles de ingresos de la población y el abatimiento del desempleo, pero también, en muy buena medida, por la voracidad de los inversionistas que apostaban a la plusvalía de las propiedades –como suele suceder en toda burbuja especulativa– asumiendo que esa tendencia al encarecimiento no tenía límite.

La burbuja inmobiliaria elevó los precios de la vivienda de manera impresionante. Al tomar como referencia 2007=100%, los precios tenían un nivel promedio de 34.29% en 1997. Esto quiere decir que la vivienda experimentó un incremento de 292% en 10 años; pero en 2012, los precios bajaron 76.5% al estallar la burbuja inmobiliaria, quedando en un nivel similar al de 2004. Para la zona euro en su conjunto, la variación de precios fue de 57.48% en 1997 con respecto al 100% de 2007, y de 99.22% en 2012 (Banco Central Europeo, 2012).

Gráfica 5
Precios de la vivienda en España vs. la zona euro



Fuente: Banco Central Europeo, 2012. Elaboración propia.

A partir del análisis anterior, resulta difícil comprender cómo fue posible que un país que parecía reunir todas las condiciones para seguir creciendo, se haya colapsado en un periodo tan corto. ¿Cómo explicar la fragilidad de la economía española?

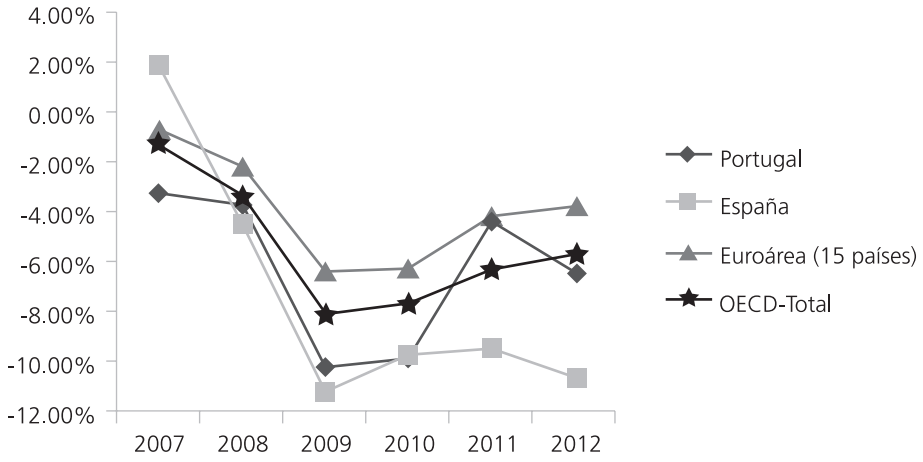
Ciertamente existieron numerosos factores que propiciaron ese desenlace. En primer lugar, las bajas tasas de interés provocaron que gran parte de los recursos disponibles se canalizaran a financiar la expansión de la industria de la construcción. De manera que al dejar de aumentar los precios de los inmuebles, comenzaron los problemas de créditos hipotecarios morosos e insolvencia de los acreditados, sobre todo de aquellos que habían especulado sobre la expectativa del aumento sostenido de los precios.

Con la desaceleración económica resultante de disminuir la construcción, aunada a la recesión económica que comenzaba a enseñorearse en Estados Unidos y en el resto de los países de la eurozona, los bancos españoles comenzaron a sufrir pérdidas.

El gobierno español echó mano de las principales herramientas de política económica y comenzó a utilizar el gasto público para paliar la desaceleración, pero fue necesario recurrir a la deuda gubernamental colocada entre bancos e inversionistas extranjeros. Para ofrecer un punto de referencia que permita dimensionar la importancia del gasto público en ese intento de revertir la crisis, basta recordar que España pasó de un superávit fiscal del 1.9% del PIB en 2007, a un déficit del 11.2% en 2009. Y el déficit seguía siendo alto en 2012: 10.6%. La gravedad del problema que enfrentaron las finanzas públicas de España durante el periodo citado resulta

más evidente al contrastar sus cifras con las de los demás países de la eurozona, de Portugal y de los países miembros de la OCDE.

Gráfica 6
Déficit Fiscal como Porcentaje del PIB en España y Portugal



Fuente: OECD, 2013. Economics: Key tables. Elaboración propia.

Un último elemento que ayuda a comprender la problemática de la sociedad española es la inmigración masiva. La demanda de mano de obra con bajos niveles de calificación que generó el rápido crecimiento del sector de la construcción actuó como un imán para la inmigración. A su vez, el gobierno aplicó una política laxa para la aceptación de inmigrantes, una estrategia lógica si se considera la baja tasa de natalidad del país. La población de España pasó de 39.4 millones de habitantes en 1991 a casi 46 millones en 2010, lo cual representó un incremento poblacional de más de 16% en solo 20 años (Instituto Nacional de Estadística de España, 2013).

Al explotar la Crisis Financiera en el mercado de Hipotecas de Baja Calidad en Estados Unidos, en España comenzaron a perderse millones de empleos. La crisis comenzó a manifestarse como un ajuste a la baja en la actividad de la industria de la construcción. En un primer momento se presentó una drástica disminución en el otorgamiento de crédito a las familias y a la pequeña empresa, tanto por parte de los bancos comerciales como de las cajas de ahorro. El gobierno, en su ámbito de competencia, siguió políticas de gasto público que propiciaron un mayor déficit fiscal, y muy pronto habrían de generar un complejo problema de solvencia.

A estos factores negativos se sumaron actos de corrupción política y la ya mencionada disminución de los niveles de competitividad y productividad del país.

Así las cosas, no había mucho margen de maniobra para cambiar el rumbo, por lo que unos años más tarde, en 2013, el país estaba sumergido en una profunda crisis económica y financiera que ha derivado en una crisis política.

La solución que el gobierno español intenta poner en marcha gira en torno a la austeridad fiscal mediante un recorte de gastos en seguridad social y los servicios de bienestar de la población, lo cual ha traído como consecuencia un fuerte rechazo por parte de la sociedad, en particular de los jóvenes, quienes ven amenazado y comprometido su futuro.

Para diciembre de 2012, la tasa de desempleo como porcentaje de la población económicamente activa había alcanzado un nivel de 25.1%. El desempleo afectaba a hombres y mujeres por igual, pero la situación era más crítica en el segmento de los jóvenes, como puede apreciarse en la **Tabla 4**.

Tabla 4
Tasa de Desempleo en España como Porcentaje de la Población Económicamente Activa (Diciembre de 2012)

Tasa de desempleo general	25.10%
Tasa de desempleo masculina	25.00%
Tasa de desempleo femenina	25.10%
Tasa de desempleo entre los jóvenes	51.60%

El contexto descrito representa un riesgo social debido a las cifras históricas que ha alcanzado el desempleo y al efecto de la recesión económica entre quienes comienzan su vida laboral. Pero lo que parece aún más grave es que, a la luz de las prioridades gubernamentales de control del déficit público y la balanza de pagos para cumplir los compromisos adquiridos con la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, es difícil anticipar una pronta recuperación del empleo. Por lo tanto, es razonable cuestionar la viabilidad de las medidas de austeridad como solución al problema social. El recorte de los subsidios a la seguridad social, a los servicios de salud y a la educación, entre otros, dará un respiro a las finanzas del gobierno de España para cumplir los compromisos contraídos con la Unión Europea. Sin embargo, pone en peligro el avance social, político y, sobre todo, educativo que había logrado alcanzar hasta 2008.

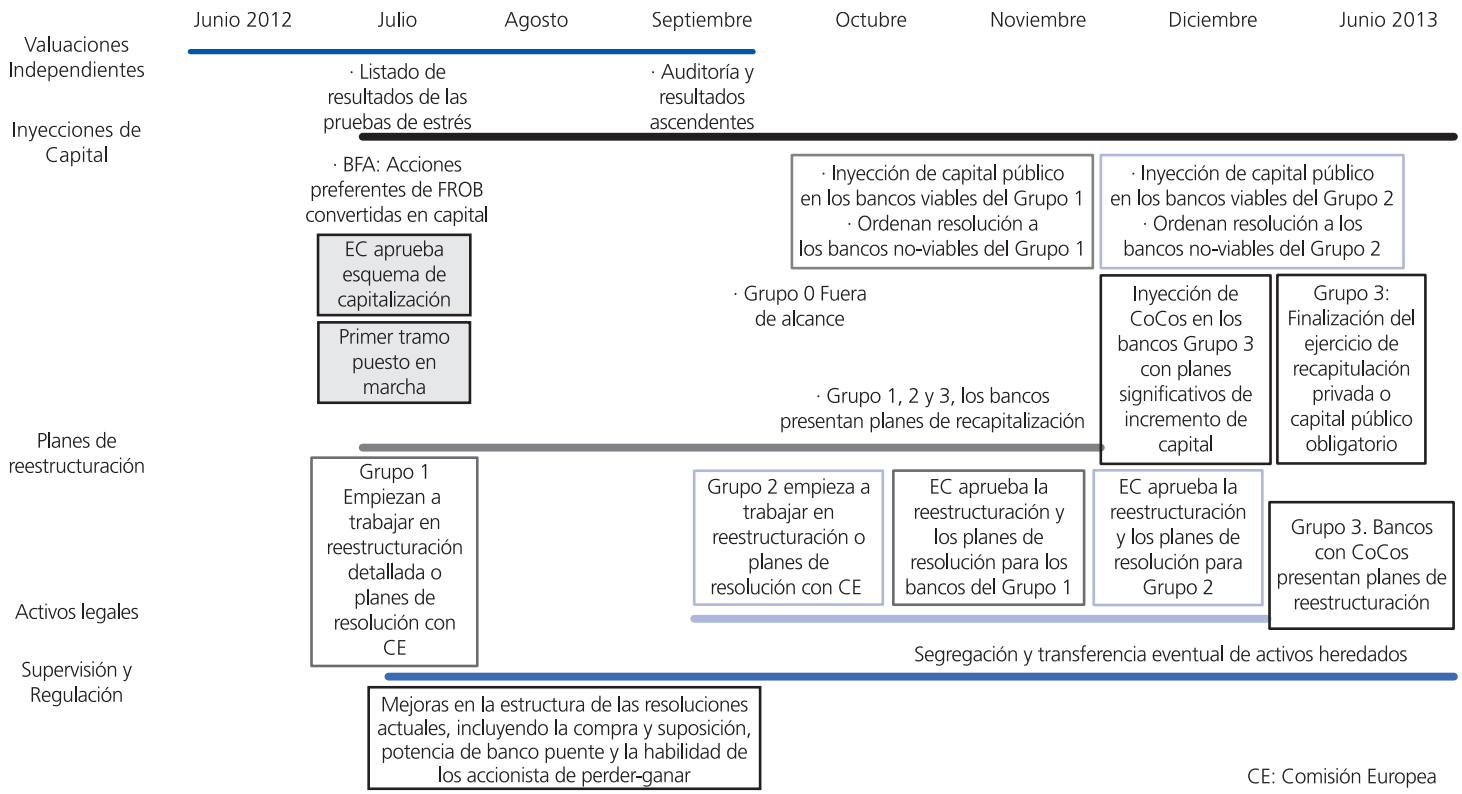
10.6 El rescate de España

El 25 de junio de 2012, España se convirtió en el cuarto país de la eurozona que solicitó formalmente asistencia financiera externa con el propósito de reestructurar y recapitalizar su sector bancario. Los términos y condiciones de la asistencia fueron negociados entre las autoridades españolas y la Comisión Europea, en coordinación con el Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea, con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional.

Las condiciones específicas contienen medidas que tienden a aumentar la capacidad de recuperación a largo plazo del sector bancario, restaurando así su acceso al mercado y su capacidad para hacer frente al *stock* de los bienes heredados de la explosión de la burbuja inmobiliaria. El acuerdo fue aprobado por la reunión del Eurogrupo y se firmó en Bruselas el 20 de julio de 2012. La asistencia asignada se canalizó a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés), el cual autorizó apoyos hasta por 100,000 millones de euros. En el Memorando de Entendimiento, se pedía revisar los segmentos vulnerables del sector financiero español considerando los siguientes tres factores:

- Determinación de los requerimientos de capital de cada banco con base en pruebas de estrés.
- Recapitalización y reestructuración ordenada de los bancos débiles tomando como base los resultados de las pruebas de estrés.
- Segregación de los activos deteriorados en los bancos que requieran apoyo público para su recapitalización, y su transferencia a una Compañía Administradora de Activos (AMC).

La ruta de reestructuración de la banca española quedó establecida en el siguiente plan de trabajo según el *Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality* del Consejo Europeo, con fecha del 20 de julio de 2012.



Grupo de Bancos:
· Grupo 0: Bancos sin déficit de capital están fuera del alcance
· Grupo 1: Bancos FROB (BFA, Bankia, Catalunya Caixa, NovaCaixaGalicia, Banco de Valencia): cuyas necesidades de apoyo estatal son ampliamente conocidas antes de la Prueba de Éstres y que necesitarían ser validados en esta base
· Grupo 2: Bancos con déficit de capital identificados por la Prueba de Estrés, sin posibilidades de incrementar el capital privado, y por lo tanto necesitarían recurrir al apoyo estatal
· Grupo 3: Bancos con déficit de capital identificados por la Prueba de Estrés, intencionados a incrementarlo de forma privada

10.7 Las políticas instrumentadas en España para impulsar la recuperación económica y sus resultados

Las respuestas del gobierno español ante la crisis fiscal provocada por los costos del rescate bancario y la profunda recesión económica asociada al problema se desarrollaron en varios frentes. Desde 2010 se estableció un ajuste en las pensiones de los jubilados, de tal manera que en 2010 permanecieron congeladas y, a partir de 2011, su crecimiento fue inferior a la inflación, excepto en el caso de las pensiones mínimas.

Los salarios de los funcionarios públicos también estuvieron sujetos a una reducción de 5% en 2011 y se han mantenido congelados desde entonces. El gasto público en materia de seguridad social que incluye los rubros de salud y educación también experimentó una reducción considerable después de 2010. A partir de 2011 se comenzaron a registrar incrementos en impuestos diversos, entre los cuales destacan los incrementos aplicados al impuesto al valor agregado, uno en 2012 y otro en 2013, así como el alza al impuesto sobre la renta de personas físicas, el cual registró cinco incrementos a partir de diciembre de 2011.

Una vez descontados los efectos extraordinarios de las ayudas a instituciones financieras, el año 2013 registró un déficit elevado de finanzas públicas equivalente al 6.6% del PIB, en condiciones de debilidad cíclica de la actividad económica y como consecuencia de la elevación de los pagos por intereses correspondientes a los apoyos extraordinarios obtenidos para hacer frente a la crisis bancaria.

Durante los últimos años, el ajuste fiscal ha sido muy importante y ha afectado considerablemente a distintos sectores de la sociedad, pero ha comenzado a dar resultados positivos al permitir una reversión del déficit fiscal español equivalente a 1.2% del PIB entre 2012 y 2013. Sin embargo, ahora queda un trecho largo por recorrer.

Los niveles de desempleo, sobre todo entre los segmentos de población de adultos jóvenes y adultos de más de 50 años aún mantiene niveles históricamente elevados, hecho que repercute sobre la economía familiar y sobre los niveles de consumo doméstico, actuando como un lastre para la recuperación económica, amén de los importantes costos sociales que implica.

El Banco Central de España ha ejecutado con precisión las directivas del Banco Central Europeo y tomado las medidas conducentes a crear un entorno más líquido y una disminución de las tasas de interés. Durante el primer semestre de 2014, las tasas de interés oficiales se recortaron en tres ocasiones, para alcanzar su cuota mínima histórica (0.15%). Paralelamente, se han dado importantes pasos adicionales como, por ejemplo, el diseño de una serie de operaciones singulares de financiación a largo plazo, diseñadas con el objetivo de promover el crédito bancario para las empresas y las familias.

Adicionalmente, se han intensificado los trabajos para diseñar un marco para las compras en firme de valores respaldados por activos y contribuir de esa manera a la liquidez del sistema y a la superación gradual de la segmentación de los mercados resultante de la crisis financiera. De este modo, el Banco Central ha contribuido a crear un entorno de liquidez, factor indispensable para la reactivación de la economía.

El esfuerzo continuo para moderar los costos laborales y los precios al consumo permitió mejorar la competitividad de las exportaciones españolas a lo largo de 2013. A pesar de lo anterior, la excesiva dependencia con respecto a la energía importada, ha impedido una mejoría más notable.

En cuanto a la situación y perspectivas del sector bancario español, el ejercicio 2013 representó la culminación de una importante reforma en el marco del programa de asistencia financiera negociado con las autoridades europeas durante el año anterior. Los resultados consolidados obtenidos por el sector bancario en 2013 alcanzaron una cifra positiva de 11,000 millones de euros, un fuerte contraste contra las pérdidas registradas durante 2012, explicadas principalmente por el gran esfuerzo de provisiones que realizaron los intermediarios.

Gracias a una importante recomposición de su cartera de créditos, mejoras importantes en la eficiencia, reajustes en la capacidad productiva mediante la reducción del número de empleados y de oficinas y otras muchas medidas administrativas, a lo largo de 2013, el sector bancario reforzó su solvencia y mejoró la *ratio* de capital principal del conjunto de las entidades del sistema de depósitos hasta 11.5%, dos puntos porcentuales por encima del reportado el año anterior.

La economía española se encuentra en camino de retomar el crecimiento. Pero los enormes daños causados por la crisis en los niveles de desempleo y el endeudamiento de los hogares ha sido de tal magnitud que su superación requerirá, probablemente, de varios años.

Aunque las medidas de promoción de la competitividad y de reducción del endeudamiento privado han dado estupendos resultados, deben continuar. El margen de maniobra para la instrumentación de políticas de apoyo a la demanda agregada es muy reducido ante la lenta recuperación de la economía y los gastos inherentes al rescate del sistema bancario. Éste es, posiblemente, el mayor reto que enfrenta acción económica del país en los años por venir.

El gobierno y el pueblo españoles deberán buscar los medios y estrategias para reiniciar el camino de la generación de riqueza y bienestar en un contexto de austeridad.

11.A manera de conclusión

Enseguida se presenta una tabla de los pronósticos macroeconómicos de la Comisión Europea para los países de la eurozona incluidos en este capítulo. En los casos de España, Portugal, Irlanda y Grecia, se espera un modesto crecimiento del PIB en 2014, y que sus niveles de inflación y desempleo empiecen a bajar, aunque de manera gradual.

Tabla 5
Desempeño macroeconómico 2011-2014 para Irlanda, Grecia, España y Portugal

	PIB Real. Invierno 2013. Pronóstico				Inflación. Invierno 2013. Pronóstico				Tasa de Desempleo. Invierno. 2013 Pronóstico			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Irlanda	1.4	0.7	1.1	2.2	1.2	1.9	1.3	1.3	14.7	14.8	14.6	14.1
Grecia	-7.1	-6.4	-4.4	0.6	3.1	1	-0.8	-0.4	17.7	24.7	27	25.7
España	0.4	-1.4	-1.4	0.8	3.1	2.4	1.7	1	21.7	25	26.9	26.6
Portugal	-1.6	-3.2	-1.9	0.8	3.6	2.8	0.6	1.2	12.9	15.7	17.3	16.8

Fuente: Tomado de la Comisión Europea y del European Economic Forecast (Invierno de 2013, pág. 1. Adaptación Propia).

La principal conclusión que puede extraerse de las experiencias de los países afectados por la Crisis de la Deuda Soberana es la gran dificultad que implica lograr una transición suave de un número tan grande de países hacia la integración de una zona económica que utiliza la misma moneda, sobre todo cuando dentro de la eurozona existen regiones con niveles de desarrollo económico tan disímbolas entre sí.

Además, los gobiernos nacionales se alejan de los compromisos contraídos con la autoridad supranacional (la Comisión Europea y el Parlamento Europeo), al no observar escrupulosamente los objetivos fiscales y monetarios establecidos como parte de las políticas de unificación económica.

Es evidente que la gran falencia del experimento europeo consiste en no haber trascendido de la primera fase del mercado único, con la introducción del euro, a una segunda fase —necesaria y urgente— de unificación fiscal.

Los intereses involucrados son muchos, comenzando por los de los políticos, cuya principal herramienta de gestión interna se ve acotada por el ejercicio de un presupuesto paneuropeo que prioriza los intereses comunes de la UE.

Los distintos niveles de desarrollo de los países responden a condiciones de índole geográfica y cultural que es difícil, aunque no imposible, homologar. Sin embargo, debe destacarse que la integración de una nueva Europa no es un proceso de corto plazo, y que los obstáculos potenciales son muchos.

Pero también es justo decir que la unidad europea y la comunidad de propósitos han sido claramente confirmadas durante los turbulentos años de la Crisis de la Deuda Soberana. Es muy factible que la experiencia sirva para redireccionar el proceso y avanzar en aquellos aspectos que son urgentes para asegurar la continuidad de la integración económica y, eventualmente, política de la Unión Europea.

Las lecciones sobre las debilidades del proceso de integración monetaria y de las posibles vías de solución, indudablemente pasarán a formar parte del acervo académico y de la praxis política.

Capítulo 5

Tendencias recientes de la crisis de la Eurozona y sus posibles impactos sobre las economías latinoamericanas

Alejandra Cabello
Universidad Nacional Autónoma de México
Raúl Moncarz
Florida International University
Edgar Ortiz
Universidad Nacional Autónoma de México

Introducción

La crisis que se gestó en 2007 y que aún impactaba a la economía mundial a fines de 2012, reveló las grandes limitaciones del complejo modelo de titularización y los subsecuentes riesgos y cracks bancarios y bursátiles que provocaron la mayor caída de la economía global desde la Gran Depresión de 1929.

Fundamentalmente, esta crisis demostró las limitaciones de un sistema de regulación inadecuado y fragmentado incapaz de responder a los embates de la especulación, a las subsecuentes quiebras bancarias, al excesivo endeudamiento soberano y a la deficiente administración fiscal de algunos países, particularmente de la eurozona (Machler, 2010).

Los complejos e indiscriminados procesos de titulación, la presencia de un débil y fragmentado marco regulatorio y los limitados alcances de las soluciones acordadas a nivel nacional e internacional propiciaron una "exuberancia irracional" en los mercados financieros mundiales, así como una euforia económica negligente por parte de empresas, bancos y gobiernos (Kouvelakis, 2012). Estos abandonos se manifestaron como una burbuja financiera en las inversiones de productos estructurados (fundamentalmente relacionados con los créditos ***subprime***), fragilidad de la producción y la inversión real, y débil administración fiscal.

Esta insostenible situación finalmente desató la Crisis Financiera aún irresuelta de 2007-2009. La recuperación posterior ha sido leve y ha estado plagada de preocupantes síntomas de una nueva crisis. Un importante epicentro de este problema es la eurozona debido a sus constantes déficit fiscales y al excesivo endeudamiento soberano, lo que ha provocado un pobre desempeño económico en la región y potenciales impactos negativos en otras áreas. Persiste una crisis de confianza en la economía y en las finanzas internacionales porque los políticos y los funcionarios vacilan en tomar decisiones para aclarar la situación en un mundo tibiamente comprometido con la responsabilidad de solucionar la crisis.

América Latina no está inmune al brote de una nueva crisis derivada de la débil recuperación de la eurozona y de la problemática que persiste en la región. Hay señales de síntomas de contagio debido a los vínculos económicos y financieros que existen entre los países europeos y latinoamericanos, y que eventualmente son canales de contagio.

A fin de evitar severas contracciones económicas y proteger el bienestar de las familias, es preciso definir la naturaleza y magnitud de la situación europea, así como los canales que podrían transmitir impactos negativos a América Latina. Para tal efecto, el presente trabajo revisa, en primer lugar, la frágil situación macroeconómica de la zona euro mediante el análisis de algunos indicadores macroeconómicos de varios países de la región y de Latinoamérica, en particular de las economías más representativas. En segundo lugar, se identifican algunos canales de contagio. El trabajo termina con una breve sección de conclusiones.

1. Magnitud de la crisis de la Eurozona

Importantes círculos económicos y políticos latinoamericanos muestran un marcado optimismo sobre el futuro inmediato de sus respectivos países. Ciertamente, las economías de América Latina han mantenido tasas de crecimiento positivas en su Producto Interno Bruto (PIB) y en otros indicadores macroeconómicos. Sin embargo, este optimismo es falaz. El crecimiento de la región ha tendido a ser irregular, excluyente e inequitativo. Y la adopción de políticas económicas restrictivas y procíclicas no ha contribuido a mejorar la situación. Balancear de manera forzada el presupuesto, mantener estrictas metas de inflación limitando el uso y la utilidad de la política monetaria y del tipo de cambio, y conservar abiertos los flujos de capital solo han logrado una superflua estabilización —pero creciente— de los precios.

Sin embargo, dichas estrategias, diseñadas e implementadas con diferentes matices por los gobiernos de la región en el contexto de la apertura y la liberalización, e inducidas por la globalización económico-financiera, han profundizado los déficits económicos y sociales. Incluso, la integración latinoamericana a los procesos globales ha profundizado sus grados de asociación con otros países de tal manera, que la sensibilidad de sus economías al entorno económico y financiero se ha incrementado.

En este contexto, la crisis de la eurozona puede convertirse en detonador de una profunda crisis en América Latina porque los lazos entre ambas regiones son significativos y existen canales de transmisión de la problemática. Las variables que dan cuenta de la grave situación de la eurozona son los patrones de crecimiento del PIB, la inversión real, el endeudamiento público, el déficit público y el desempleo.

La **tabla 1** resume las tendencias globales y regionales del PIB para el periodo 2005-20012. A nivel global, en términos reales, destaca la marcada disminución del crecimiento del PIB mundial, que pasó de 5.4% en 2007 a 2.81% en 2008, y un crecimiento negativo de -0.574% en 2009. El crecimiento de 5.13% en 2010 marcó una recuperación que no pudo ser sostenida, ya que el crecimiento del PIB global disminuyó a 3.83% y 3.28% en 2011 y 2012, respectivamente.

Tabla 1
Crecimiento del PIB (precios constantes /% de cambio)

Región/Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Global	4.556	5.254	5.412	2.801	-0.574	5.137	3.833	3.278
Economías avanzadas	2.633	3.029	2.795	0.055	-3.485	3.012	1.594	1.291
Zona del euro	1.698	3.249	2.981	0.366	-4.424	2.032	1.431	-0.413
G-7	2.332	2.594	2.26	-0.363	-3.842	2.78	1.421	1.444
Nuevas economías asiáticas industrializadas	4.832	5.797	5.861	1.803	-0.732	8.504	4.031	2.144
Otras economías avanzadas (excluyendo el G-7 y Zona del euro)	4.15	4.792	4.964	1.679	-1.168	5.871	3.227	2.064
Unión Europea	2.291	3.593	3.429	0.555	-4.214	2.055	1.594	-0.207
Economías emergentes y países en desarrollo	7.273	8.248	8.745	6.103	2.725	7.447	6.171	5.279
Europa central y del este	5.91	6.433	5.412	3.161	-3.619	4.593	5.273	1.986
Unión de Estados Independientes	6.713	8.818	8.957	5.351	-6.433	4.807	4.859	4.001
Asia en desarrollo	9.473	10.302	11.428	7.916	6.976	9.513	7.762	6.671
ASEAN-5	5.451	5.657	6.284	4.819	1.744	6.95	4.492	5.422
América Latina y el Caribe	4.694	5.66	5.795	4.246	-1.546	6.152	4.514	3.174
Medio Oriente y Norte de África	5.331	6.276	5.66	4.539	2.571	5.025	3.298	5.269
África Subsahariana	6.215	6.406	7.119	5.587	2.796	5.341	5.147	4.994

Fuente: IMF 2012. World Economic Outlook Database.

Los patrones globales se reproducen con mayor intensidad en las economías avanzadas y, en general, en la zona del euro. El crecimiento del PIB en las economías desarrolladas fue altamente negativo en 2009 (-3.48%), y más en los países de la eurozona (-4.4%). De hecho, el conjunto de estos países no se ha recuperado plenamente; en 2012, el PIB del área decreció -0.413%.

Llama la atención el hecho de que las economías emergentes, los países en vías de desarrollo y las naciones del Asia desarrollada mantuvieran altas tasas de crecimiento del PIB y casi siempre positivas durante el periodo 2005-2012. En 2007, el crecimiento del PIB en los países del Asia desarrollada superó los dos dígitos (11.3%), pero en el cenit de la crisis mundial en 2009, su crecimiento disminuyó a 6.97%. Y al igual que en la economía mundial, el PIB del Asia desarrollada se incrementó a 9.5% en 2010, pero dicho ritmo no pudo ser mantenido, y el indicador se ubicó en 6.6% en 2012.

América Latina mantuvo tasas de crecimiento positivas antes de la manifestación más severa de la crisis en 2009. Su tasa de crecimiento más alta (5.79%) tuvo lugar en 2007; el cambio del PIB en 2009 fue negativo (-1.54%), decremento más alto que el registrado en la eurozona. Las economías latinoamericanas se recuperaron en 2010, pero también tuvieron un declive en 2011 y 2012, cuando el crecimiento del PIB fue de 4.5% y 3.1%, respectivamente.

La **tabla 2** amplía el análisis anterior resaltando los cambios en el PIB de seis economías latinoamericanas y nueve de la eurozona, incluyendo estimados hasta 2017. Argentina tuvo el mejor desempeño del grupo latinoamericano durante el periodo 2005-2011. Sin embargo, de 2005 a 2009 mostró un constante decremento en el crecimiento del PIB; de 2008 a 2009 sufrió una dramática disminución de 6.8% a 0.90%; al año siguiente, la recuperación fue notable: 9.2%, y en 2011 declinó ligeramente a 8.9%, pero de 2013 a 2017 se espera un crecimiento moderado de alrededor de 4.0%.

Bolivia también ha mantenido tasas de crecimiento positivas de su PIB y se espera igual desempeño de 2013 a 2017. El crecimiento de su PIB disminuyó de 6.1 en 2008 a 3.4% en 2009. En los años siguiente recuperó su crecimiento y de 2013 a 2017 se esperan tasas de crecimiento positivas a un ritmo de 5.0%.

Aunque Brasil ha sido considerado un nuevo milagro y ejemplo en América Latina, las estadísticas reportadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) revelan tasas de crecimiento del PIB que se ubican entre 3.2% y 6.1%, menores al 8.0% generalmente reconocido. En 2009, disminuyó (-0.9%), y para el periodo 2013-2017 se esperan tasas positivas de alrededor de 4.2%.

En Chile se observa un comportamiento decreciente de 2005 a 2009, año en que su PIB bajó casi 1.0%. Su economía se ha recuperado manteniendo tasas de 4.6%.

El caso de México es inquietante debido a su importancia y potencial. Por su cercanía económica con Estados Unidos y sus crecientes relaciones con Europa, ha sido el país más afectado de América Latina. Su crecimiento histórico y estimado del PIB señala la permanencia de un crecimiento moderado y fragilidad económica. Es importante señalar que México fue el país más afectado por la crisis *subprime*: en 2008, el crecimiento de su PIB disminuyó a 1.2%, y en 2009, el decremento de -6.0% fue el mayor de América Latina. La recuperación económica vuelve a las tasas de crecimiento moderadas de 3.5%.

Perú presenta un cuadro positivo, tanto en términos históricos, como en sus proyecciones. Excepto por 2009, cuando el crecimiento de su PIB fue de solamente 0.9%, en los demás años, de 2010 a 2017, su crecimiento tiende a 6.0%.

Finalmente, Venezuela tuvo el crecimiento más alto del conjunto latinoamericano en los primeros tres años del análisis. No obstante, el crecimiento de su PIB presentó un

constante decremento, a tal punto que en 2009 fue de -3.2% y para 2010 se ubicó en -1.48%. En 2011, la recuperación fue significativa (4.17%), pero estuvo muy por debajo de los índices obtenidos de 2005 a 2008.

Como se resume en la Tabla 2, los países de la eurozona incluidos en el presente estudio han mantenido bajas tasas de crecimiento del PIB, y tuvieron tasas negativas en 2009. Más aún, contrario a lo que se cree y se espera, Alemania y Francia, las economías más fuertes de la zona euro, experimentaron altas tasas de crecimiento negativo en 2009: -3.1% y -5.1%, respectivamente. Y su recuperación también ha sido baja, ya que Francia tuvo una recaída del crecimiento del PIB a 0.1% en 2012 y un repunte creciente de 0.4% en 2013 a 1.9% en 2017. La recuperación de la economía Alemana, de 1.0% en 2010 y 2011, no ha sido suficiente para alcanzar tasas de crecimiento superiores a 1.5%.

En el caso de los países periféricos de la eurozona que padecen una situación crítica, el panorama es desalentador. Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España tuvieron un desempeño positivo relativamente alto de 2005 a 2007, alcanzando incluso tasas de crecimiento del PIB mayores a 5.0% en el caso de Irlanda. Pero, a partir de entonces, el índice de crecimiento disminuyó notablemente. De 2008 a 2012, Grecia mantuvo altas tasas de decremento del PIB, particularmente en 2011 y 2012, cuando se agudizó la crisis de la eurozona. En esos dos años, el PIB de Grecia disminuyó -6.9 y -6.0%, respectivamente. Paradójica y aparentemente, la recuperación de Grecia podría ser la más alta de la eurozona a partir de 2015, En Irlanda, las disminuciones del PIB se manifestaron en el periodo 2007-2009, siendo la de 2009 (-5.5%) la más negativa del periodo. Desde entonces, la economía irlandesa se ha recuperado, estimándose un crecimiento de entre 2.5% y 2.9% de 2014 a 2017.

El crecimiento del PIB de Italia ha sido bajo, irregular y, en varios años, negativo. En 2008 y 2009, el índice fue negativo: -1.2 y -5.6%, respectivamente. En 2011 se registró un crecimiento marginal de .04%, y en 2012, al igual que Grecia, Portugal y España, Italia presentó un crecimiento negativo de -2.3%.

España también presenta un panorama poco esperanzador. Las tasas de crecimiento positivas de 2005 a 2007 no se consolidaron, y en 2008 la economía permaneció estancada (0.9% de crecimiento). En los dos años siguientes, el PIB español decreció: 3.7% en 2009 y 0.3% en 2010. Hubo una leve recuperación en 2011, y en 2012 se registró nuevamente una tasa negativa (-1.5%). la recuperación económica será lenta y baja, alcanzando un crecimiento de solo 1.7% hacia 2017.

Portugal también tiene severos problemas económicos. Experimentó su tasa de crecimiento más alta en 2006 (2.4%). En 2009, el PIB tuvo un crecimiento negativo de -2.9%, y la recuperación de 2010 fue insuficiente, por eso volvieron los decrementos en 2011 y 2012 con -1.7% y -3.0%, respectivamente.

En Estados Unidos, donde surgió la crisis *subprime*, el PIB solo se vio mermado en 2008 y 2009 (-0.34% y -3.07%, respectivamente). En años previos, su desempeño

fue positivo, pero con tendencia descendente, lo cual auguraba la llegada de la crisis. Después de 2009, el crecimiento del PIB ha sido bajo y no ha alcanzado el nivel de 2005 (3.1%). Sin embargo, se espera que a partir de 2015 supere la tasa de 2005 y varíe entre 3.4% y 3.3%.

En resumen, las economías latinoamericanas han mantenido ritmos más altos de crecimiento y mayor estabilidad que los países de la eurozona. Durante los años pico de la crisis *subprime*, el crecimiento del PIB de los países de América Latina fue negativo, pero en menor medida que en los europeos, excepto en el caso de México, que registró la caída del PIB más drástica.

Adicionalmente, las economías latinoamericanas muestran una sólida –aunque no espectacular– recuperación, y se estima que la tendencia se mantendrá durante el periodo 2013-2017. Un caso aparte es México, ya que las proyecciones indican que su ritmo de crecimiento solo llegaría a 1.5% en 2016 y 2017. Por lo que respecta a los países europeos, destaca que después de la crisis *subprime*, su recuperación fue muy leve y no se consolidó, es por ello que experimentaron recaídas, especialmente en 2011 y 2012. Grecia, España, Italia y Portugal padecen los problemas más severos.

Finalmente, cabe destacar que Alemania y Francia también han mantenido un crecimiento bajo, y durante la crisis subprime, el decremento de sus PIB fue muy alto. Su recuperación económica empezó a manifestarse desde 2010, pero no ha sido considerable y ha tenido altibajos, situación que afecta al desempeño económico de toda la eurozona.

Tabla 2
Crecimiento promedio anual del PIB: América Latina, Eurozona y Estados Unidos (2005-2017)

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Estimados desde
Argentina	9.18	8.47	8.65	6.76	0.85	9.16	8.87	2.59	3.06	3.83	3.98	4.03	4.04	2010
Bolivia	6.82	2.8	5.33	6.15	3.36	4.13	5.17	5	5	5	5	5	5	2009
Brasil	3.16	3.96	6.09	5.17	-0.33	7.53	2.73	1.47	3.95	4.2	4.2	4.11	4.14	2011
Chile	6.31	5.83	5.21	3.07	-0.89	6.11	5.92	4.96	4.45	4.6	4.6	4.6	4.6	2011
México	3.18	5.15	3.24	1.19	-5.99	5.56	3.94	3.78	3.45	3.49	3.3	3.28	3.28	2011
Perú	6.83	7.74	8.91	9.8	0.86	8.79	6.91	6.05	5.8	6.05	6.01	6	6.02	2011
Venezuela	10.32	9.87	8.75	5.28	-3.2	-1.49	4.18	5.75	3.26	3.38	2.91	2.85	2.5	2010
América Latina*	6.54	6.26	6.6	5.34	-0.76	5.68	5.39	4.23	4.14	4.36	4.29	4.27	4.22	
Bélgica	1.75	2.67	2.88	0.99	-2.78	2.42	1.78	0.04	0.34	0.95	1.32	1.45	1.47	2011
Francia	1.83	2.47	2.29	-0.08	-3.15	1.66	1.69	0.12	0.37	1.11	1.48	1.74	1.86	2011
Alemania	0.84	3.89	3.39	0.8	-5.07	4.02	3.1	0.94	0.85	1.37	1.38	1.33	1.27	2011
Grecia	2.28	5.54	3	-0.16	-3.25	-3.52	-6.91	-6	-4	0	2.75	3.75	3.55	2011
Irlanda	5.88	5.4	5.45	-2.11	-5.46	-0.77	1.43	0.35	1.39	2.49	2.84	2.85	2.87	2011
Italia	0.93	2.2	1.68	-1.16	-5.49	1.8	0.43	-2.29	-0.73	0.5	1.2	1.4	1.4	2011
Portugal	0.78	1.45	2.37	-0.01	-2.91	1.4	-1.67	-3.01	-1.02	1.2	1.85	1.89	1.78	2011
Países Bajos	2.05	3.39	3.92	1.8	-3.67	1.63	1.09	-0.46	0.39	1.35	1.82	1.87	1.9	2011
España	3.59	4.08	3.48	0.89	-3.74	-0.32	0.42	-1.54	-1.32	1	1.55	1.7	1.73	2011
Eurozona**	2.21	3.45	3.16	0.11	-3.95	0.93	0.15	-1.32	-0.41	1.11	1.8	2	1.98	
Estados Unidos	3.07	2.66	1.91	-0.34	-3.07	2.39	1.81	2.17	2.12	2.94	3.36	3.41	3.33	2011

Fuente: IMF 2012. World Economic Outlook Database.
*América Latina: Promedio de los valores de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela.
**Eurozona: Promedio de los valores para Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, Países Bajos y España.

Aunque existe una relación circular entre el PIB y la inversión, esta última explica en gran medida los patrones de cambio del PIB analizados en la sección anterior. La Tabla 3 resume la evolución de las inversiones como porcentaje del PIB para las zonas económicas incluidas en la Tabla 3. Puede apreciarse que los países avanzados han bajado su inversión con relación al PIB. En el caso de la eurozona, disminuyó a 19.2% en 2010, después de haber alcanzado un coeficiente de 22.2% en 2008. Sin embargo, el Asia desarrollada mantiene una tasa alta y creciente de inversiones: pasó de 36.3% en 2005 a 42.4% en 2010. Las nuevas economías asiáticas industrializadas han mantenido su inversión en relación al PIB en un índice estable de 27.0%, aproximadamente.

Tabla 3
Coeficiente Inversión/PIB por región

Zona Económica	Inversión (% del PIB)		
	2005	2008	2010
Economías avanzadas	21.1	21	18.4
Zona del euro	20.9	22.2	19.2
G-7	20.2	19.7	17.3
Nuevas economías asiáticas industrializadas	26.1	27.6	26.4
Unión Europea	20.3	21.7	18.7
Economías emergentes y países en desarrollo	26.9	30.1	31
Asia en desarrollo	36.3	38.3	41.4
América Latina y el Caribe	20.4	23.8	21.8

Fuente: IMF 2012. World Economic Outlook Database.

Resalta el hecho de que las economías emergentes y los países en desarrollo han incrementado sus inversiones como proporción del PIB de 26.9% a 31.0%. En este contexto, América Latina y el Caribe muestran cierta estabilidad, aunque el coeficiente disminuyó ligeramente a 21.8% en 2010, lo cual es señal de cierta fragilidad en la región.

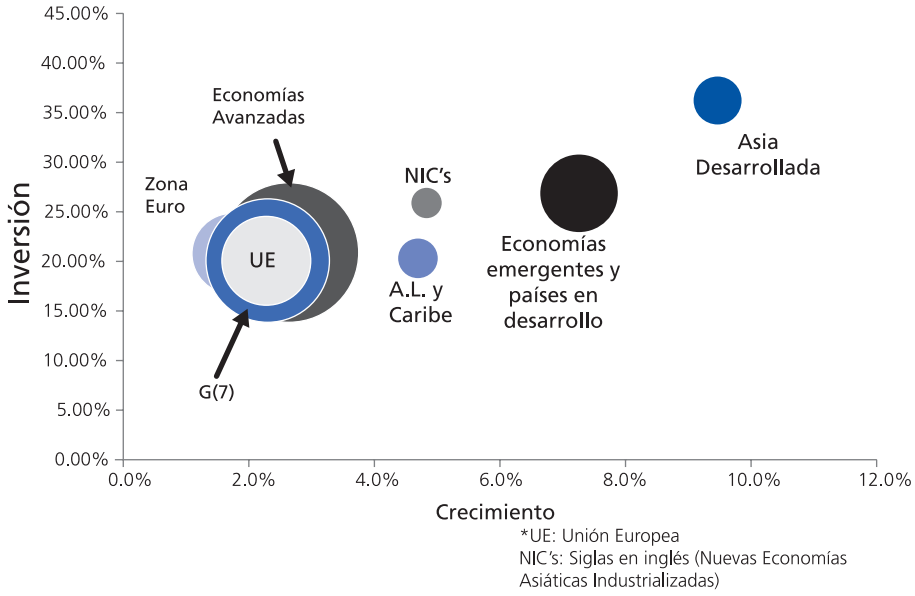
Los paneles de la **grafica 1** resumen esta situación. En el extremo inferior a la izquierda, en el panel A, correspondiente a 2005, se encuentran los países de la eurozona y los avanzados. Latinoamérica y el Caribe están a la derecha de estos países con una posición ligeramente mejor, y en el extremo superior derecho se ubican las relaciones inversión/PIB correspondientes a las economías del Asia desarrollada. Se aprecia el gran distanciamiento entre los coeficientes de la eurozona y el Asia desarrollada.

El panel B resume los coeficientes de las distintas regiones para 2008. Se observa la mejoría de los países de la eurozona y de América Latina y el Caribe, e igual mejora

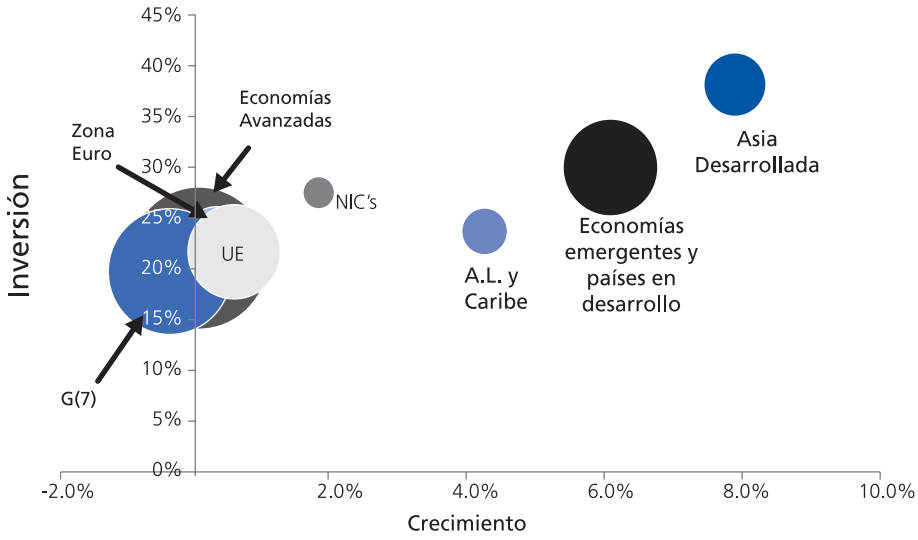
y distanciamiento del Asia desarrollada con respecto a las demás regiones. Estas tendencias se consolidaron en 2010 (panel C), destacando los países del Asia desarrollada, cuyo coeficiente de inversión/PIB supera en más del doble a los coeficientes de los países desarrollados y de la eurozona, y por casi el doble a los de América Latina y el Caribe. El análisis confirma el pobre desempeño de la eurozona en 2011 y 2012, así como la tendencia poco favorable proyectada para los próximos años.

Gráfica 1
Evolución de la relación entre Inversión y Crecimiento económico (2005, 2008 y 2010)

Panel A): Año 2005

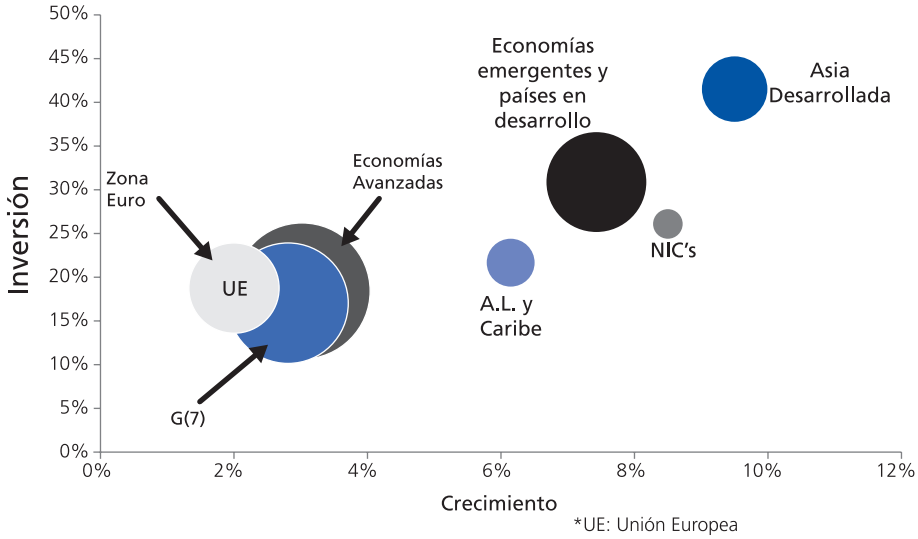


Panel B): Año 2008



*UE: Unión Europea
NIC's: Siglas en inglés (Nuevas Economías Asiáticas Industrializadas)

Panel C): Año 2010



*UE: Unión Europea
NIC's: Siglas en inglés (Nuevas Economías Asiáticas Industrializadas)

Fuente: IMF 2012. World Economic Outlook Database.

Los patrones de cambio de la deuda pública son un indicador adicional de la situación económica y las perspectivas de un país. La **Tabla 4** resume el porcentaje de este endeudamiento en relación al PIB y detalla la evolución del coeficiente durante el periodo 2005-2011 en las zonas analizadas para el presente estudio. Esta información revela una importante causa del pobre e incierto desempeño económico mundial de los últimos años, especialmente en los países desarrollados: predomina una tendencia creciente al endeudamiento.

En las economías avanzadas, el endeudamiento pasó de 79.3% en 2005 a 104.7% en 2011. En la eurozona, aumentó de 70.2% a 88.0%, y en los países del Grupo de los Siete (G-7), pasó de 88.1% a 119.9%. Las nuevas economías asiáticas industrializadas muestran un comportamiento similar, pero en niveles marcadamente más bajos: de 36.3% a 44.4% en el mismo periodo.

Finalmente, en las economías asiáticas desarrolladas, las economías emergentes y los países en desarrollo, y la región latinoamericana, la tendencia ha sido decreciente. En las economías asiáticas desarrolladas, la razón deuda interna/PIB decreció de 37.9% en 2005 a 35.0% en 2011; en las economías emergentes y en desarrollo, el cambio fue de 41.2% a 36.3%, y en América Latina se registró un cambio marginal de 51.3% a 50.2%.

Tabla 4
Deuda Pública por región (2005-2011)
(% del PIB)

Región/Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Economías avanzadas	79.3	76.6	74	81	94.5	100.6	104.7
Zona del euro	70.2	68.6	66.4	70.2	80	85.4	88
G-7	88.1	85.5	83.5	91.8	107	114.7	119.9
Nuevas economías asiáticas industrializadas	36.3	37	37	38.4	43	43	44.8
Otras economías avanzadas (excluyendo el G-7 y Zona del euro)	38.9	38.1	35.6	36.5	39.5	39.5	40.8
Unión Europea	62.8	61.4	59.5	64	74.4	79.3	82.1
Economías emergentes y países en desarrollo	41.2	36.5	34.7	32.6	35.7	39.5	36.3
Europa central y del este	46.4	42.7	38.5	39.5	45.5	46.8	46.2
Unión de Estados Independientes	14.5	10	9.3	9.6	14.1	15	14.6
Asia en desarrollo	37.9	34.7	35.1	31.7	31.7	40.8	35
ASEAN-5	47.3	42	38.8	37.7	39.7	37.7	36.1
América Latina y el Caribe	51.3	48.6	47.3	47.4	50.5	50	50.2
Medio Oriente y Norte de África	44	35.9	30.6	25.8	32.7	31.2	27.5
África Subsahariana	45.8	33.8	30	29	32.3	31.5	32.8

Fuente: IMF 2012. World Economic Outlook Database.

El déficit fiscal, definido aquí como ingresos-gastos, sin añadir rubros "balanceadores" como el endeudamiento, también es un indicador clave de la situación europea. La **Tabla 5** muestra las tendencias del coeficiente déficit/PIB en el periodo 2005-2011. En la mayoría de los casos existe déficit todos los años. Los países desarrollados, la eurozona y el G-7 presentan los niveles más altos. El mayor déficit correspondió al G-7 en 2009 (-10.1%). En la eurozona, que tuvo déficit relativamente manejables durante el periodo 2005-2007, el indicador se debilitó, alcanzando un máximo de -6.4 en 2009. Y en 2011 siguió siendo alto: -4.1%.

En las nuevas economías asiáticas desarrolladas, la situación es diferente: tuvieron superávit de alrededor de 1.0%, aunque presentaron un déficit en 2009, situación que fue controlada, pues en 2010 y 2011 regresaron a los superávit, siendo de 1.5% en 2011. La región del Asia desarrollada muestra déficit todos los años; los más altos corresponden a los últimos años, y el mayor fue en 2009, con un coeficiente déficit/PIB de -4.25%. En 2011 volvió a los patrones deficitarios iniciales de alrededor de -2.5%.

Por lo que respecta a las economías emergentes y en desarrollo, mantuvieron superávit cercanos a 1.0% entre 2005 y 2008; sin embargo, después empezaron a tener déficit. El mayor tuvo lugar en 2009, pero la situación mejoró en 2011, cuando el desequilibrio presupuestal fue de -1.3%. Finalmente, América Latina tuvo déficit durante todo el periodo, ascendiendo a -3.87 en 2009. En los dos años siguientes, el indicador decreció a -2.95% en 2010 y -2.54 en 2011.

Tabla 5.
Déficit público (gasto neto general del gobierno)
(% del PIB)

Región	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Economías avanzadas	-2.473	-1.38	-1.119	-3.476	-8.884	-7.762	-6.539
Zona del euro	-2.51	-1.349	-0.679	-2.121	-6.382	-6.22	-4.113
G-7	-3.376	-2.254	-2.063	-4.532	-10.129	-8.987	-7.81
Nuevas economías asiáticas industrializadas	0.869	1.406	3.1	1.09	-1.089	1.373	1.536
Otras economías avanzadas (excluyendo el G-7 y Zona del euro)	2.264	2.902	3.58	2.238	-1.185	-0.396	0.07
Unión Europea	-2.53	-1.513	-0.912	-2.392	-6.706	-6.479	-4.476
Economías emergentes y países en desarrollo	0.764	1.483	1.197	0.768	-4.102	-2.608	-1.217
Europa central y del este	-2.046	-1.934	-1.915	-3.05	-6.021	-4.888	-2.159
Unión de Estados Independientes	6.419	6.95	5.505	4.233	-5.064	-2.546	1.971
Asia desarrollada	-2.433	-1.673	-0.77	-2.171	-4.25	-3.021	-2.714
ASEAN-5	-0.287	0.227	-0.985	-0.571	-3.113	-1.779	-2.052
América Latina y el Caribe	-1.386	-1.293	-1.186	-0.83	-3.87	-2.952	-2.54
Medio Oriente y Norte de África	12.014	13.341	11.016	13.074	-1.151	1.85	5.667
África Subsahariana	2.643	4.719	1.259	0.785	-5.436	-3.677	-1.516

Fuente: IMF. World Economic Outlook Database. Octubre de 2012.

El indicador más dramático corresponde al desempleo. Con propósitos comparativos, la **Tabla 6** presenta la situación de este factor en las principales zonas económicas previamente analizadas, así como en seis economías latinoamericanas y en los cinco países de la eurozona que tienen problemas económicos más severos.

El desempleo en las economías avanzadas ha tendido a incrementarse, pasando de 5.3% en 2005 a 8.0% en 2012. En la eurozona se registró una tendencia más negativa, ya que el desempleo se mantuvo alto y creció de 9.2% a 11.2% en el mismo periodo. Sin embargo, estas cifras agregadas esconden la situación que padecen los

países más vulnerables del área. Tomando como referencia 2012, el desempleo en España ascendió a 24.9%, en Grecia fue de 23.8%, en Irlanda se ubicó en 14.8%, Italia registró 10.55% y Portugal reportó 15.5%. Según algunos analistas, se requieren muchos años para resolver la situación de estas naciones.

Tabla 6
Tasa de Desempleo

Región/País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Economías avanzadas	6.3%	5.8%	5.5%	5.8%	8.0%	8.3%	7.9%	8.0%
Zona del euro	9.2%	8.5%	7.6%	7.7%	9.6%	10.1%	10.2%	11.2%
G-7	6.3%	5.8%	5.5%	5.9%	8.0%	8.2%	7.7%	7.5%
Nuevas economías asiáticas industrializadas	4.0%	3.7%	3.4%	3.4%	4.3%	4.1%	3.6%	3.5%
Otras economías avanzadas (excluyendo el G-7 y Zona del euro)	4.9%	4.5%	4.0%	3.9%	5.2%	5.0%	4.5%	4.5%
Estados Unidos	5.1%	4.6%	4.6%	5.8%	9.3%	9.6%	9.0%	8.2%
Grecia	9.9%	8.9%	8.3%	7.7%	9.4%	12.5%	17.3%	23.8%
Irlanda	4.4%	4.4%	4.6%	6.3%	11.8%	13.6%	14.4%	14.8%
Portugal	7.6%	7.7%	8.0%	7.6%	9.5%	10.8%	12.7%	15.5%
España	9.2%	8.5%	8.3%	11.3%	18.0%	20.1%	21.7%	24.9%
Italia	7.7%	6.8%	6.1%	6.8%	7.8%	8.4%	8.4%	10.6%
Economías latinoamericanas*	9.4%	8.4%	7.6%	7.2%	8.2%	7.4%	6.9%	6.5%

Fuente: IMF. World Economic Outlook Database. Octubre de 2012.
*Promedio de los valores de Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela.

América Latina presenta tendencias menos desfavorables. Incluso, los datos indican que el desempleo ha tendido a disminuir: de 9.4% en 2005 a 6.5% en 2012. Las tasas más altas corresponden a Argentina y Venezuela, pero estos países también muestran una tendencia decreciente. En 2005, Argentina tuvo una tasa de 11.6% y Venezuela registró 12.2%. En 2011, ambas naciones mostraron mejores resultados: 7.15% para Argentina y 8.1% para Venezuela. Chile y Perú revelan tendencias decrecientes similares al promedio latinoamericano, en 2011 registraron tasas de desempleo de 7.1% y 7.7%, respectivamente.

Debido a la metodología empleada, el caso de México es singular: tiene las tasas de desempleo más bajas del área: 3.5% en 2005, incrementándose a 5.4% en 2009. La situación mejoró ligeramente en 2010 (5.3%) y 2011 (5.2%).

Resumiendo, el desempeño económico de América Latina fue mejor que el de la eurozona en el lapso 2005-2011. Además, los países de la zona euro han vivido dos crisis, y su recuperación ha sido leve y lenta. España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal, en particular, viven severos problemas que se magnifican con la presencia de altas tasas de desempleo y una evidente debilidad que afecta a toda la región. Si no resuelven su problemática, podrían provocar otra crisis.

Los vaivenes económicos de la eurozona anuncian un nuevo colapso y futuros contagios a otras regiones con las que tiene vínculos, como Latinoamérica, cuya situación aún es frágil.

2. Canales de transmisión de la Crisis Europea a América Latina.

En general, el desempeño de las economías latinoamericanas ha sido aceptable en los últimos años, aunque con problemas seculares. Sin embargo, esto no significa que sean inmunes a los problemas económicos y financieros que afectan a Europa. En primer lugar, porque muchas naciones europeas y latinoamericanas tienen inversiones reales y de portafolio compartidas, o con origen en una u otra región. De ahí que los gobiernos, empresarios e inversionistas de América Latina mantengan un monitoreo constante del desenvolvimiento de la economía europea, y en particular de la eurozona, ya que su pobre desempeño y la crisis de confianza que ha generado son factores importantes para el comportamiento de las instituciones y mercados latinoamericanos y para el desenvolvimiento de sus economías.

Considerando los vínculos que mantienen ambas regiones, es preciso examinar el comportamiento del comercio exterior, la banca y los mercados bursátiles porque son canales de transmisión de problemas económicos.

Con respecto al sector externo, alrededor del 15% de las exportaciones totales de América Latina tenían como destino la Unión Europea, pero dicha participación ha disminuido a 13% (Price, 2012). La participación individual de los países varía ampliamente porque muchos de ellos concentran su comercio exterior en Estados Unidos, en tanto que las naciones sudamericanas tienen un comercio más diversificado, y sus ventas a la Unión Europea significan un 30-40% de sus exportaciones totales. Pero cabe resaltar que dada la situación europea, la demanda de productos primarios y materia prima ha bajado, y lo mismo sucede con productos manufacturados como automóviles, autopartes y productos de la industria aeronáutica.

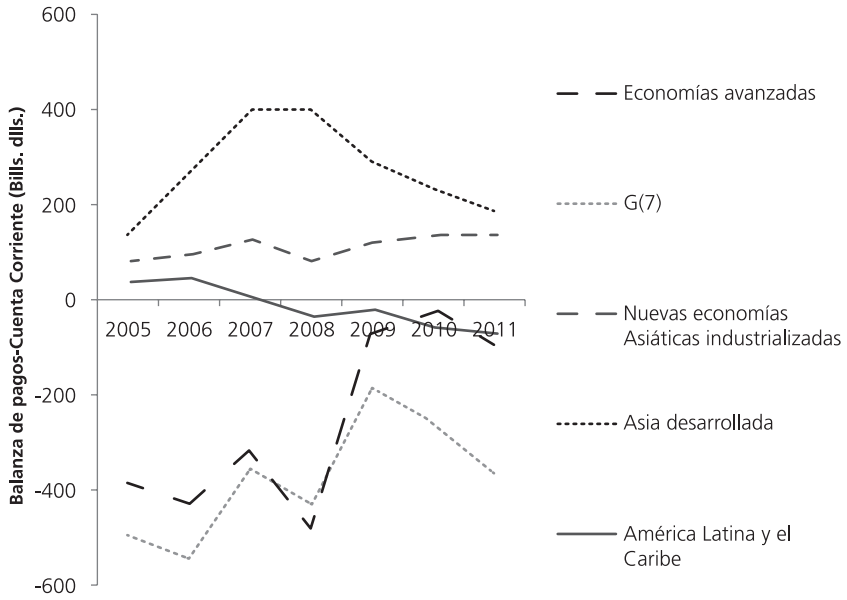
La **tabla 7** y la **gráfica 2** muestran la cuenta corriente de cinco regiones económicas. Solo las economías asiáticas (Asia desarrollada y las nuevas economías asiáticas) tuvieron altos superávit durante el periodo 2005-2011. Por lo que respecta a América Latina, su cuenta corriente es deficitaria desde 2008, y se incrementó a 73.6 mil millones de dólares en 2011. Esto refleja que gran parte del progreso de la región se ha derivado de las exportaciones de *commodities* cuya demanda ha disminuido a nivel mundial, y de manera especial en la eurozona. En suma, el comercio exterior es un importante canal de transmisión de la crisis de la eurozona a América Latina.

Tabla 7
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
(2005-2011)

Región	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Economías avanzadas	-383.764	-426.115	-317.699	-482.06	-71.078	-20.492	-93.297
G-7	-490.242	-542.892	-355.114	-429.922	-185.525	-258.242	-364.018
Nuevas economías asiáticas industria-lizadas	83.233	98.974	128.306	86.522	123.815	137.161	138.003
Asia en desarrollo	141.227	268.335	399.907	405.818	296.915	233.639	188.178
América Latina y el Caribe	35.913	48.712	13.214	-32.223	-21.876	-57.387	-73.655

Billones de Dólares
Fuente: IMF 2012. *World Economic Outlook Database.*

Gráfica 2
Evolución de la cuenta corriente



Fuente: IMF 2012. *World Economic Outlook Database.*

La posibilidad de insolvencia de los gobiernos y empresas de la eurozona podría significar grandes pérdidas financieras y de credibilidad para los bancos a nivel mundial, lo que afectaría sus operaciones en el contexto global, incluyendo a América

Latina y el Caribe. Muchos bancos europeos tienen presencia en América Latina, así que las dificultades de sus matrices podrían derivar en pérdidas para sus subsidiarias latinoamericanas al bajar la disponibilidad de créditos para personas y empresas.

Los intercambios comerciales actuales entre la eurozona y Latinoamérica parecen normales, pero han carecido de las tendencias incrementales de la década pasada. Es un hecho que la crisis de la eurozona ha tenido un impacto negativo en los canales de exportaciones, los precios, la inversión extranjera, las remesas y el turismo en América Latina. De acuerdo a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), las economías latinoamericanas —incluyendo los países del Caribe— eventualmente experimentarán una caída en sus tasas de crecimiento. Por lo pronto, este indicador se estancó en 3.0% en 2012 y 2013, una caída considerable con respecto a las tasas de 5.6% y 4.3% obtenidas en 2010 y 2011, respectivamente.

Tabla 8
Capitalización bancaria del total de los activos (%)

Región/Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Este de Asia y Pacífico (desarrollados)	9	9.2	9.8	9.7	10.7	11.3
Eurozona	6.2	6.5	6.6	5.9	6.4	6.2
Europa y Asia Central (desarrollados)	13.2	13.05	13	12.55	13.2	13.55
Países de alto ingreso	7.15	6.8	6.6	6.05	6.5	6.85
América Latina y el Caribe	10.75	9.9	9.65	9.85	10.35	10.1
Países de ingreso medio	10.2	9.9	10.2	10	10.5	10.3
Países de bajo ingreso	9.85	10.6	12	12.6	13	13.2
Países de ingreso medio-bajo	10.6	10	10.2	10.2	10.1	9.8
Medio Oriente y Asia	7.6	8.25	7.5	7.9	7.4	7.85
Países de ingreso medio	10.2	9.9	9.75	9.85	10.15	9.95
Sur de Asia	7.15	8	8.45	8.65	9.4	9.3
África Subsahariana	9.8	8.3	8.25	8.8	9.9	9.2
Mundial	8.5	8.8	8.6	8.9	9.4	9.3

Fuente: Banco Mundial. Indicadores de Desarrollo Mundial. Catálogo de Datos, 2012.

El impacto de la crisis europea, particularmente del endeudamiento soberano de la eurozona, podría alcanzar 300 mil millones de euros (Bárcena, Prado, Cirroli y Pérez, 2011). Por lo tanto, los bancos europeos que tienen presencia en Latinoamérica no dudarían en remitir recursos al viejo continente, como ya ha sucedido. Destaca el hecho de que entre 40 y 60% de las utilidades globales de la banca de capital español proviene de sus filiales en Latinoamérica. Además, es importante señalar que un alto porcentaje de las utilidades de BBVA, Santander y Citicorp es generado por sus filiales que operan en México. En 2008, BBVA de México contribuyó con 35% de las utilidades globales del grupo. Y el caso de Citicorp es más peligroso, ya que en 2008 y 2009 reporto pérdidas a nivel global, en tanto que Banamex, su filial en México,

tuvo utilidades, por lo que no solo contribuyó a disminuir las pérdidas del grupo, sino que lo rescató (Soto, 2012). Por lo tanto, si los bancos europeos se colapsan, este efecto perverso se acentuaría. Y la probabilidad es alta porque los bancos de la eurozona están descapitalizados. Como se aprecia en la **Tabla 8**, mantuvieron índices de capitalización inferiores a 8% durante el periodo 2005-2008, conforme a los acuerdos y recomendaciones del Acuerdo de Basilea II.

Un posible endurecimiento de los mercados crediticios podría dificultar que los países de Latinoamérica obtuvieran financiamientos internacionales. Si esto ocurriera en un efecto dominó, sus impactos negativos serían imparables. Los sistemas bancarios de las economías más grandes de Europa, que son Alemania, Francia y Gran Bretaña, sufrirían grandes pérdidas, y a esto se sumaría la contracción del crecimiento de estos países. Por consiguiente, las economías latinoamericanas enfrentarían decrementos en el flujo de sus exportaciones, lo cual se agravaría con una inevitable caída de la inversión extranjera directa, así como incrementos en las desinversiones de portafolio y en los flujos de asistencia para el desarrollo (Massa, Keane y Kenman, 2011).

De acuerdo al Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), a raíz de un financiamiento bancario de 206,000 millones de dólares otorgado en 2011, Europa se convirtió en el principal acreedor de América Latina al concentrar 45% del total de créditos de la región. Para Chile y Uruguay, los créditos recibidos constituyeron el 63% y 57%, respectivamente, de su financiamiento bancario total. Y más del 50% de los créditos concedidos fueron de muy corto plazo o de menos de un año en los casos de Argentina, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Por tanto, estos países enfrentan hoy severas presiones de liquidez, tanto por el pago de sus obligaciones a corto plazo, como por la cancelación de las inversiones (Montoro y Rojas-Suarez, 2012).

La banca es el principal mecanismo de transmisión de la crisis europea hacia América Latina porque alrededor del 62% de los bancos de capital extranjero son de origen europeo, y en particular de capital español. Como se señaló anteriormente, España sufre una crisis tan severa, que su tasa de desempleo es de 25%. Su situación es más crítica que la de Grecia, país que podría ser removido de la Unión Europea. La importancia de este hecho radica en que cerca del 40% del capital bancario de América Latina proviene de España.

Cabe recordar que la economía española fue sacudida por una recesión que causó un crecimiento negativo (-3.74 en 2009, -1.54 en 2011 y -1.32 en 2012), lo cual ha deteriorado el estándar de vida de la mayoría de las familias. Se estima que si se mantienen las medidas de austeridad y los recortes sociales, España podría llegar a tener 18 millones de pobres. Incluso corre el riesgo de que la pérdida de bienestar, derechos sociales y democracia se prolongue por tres generaciones (Intermón Oxfam, 2011).

En resumen, la banca europea enfrenta una continua presión para deshacerse de sus activos y transferir a sus matrices las ganancias obtenidas en América Latina con el fin de mejorar sus coeficientes de capital, lo que constituye un importante canal de contagio para Latinoamérica que debe ser monitoreado de manera rigurosa (Oganes, 2012).

Al presente, los mercados financieros no se encuentran en un estado de emergencia pese a los altos endeudamientos soberanos y la fragilidad bancaria, situación que ha dado un respiro a los políticos y funcionarios públicos. No obstante, la crisis de la eurozona puede afectar a los mercados de la región. Adicionalmente, la reducción de los flujos de capital bancarios conllevaría una caída en los precios de bonos y acciones.

La inversión extranjera directa en Latinoamérica ha disminuido a 20%, limitando así la generación de nuevos flujos de capital. Gran parte de esta reticencia se ha debido al "*feeling* de los inversionistas". Sin embargo, considerando el estado de los mercados bursátiles el 12 de diciembre de 2012, el índice Euro Stoxx de empresas líderes europeas se incrementó 26% desde el primero de junio de ese año. Y aunque el papel de estos mercados es limitado para resolver la problemática europea, constituyen otra fuente de transmisión de crisis. En primer lugar, las inversiones extranjeras de cartera se han incrementado y diversificado mundialmente debido a la apertura de los mercados y a la búsqueda de mayores utilidades y menor riesgo por parte de los inversionistas institucionales e individuales. En segundo lugar, estos mercados son un importante índice adelantado de la actividad económica de un país, y este indicador tiene la ventaja de que su información está disponible las 24 horas del día gracias a los adelantos de las tecnologías de información y comunicación (TIC).

Sin embargo, la utilidad de esta información está supeditada a dos factores: 1) el grado de asociación entre los mercados y 2) sus niveles de volatilidad. En el periodo 1993-2000, las correlaciones entre el mercado europeo y los latinoamericanos permanecieron en niveles mínimos. La asociación más baja correspondió a México –mucho menor a una décima de uno por ciento– y la más alta a Argentina (0.32).

La misma situación se presentó entre los mercados latinoamericanos. La Bolsa Mexicana de Valores, por ejemplo, tuvo una correlación muy baja con el resto de mercados latinoamericanos, incluso fue negativa con el IBOVESPA de Brasil (-0.05) La correlación más alta fue entre Brasil y Argentina: 0.32.

La **tabla 9** resume las correlaciones entre los rendimientos del Euro Stoxx, IBOVESPA (Brasil), IPC (México), IPSA (Chile) y MERVAL (Argentina) para el subperiodo 2011-2012. Los datos revelan algunos cambios importantes. La correlación del MERVAL con el Euro Stoxx tuvo un incremento significativo a 0.62 y permaneció como la correlación más alta entre los mercados de América Latina y Europa. La relación europea con el IBOVESPA de Brasil muestra un ligero incremento a 0.16. En el caso de México, la correlación fue muy baja, pero al contrario de lo que sucedió en el primer periodo analizado, el indicador fue negativo (-0.014).

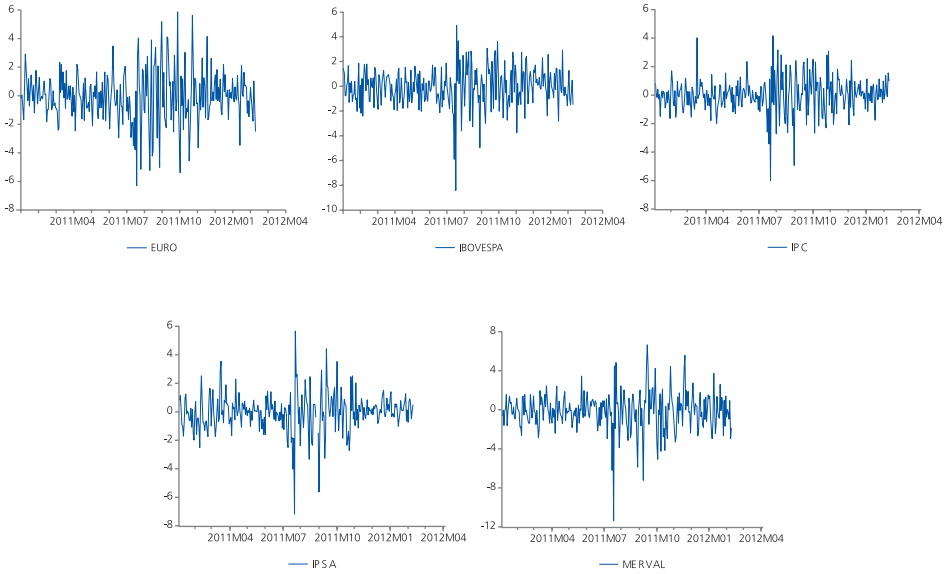
Los rendimientos de los mercados accionarios latinoamericanos se caracterizan por su alta inestabilidad y la presencia de ***clusters*** altamente volátiles, particularidad que también está asociada a los mercados accionarios maduros, pero en menor medida. La **gráfica 3** da cuenta de este problema en el Euro Stoxx y las bolsas latinoamericanas. Por su coincidencia en el tiempo, éstos son precisamente los periodos de contagio y transmisión de turbulencias bursátiles que finalmente se convierten en mecanismos propagadores de crisis económicas generalizadas, tanto en los países de origen como en los receptores.

Tabla 9
Matriz de correlaciones 2011-2012
(Rendimientos de los índices EURO STOXX, IBOVESPA, IPC, IPSA Y MERVAL)

	EURO	IBOVESPA	IPC	IPSA	MERVAL
EURO	1.000000	0.155645	-0.01368	0.032735	0.617648
IBOVESPA	0.155645	1.000000	0.101875	0.062869	0.074366
IPC	-0.01368	0.101875	1.000000	0.547076	0.080540
IPSA	0.032735	0.062869	0.547076	1.000000	0.127882
MERVAL	0.617648	0.074366	0.080540	0.127882	1.000000

Fuente: Elaboración propia derivada de los índices de precios de los mercados analizados.

Gráfica 3
Patrones de rendimientos del Euro Stoxx y las Bolsas Latinoamericanas de Valores



Las correlaciones de este periodo indican un bajo efecto integrador de los procesos de globalización financiera en los mercados de valores de América Latina. En términos financieros, las correlaciones de este periodo evidencian una segmentación parcial de los mercados, que a su vez ofrecen la oportunidad de diversificar internacionalmente los activos de un portafolio.

3. A manera de conclusiones

La estabilidad económica de la eurozona revela presenta síntomas de graves problemas estructurales. La crisis de 2009-2012 reveló debilidades fundamentales que inhiben una rápida recuperación económica, en particular de los países periféricos del área. No obstante, la crisis de la Deuda Soberana en Grecia, España, Irlanda y Portugal, también tuvo repercusiones para los países más desarrollados de la eurozona, Alemania y Francia. En el caso de Alemania, la recuperación ha sido endeble y, aunque las exportaciones son un motor formidable, los retos para el país líder de la eurozona son enormes. Las economías de América Latina, aunque, en términos generales, han mantenido índices de crecimiento positivos durante el último lustro, no están inmunes al riesgo de resurgimiento de una nueva recesión en la eurozona. Existen importantes vínculos económicos y financieros entre los países de ambos lados del Atlántico que podrían convertirse en canales de transmisión desfavorables para muchos países latinoamericanos.

Capítulo 6

*El impacto de la crisis financiera global de 2008 en las economías latinoamericanas: El papel de los fundamentales económicos**

Alberto Ortiz Bolaños
Profesor de Economía de EGADE Business School, Tecnológico de Monterrey y Gerente de Investigación del CEMLA
Johana Maritsa Hernández Henao
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)
Pedro Farid Quintanilla Dieck
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

*Descargo de responsabilidad: El contenido de este capítulo representa la opinión de los autores, no se debe asociar con el punto de vista de la EGADE Business School del Tecnológico de Monterrey, ni del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, incluyendo a sus miembros. Agradecemos la colaboración de Gabriel Martínez Roa en la etapa inicial de este proyecto.

1. Historia de las crisis financieras en América Latina

En su libro sobre las crisis financieras de los últimos ocho siglos, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2009) nos muestran que la historia tiende a repetirse y que, a menos que aprendamos de ella, estamos destinados a cometer los mismos errores y, por ende, a sufrir las mismas consecuencias. La excesiva acumulación de deuda en tiempos de aparente bonanza ha sido el factor principal detrás de un gran número de crisis financieras. Y aunque es cierto que los países industrializados no han estado exentos, sobre todo sus sistemas bancarios y sus mercados de valores, la prevalencia de crisis cambiarias, inflacionarias y de deuda soberana externa es mucho mayor en América Latina. La **tabla 1** muestra la incidencia de las crisis financieras desde su independencia y hasta 2010 para los siete países más grandes de América Latina por su nivel de producción (LAC-7).[1] Y como referencia, reportamos las mismas variables para las naciones del Grupo de los Siete (G-7).[2]

Tabla 1

Porcentaje de años desde 1800 (o en caso de ser posterior desde su independencia) y hasta 2010 en los países de LAC-7 y G-7 que han padecido alguna de las crisis indicadas

LAC-7

País	Año de Independencia	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Colapso del mercado de valores	Crisis de deuda soberana doméstica	Crisis de deuda soberana externa	Crisis bancaria
Argentina	1816	22.1	25.6	14.4	8.2	32.3	7.7
Brasil	1822	32.8	25.9	4.2	2.1	27	8.5
Chile	1818	22.8	20.2	28	0.5	26.9	5.7
Colombia	1819	15.1	17.7	19.3	0	35.4	4.2
México	1821	13.2	12.2	27	6.3	43.9	9.5
Perú	1821	13.7	13.2	20	5.8	40	7.4
Venezuela	1829	7.7	11.5	14.3	2.2	37.4	6
Promedio LAC-7		**18.2**	**18**	**18.2**	**3.6**	**34.7**	**7**

[1] El grupo LAC-7 está integrado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Desde el año 2000, la producción de estos siete países representa el 86% de la producción total de América Latina y el Caribe, y el 6% de la producción mundial.

[2] El G-7 comprende a Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido, siete de los ocho países (incluyendo a China) con mayor riqueza en el mundo, aunque no mayor producción. Desde el año 2000, el valor anual de la producción del G-7 ha promediado el 57% de la producción mundial. Sin embargo, su participación ha caído de niveles superiores al 60% en los 70, 80 y 90.

G-7

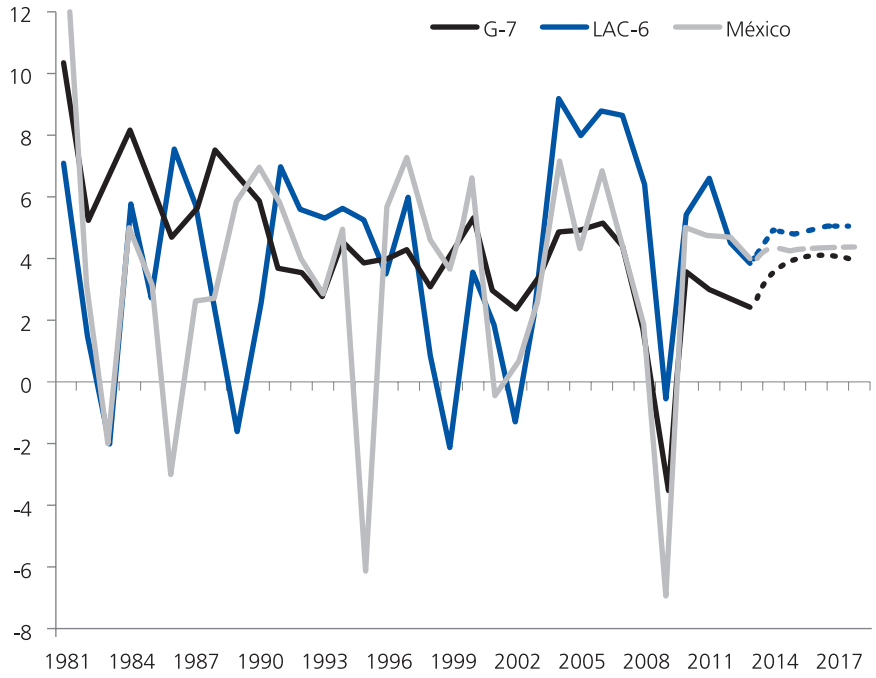
País	Año de Independencia	Crisis cambiaria	Crisis inflacionaria	Colapso del mercado de valores	Crisis de deuda soberana doméstica	Crisis de deuda soberana externa	Crisis bancaria
Alemania		8.5	9.5	21.8	0.5	12.8	7.1
Canadá	1867	1.4	0.7	8.3	0.7	0	6.9
Estados Unidos	1776	14.2	1.4	25.6	9.5	0	14.7
Francia		9	5.7	26.5	0	0.5	7.6
Italia		6.2	10.4	19	0	3.3	8.5
Japón		5.2	10.9	14.7	1.4	5.2	8.1
Reino Unido		7.1	2.4	14.7	0.5	3.8	11.8
Promedio G-7		**7.4**	**5.9**	**18.7**	**1.8**	**3.7**	**9.3**

Fuente: Reinhart y Rogoff, 2011

La mayor parte de las crisis fueron producto de debilidades de la economía, consecuencia de políticas inconsistentes con el sano desarrollo de los sistemas financiero y productivo. Otra cantidad importante de eventos fue detonada por condiciones externas, y en ocasiones, a pesar de tener fundamentales relativamente sólidos. Es por ello que llama la atención que ante la magnitud del choque de la reciente crisis global, gestada en el mercado inmobiliario de Estados Unidos y detonada con la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, América Latina haya mostrado una relativa solidez con una caída leve y una rápida recuperación. Esto se puede observar en la **gráfica 1**, que muestra la evolución del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el continente latinoamericano.

Como discutiremos en la cuarta sección de este trabajo, el desempeño de la economía mexicana durante la Crisis Financiera estuvo altamente determinado por su relación con la de Estados Unidos, epicentro del colapso. Sin embargo, un análisis contrafactual permitió determinar que el comportamiento de México y de los otros países de Sudamérica en 2007-2009 habría sido más pobre sin las reformas emprendidas durante los años 80 y 90, periodos de crisis financieras en la región, por lo que los países afectados comenzaron a poner la casa en orden.

Gráfica 1
Actividad económica en LAC-6, México y G-7, tasa de crecimiento anual del PIB (ajustado por poder de paridad de compra)



Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: LAC-6 y G-7 son los promedios simples de los países en cada grupo. Los segmentos punteados de las líneas son los pronósticos del WEO.

En este capítulo se analizan los factores que han dado origen a un cambio en la conducción macroeconómica en el grupo LAC-7, con especial énfasis en los aspectos institucionales, y se aborda un análisis sobre la evolución de las principales variables que miden el costo de vida, el régimen cambiario, la posición fiscal en términos de déficit y deuda, el sistema bancario, la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales. Posteriormente, siguiendo los estudios de Frankel, Végh y Vuletin (2013) y Céspedes y Velasco (2011), discutiremos la evolución de los ciclos de la política fiscal desde 1960. Y apoyándonos en el estudio de Végh y Vuletin (2012), analizaremos la trayectoria de la política monetaria desde 1960. Por último, discutiremos algunos de los riesgos y retos que enfrenta América Latina en la coyuntura actual.

2. Calidad institucional y evolución de las principales variables macroeconómicas

Un número creciente de estudios señalan el papel que han jugado los fundamentales económicos para explicar la resistencia de América Latina ante choques externos.[3] En este trabajo se asume la postura de Frankel, Végh y Vuletin (2013), quienes argumentan que el origen de este cambio radical es la transformación del marco institucional, gracias al cual se han modificado las condiciones que enfrentan los consumidores, las empresas y el propio gobierno. La **tabla 2** reporta un índice de calidad institucional construido a partir de cuatro indicadores sobre la facilidad para realizar inversiones, corrupción, respeto a la ley y orden, así como la calidad de la burocracia a partir de indicadores publicados mensualmente por el Grupo PRS. La tabla muestra los promedios para dos subperiodos desde 1984, año en que se comenzaron a publicar los indicadores, así como el cambio porcentual entre ambos lapsos. Los números señalan grandes diferencias en los niveles de calidad institucional entre los grupos LAC-7 y G-7 y también al interior de cada grupo. Sin embargo, el punto más notable es el avance en el índice de calidad institucional registrado en Perú, Chile y México durante la primera década de los 2000 y el relativo retroceso de Brasil y Venezuela.

Tabla 2
Índice de Calidad Institucional en países de LAC-7 y G-7

LAC-7	Calidad Institucional		
País	**Promedio 1984 - 1999**	**Promedio 2000 - 2009**	**Variación % entre periodos**
Argentina	0.55	0.55	0.3
Brasil	0.59	0.47	-20.4
Chile	0.60	0.79	30.8
Colombia	0.47	0.45	-4.1
México	0.51	0.61	19.8
Perú	0.39	0.52	34.8
Venezuela	0.52	0.33	-37.0
Promedio LAC-7	**0.52**	**0.53**	**3.45**

[3] Ver Bumachar y Goldfajn (2012), Céspedes y Velasco (2011), Corbo y Schmidt Hebbel (2011) y De Gregorio (2012).

G-7	Calidad Institucional		
País	**Promedio 1984 - 1999**	**Promedio 2000 - 2009**	**Variación % entre periodos**
Alemania	0.86	0.89	3.0
Canadá	0.91	0.95	5.0
Estados Unidos	0.87	0.88	1.4
Francia	0.83	0.79	-5.4
Italia	0.72	0.69	-4.5
Japón	0.83	0.82	-0.8
Reino Unido	0.85	0.92	8.1
Promedio G-7	**0.84**	**0.85**	**0.97**

Fuente: The PRS Group, 2013

Un aspecto no directamente incorporado en este índice de calidad institucional, pero que sin duda se refleja en el indicador de inversiones, y que es muy importante para entender la evolución de las variables nominales durante la última década en el LAC-7, es el nivel de independencia del Banco Central. La **tabla 3** ilustra la evolución de los indicadores de independencia del Banco Central entre la década de los 80 y fines de 2003. Este índice fue construido por Arnone *et al.* (2007). La autonomía política refleja la independencia de la junta directiva del Banco Central con respecto al gobierno federal en turno, mientras que la autonomía económica indica la independencia de las autoridades monetarias para fijar la política monetaria sin responsabilidad de financiar al gobierno. Los índices de autonomía política y económica se miden en un rango de 0 a 1: a mayor índice, mayor autonomía de la autoridad monetaria. El índice total de autonomía es un promedio ponderado de los componentes político y económico. En esta tabla destaca el gran impulso que se le dio a la autonomía política, y sobre todo económica, hacia 2003, tanto en el LAC-7 como en el G-7.

Tabla 3
Evolución del nivel de Independencia del Banco Central en LAC-7 y G-7

LAC-7	Independencia del Banco Central					
País	1980			2003		
	Política	Económica	Total	Política	Economíca	Total
Argentina	0.33	0.60	0.45	0.83	1.00	0.91
Brasil	0.17	0.00	0.09	0.33	1.00	0.64
Chile	0.17	0.20	0.18	0.50	1.00	0.73
Colombia	0.17	0.40	0.29	0.33	1.00	0.64
México	0.50	0.20	0.36	0.67	1.00	0.82
Perú	0.50	0.60	0.55	0.50	1.00	0.73
Venezuela	0.33	0.20	0.27	0.67	1.00	0.82
Promedio LAC-7	**0.31**	**0.31**	**0.31**	**0.55**	**1.00**	**0.76**

G-7	Independencia del Banco Central					
País	1980			2003		
	Política	Económica	Total	Política	Economíca	Total
Alemania	0.75	0.88	0.81	1.00	0.75	0.88
Cánada	0.50	0.88	0.69	0.38	0.88	0.63
Estados Unidos	0.63	0.88	0.75	0.63	0.88	0.75
Francia	0.25	0.63	0.44	1.00	0.88	0.94
Italia	0.50	0.13	0.31	1.00	0.63	0.81
Japón	0.13	0.63	0.38	0.13	0.75	0.44
Reino Unido	0.13	0.63	0.38	0.38	1.00	0.69
Promedio G-7	**0.41**	**0.67**	**0.54**	**0.65**	**0.82**	**0.73**

Fuente: *Amone et al.*, 2007.

En este contexto de mayor autonomía de los bancos centrales del LAC-7, las políticas cambiarias y monetarias migraron hacia regímenes de tipo de cambio más flexibles y esquemas monetarios de metas de inflación. La **tabla 4** señala que México empezó en 1995; fue seguido por Brasil, Chile y Colombia en 1999, y Perú en 2002.

Aunque esos cinco países adoptaron regímenes cambiarios más flexibles, conservan discreción en la intervención en el mercado del tipo de cambio con el fin de limitar la volatilidad. Además, implementaron esquemas de metas de inflación y una mayor transparencia en la comunicación de los objetivos de la política monetaria.

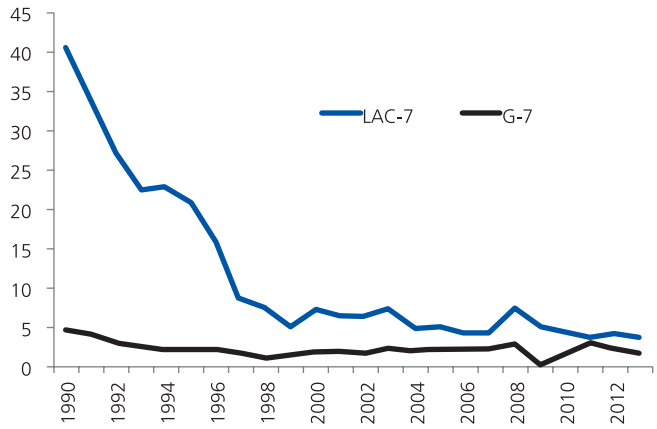
Tabla 4
Marcos de Política Monetaria y Régimen Cambiario en LAC-7

	Año de adopción de un régimen cambiario de flotación	Año de adopción de un esquema de metas de inflación
Argentina	Tipo de cambio fijo	Agregados Monetarios
Brasil	1999	1999
Chile	1999	1999
Colombia	1999	1999
México	1995	2001
Perú	2002	2002
Venezuela	Tipo de cambio fijo	Ancla nominal en el tipo de cambio (US$)

Fuente: Frenkel y Rapetti, 2010.

Aunque el problema de causalidad y factores externos siempre está presente en el análisis del impacto de las instituciones y las políticas,[4] hay elementos para asumir que esos cambios institucionales para ganar autonomía contribuyeron a lograr una estabilidad de precios. La **gráfica 2** muestra la evolución de la mediana de la inflación del LAC-7 y el G-7 a partir de 1990. Se puede apreciar la drástica reducción de la inflación en el LAC-7 y una brecha menor con respecto al G-7.

Gráfica 2
Inflación medida por la variación anual del Índice de Precios al Consumidor

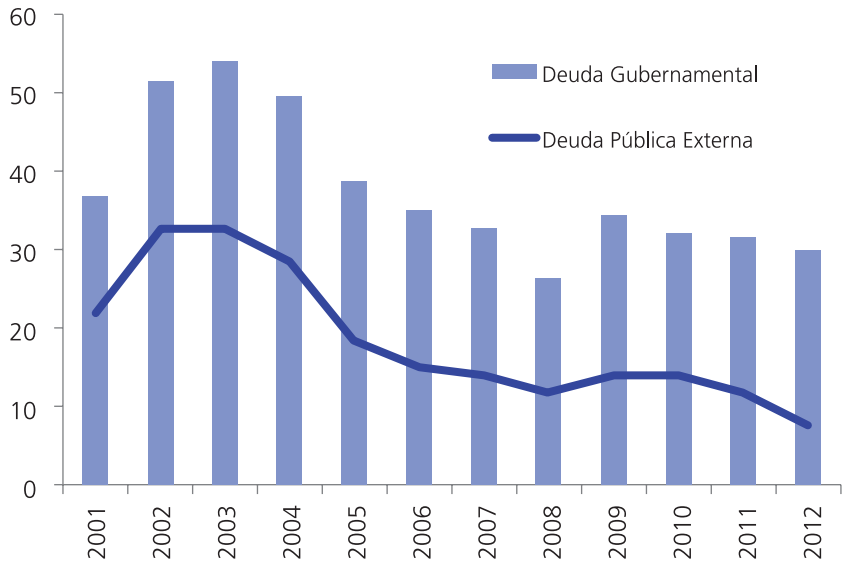


Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: LAC-7 es la mediana de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. G-7 es la mediana de Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

[4] Ver Céspedes y Velasco (2011), que toman los términos de intercambio como medida exógena y con ella analizan la ciclicidad fiscal. Por su parte, Ortiz et al. (2009) construyen medidas exógenas de política fiscal y monetaria.

La disciplina fiscal también ha sido importante para la consecución de niveles más bajos de inflación y de una posición financiera del gobierno más sólida. La **gráfica 3** presenta la notable disminución de la deuda gubernamental como porcentaje del PIB en los años previos a la Crisis Financiera de 2008. También muestra el descenso del porcentaje de deuda pública externa, lo cual fue resultado del esfuerzo que hicieron los gobiernos del LAC-7 para financiarse con recursos domésticos.

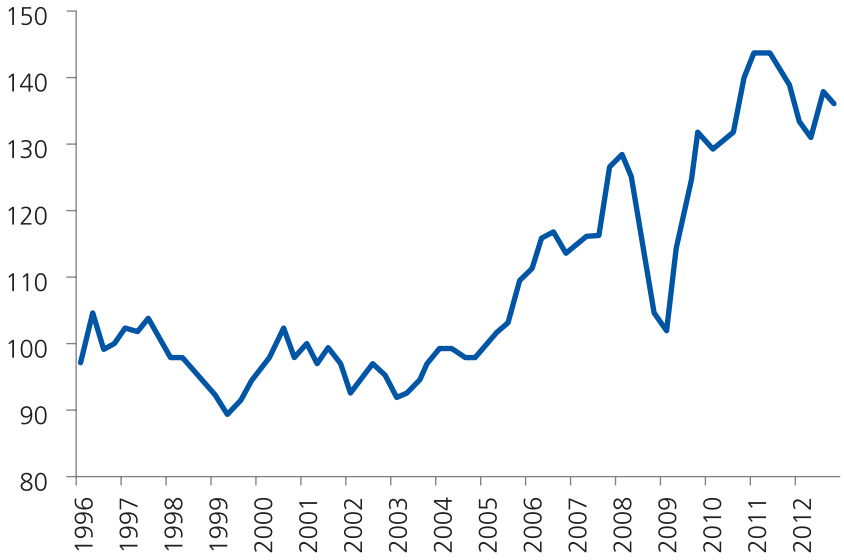
Gráfica 3
Deuda gubernamental y del sector público del LAC-7 como porcentaje del PIB



Fuente: Moody's, 2012
Nota: LAC-7 representa el promedio simple. La deuda gubernamental incluye la deuda del gobierno central; la deuda pública externa es más amplia y podría incluir a gobiernos subnacionales.

Para entender la evolución de las cuentas fiscales y externas, es necesario hacer referencia a los términos de intercambio. La **gráfica 4** muestra la evolución de los términos de intercambio a partir de 1996. Se aprecia la mejoría desde 2003, y aunque esa tendencia positiva se vio temporalmente interrumpida en 2008, ha registrado niveles excepcionalmente altos.

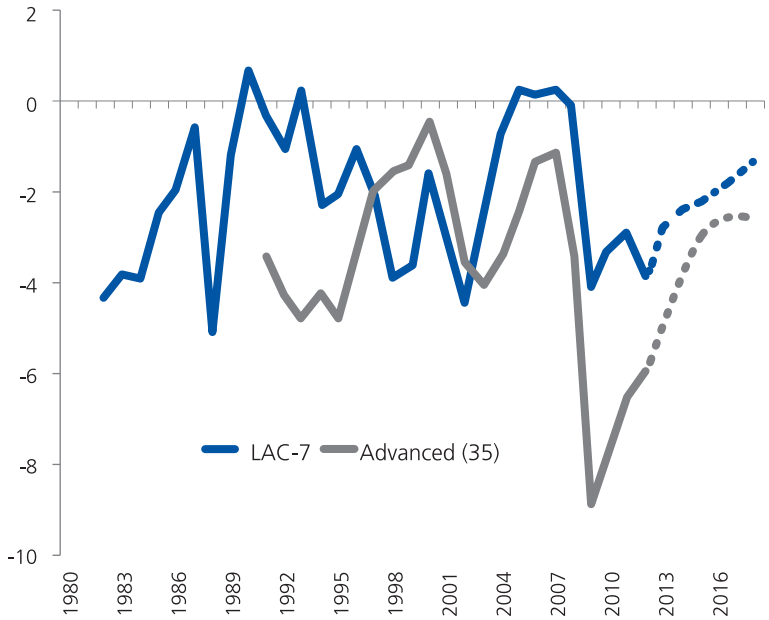
Gráfica 4
Términos de intercambio en América Latina



Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: Los términos de intercambio corresponden a la media para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Chile fue excluido durante el periodo 1996:Q1-2002:Q4 debido a la falta de datos. Venezuela no fue considerada por la carencia de información.

Los términos de intercambio favorables que ha experimentado el LAC-7 derivaron en incrementos de los ingresos públicos, y a pesar de que fue necesario financiar más gasto, bajó el déficit fiscal. La **gráfica 5** refleja la evolución del balance fiscal en el LAC-7 y en un conjunto de economías desarrolladas que incluye al G-7. La gráfica muestra que entre 2002 y 2008 se mantuvo un balance fiscal en el LAC-7, y a partir de 2009, se han registrado déficit considerables que son, en parte, la respuesta del gasto en un entorno de menor demanda agregada de hogares, empresas y el mercado exterior. De alguna manera, esta expansión del gasto ha sido posible gracias al ahorro previo.

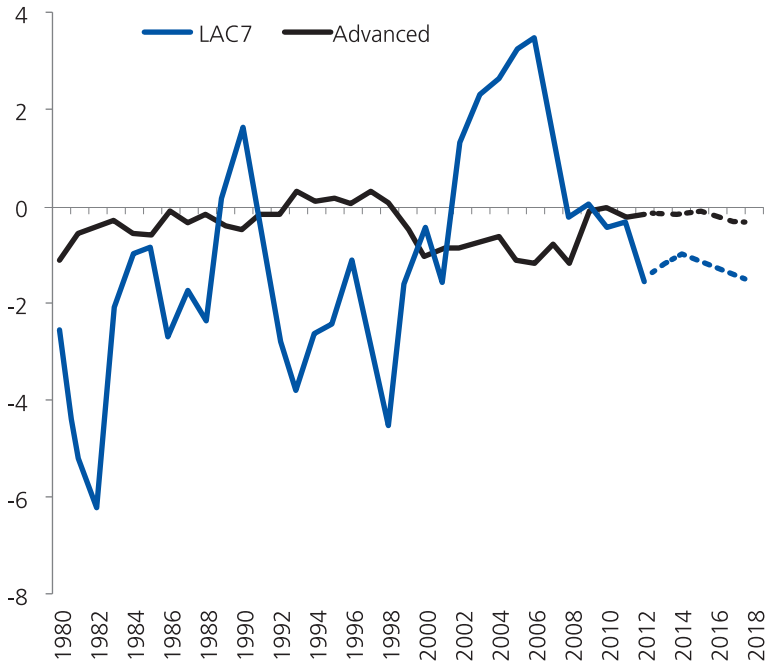
Gráfica 5
Balance fiscal como porcentaje del PIB



Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: LAC-7 representa el promedio simple. Avanzadas es el promedio simple de 35 países desarrollados de acuerdo a la clasificación del FMI: G-7, Australia, Austria, Bélgica, Chipre, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hong Kong SAR, Islandia, Irlanda, Israel, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, República Checa, República Eslovaca, San Marino, Singapur, Suecia, Suiza y Taiwán. Los segmentos punteados de las líneas son los pronósticos del WEO.

La cuenta corriente refleja la diferencia entre la producción y la absorción, más los pagos de intereses que registra un país. En la **gráfica 6** se aprecia la evolución de la cuenta corriente en el LAC-7 y en el grupo de 35 economías avanzadas que ya especificamos. Esta gráfica muestra que las economías del LAC-7 mejoraron el promedio de su posición neta de activos entre 2002 y 2008 al registrar superávit en sus cuentas corrientes. Esto significa que los países del LAC-7 aprovecharon los años de bonanza para ahorrar más que el resto del mundo, en especial considerando al subconjunto de economías avanzadas que registraron altos déficit.

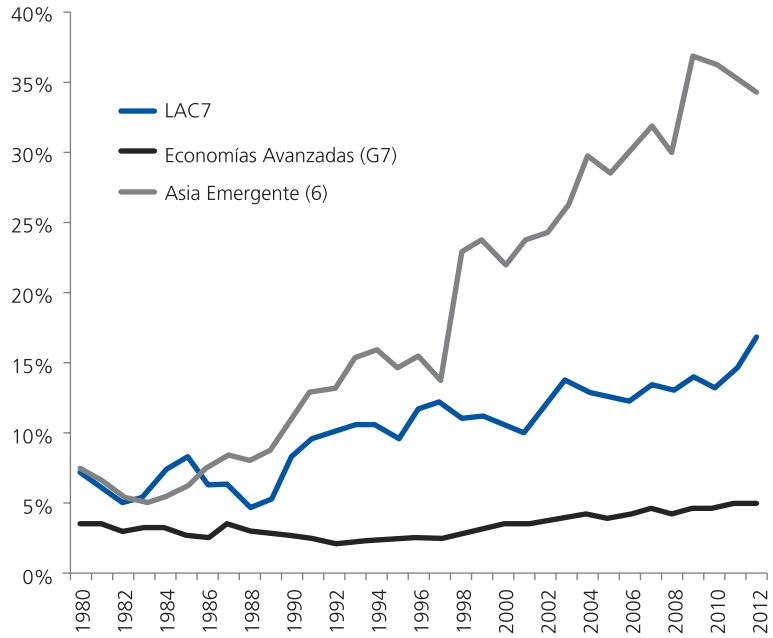
Gráfica 6
Cuenta corriente como porcentaje del PIB



Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: LAC-7 y Avanzadas son los promedios simples de los países de cada grupo. Los segmentos punteados son los pronósticos del WEO.

Otra prueba del ahorro en los tiempos de bonanza es la evolución de las reservas internacionales. La **gráfica 7** representa el comportamiento de esta variable en el LAC-7, el G-7 y un grupo de seis países emergentes de Asia. Si bien es cierto que la acumulación de reservas en el LAC-7 es menor a la registrada en el grupo de naciones asiáticas –éstas basaron su estrategia de desarrollo en las exportaciones tras la experiencia de la crisis asiática de 1997–, el indicador de las reservas como porcentaje del PIB ha aumentado de forma considerable en el LAC-7. Este factor, que todavía representa un costo de oportunidad, ha permitido enfrentar choques internacionales adversos y, como lo exponen Calvo *et. al.* (2012), ha reducido la posibilidad y severidad de una crisis financiera sistémica.

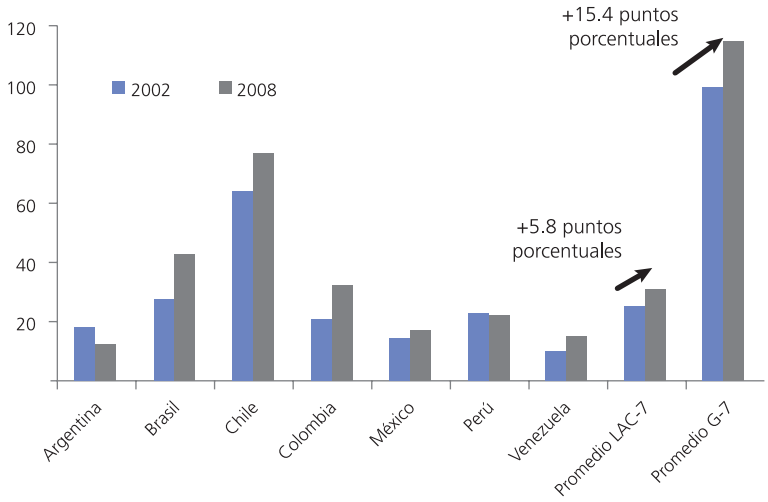
Gráfica 7
Reservas internacionales como porcentaje del PIB



Fuente: FMI World Economic Outlook (WEO), abril de 2013.
Nota: LAC-7 y G-7 es el promedio simple de los países en cada grupo. Asia Emergente es el promedio simple de China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Con excepción de Chile, los niveles de crédito bancario como porcentaje del PIB son relativamente bajos, y sería deseable que la profundización financiera, sobre todo para costear proyectos productivos, fuera mayor. Sin embargo, para entender la evolución de este factor en los años previos a la crisis que nos ocupa, es importante revisar la **gráfica 8**, la cual muestra que el crédito bancario en el LAC-7 tuvo un crecimiento moderado de 5.8% entre 2002 y 2008. La misma gráfica indica que el crédito tuvo un aumento promedio de 15.4% en el G-7 durante esos siete años.

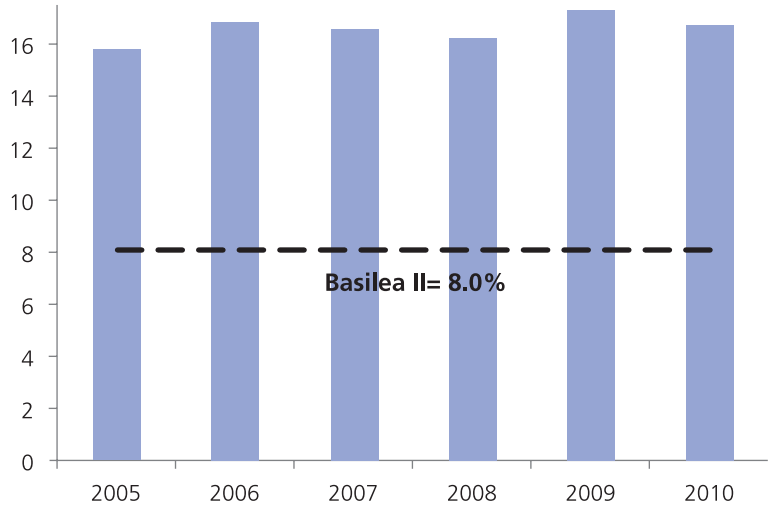
Gráfica 8
Crédito bancario como porcentaje del PIB



Fuente: Grupo del Banco Mundial, 2011.
Nota: Incluye recursos financieros otorgados al sector privado por bancos domésticos (bancos comerciales e instituciones financieras que aceptan depósitos).

La **gráfica 9** muestra los niveles de capitalización de los bancos comerciales del LAC-7 como porcentaje de los activos sujetos a riesgo. Esta gráfica indica que la capitalización promedio de los siete países, que es superior al 15% de los activos de riesgo, está por encima de la regulación internacional de Basilea II, que requiere 8%.

Gráfica 9
Capital regulatorio, LAC-7, porcentaje de los activos sujetos a riesgo.



Fuente: Base de datos de desarrollo económico financiero del Banco Mundial, 2011.
Nota: LAC-7 representa el promedio ponderado.

3. Evolución de la ciclicidad de las políticas fiscal y monetaria desde 1960

Si bien una gran parte de países en desarrollo exhibieron durante la década de los 90 un buen desempeño económico caracterizado por mantener bajo control el déficit presupuestario, la emisión de dinero y la inflación que experimentaron en las dos décadas previas, la mayoría están sujetos todavía a una política monetaria y fiscal que es procíclica en vez de contracíclica: tienden a ser expansivos en los auges y contractivos en las recesiones, exacerbando así el ciclo económico subyacente (Frankel, 2011).

Concretamente, los países del LAC-7 han mostrado una política fiscal procíclica: incrementan el gasto durante las épocas de bonanza y lo contraen en periodos recesivos. Autores como Kaminsky, Reinhart y Végh (2005); Frankel, Végh y Vuletin (2013), y Gavin y Perotti (1997) han documentado que la política fiscal tiende a ser más procíclica en los países en desarrollo que en las naciones de alto ingreso.

La diferencia en el patrón de política fiscal se puede observar en la **tabla 5**, la cual muestra la correlación entre el componente cíclico del gasto y el PIB. Una correlación positiva refleja la prociclicidad del gasto de gobierno, y viceversa. Nótese que para el periodo 1960-1999, mientras los países del G-7 perseguían una política fiscal contracíclica o acíclica, a excepción de Alemania, en las naciones del LAC-7 predominó la prociclicidad, lo cual implica incrementar el gasto o reducir impuestos durante los periodos de expansión, y reducir el gasto o incrementar impuestos durante las etapas de recesión. Pero, ¿qué factores podrían explicar este fenómeno?

De acuerdo con Frankel, Végh y Vuletin (2013), las razones que se aducen para explicar la prociclicidad del gasto suelen agruparse en dos categorías: por un lado, el acceso imperfecto al mercado del crédito internacional aunado a la falta de profundidad financiera y, por otro lado, las distorsiones políticas. En el primer caso, las limitaciones crediticias surgidas durante las recesiones obligan a los gobiernos a contraer el gasto e incrementar los impuestos. En contraposición, en el segundo caso, los ingresos del gobierno provenientes de los impuestos y regalías suelen aumentar en las expansiones, y el gobierno no puede resistir la presión política de incrementar el gasto en forma proporcional o más que proporcional.

Frankel (2011) señala que la prociclicidad fiscal tiende a ser más pronunciada en los países que poseen recursos naturales y donde los ingresos derivados de su producción dominan el ciclo económico. Los productos básicos podrían condicionar la política fiscal a través de su asociación con gastos recurrentes que son difíciles de revertir durante los tiempos de bonanza. En esta línea de argumentación, Cuddington (1989) indica que las expansiones están a menudo acompañadas por incrementos insostenibles del gasto público. De esta manera, una vez que la expansión llega a su fin, se genera un retraso en la reducción del gasto (es imposible contraer el gasto). Lo anterior se debe a la acumulación de gastos que, por su naturaleza, son difíciles de revertir durante las recesiones. Asimismo, Sinnott (2009) arguye que los países de América Latina son altamente dependientes de los productos básicos, y que los ingresos del gobierno responden de manera significativa a los precios de dichos productos. No obstante, persiste una gran divergencia entre naciones.

Tabla 5
Correlación entre los componentes cíclicos del gasto de gobierno real y el PIB real en los países de LAC-7 y G-7 para los periodos 1960-1999 y 2000-2009

		Correlación entre los componentes cíclicos del gasto de gobierno real y el PIB real	
País	**Ciclicidad fiscal**	**Promedio 1960 - 1999**	**Promedio 2000 - 2009**
Argentina	Pro - Pro	0.31	0.01
Brasil	Pro - Contra	0.16	-0.18
Chile	Pro - Contra	0.27	-0.64
Colombia	A - Pro	0	0.17
México	Pro - Pro	0.14	0.84
Perú	Pro - Pro	0.65	0.87
Venezuela	Pro - Pro	0.4	0.68
Promedio LAC-7		**0.28**	**0.25**

		Correlación entre los componentes cíclicos del gasto de gobierno real y el PIB real	
País	**Ciclicidad fiscal**	**Promedio 1960 - 1999**	**Promedio 2000 - 2009**
Alemania	Pro - Contra	0.33	-0.33
Canadá	Contra - Contra	-0.09	-0.81
Estados Unidos	Contra - Contra	-0.16	-0.94
Francia	Contra - Acíclica	-0.49	0.02
Italia	Contra - Contra	-0.08	-0.14
Japón	Contra - Contra	-0.11	-0.56
Reino Unido	Contra - Contra	-0.53	-0.43
Promedio G-7		-0.16	-0.46

Fuente: Frankel, Végh y Vuletin, 2013.

Por otra parte, Céspedes y Velasco (2011) analizan cómo se comportan el gasto real del gobierno, el ingreso real del gobierno y el balance fiscal a través del ciclo de precios de los bienes primarios. Para tal fin, construyen un índice de precios de bienes primarios para un conjunto de 50 economías, que incluyen el LAC-7, en el periodo 1900-2010. Dicho índice les permite identificar dos episodios de bonanza (o incremento de precios): el primero de 1973 a 1985 y el segundo de 2004 a 2008, aunque con ligeras diferencias. La **tabla 6** presenta la semielasticidad del balance fiscal (como porcentaje del PIB) respecto al índice de precios de los recursos naturales construido por los autores. En este caso, un valor negativo sugiere prociclicidad del balance fiscal con respecto al precio de los bienes primarios.

Un vistazo al comportamiento cíclico del balance fiscal deja entrever que durante el primer episodio de bonanza, Argentina, Brasil, Colombia y México eran procíclicos: cuando aumentó el precio de los bienes primarios, el balance fiscal se deterioró. En contraposición, Chile, Perú y Venezuela exhibieron semielasticidades positivas, pero muy cercanas a cero, lo cual sugiere una leve mejoría en la posición fiscal como resultado del choque externo. No obstante, podría aducirse la presencia de una débil relación entre el balance fiscal y la fluctuación de los precios de los bienes primarios. En el segundo episodio de bonanza, el escenario cambia favorablemente para el LAC-7 en conjunto, ya que todos los países que lo conforman registraron semielasticidades positivas, lo que indica un desplazamiento de la política fiscal hacia medidas más contracíclicas.

Tabla 6
Cambio en la Ciclicidad del Balance Fiscal con respecto al Precio de los bienes primarios

País	Elasticidad de episodio 1, aproximadamente entre 1973 y 1985	Elasticidad de episodio 2, aproximadamente entre 2004 y 2008	Diferencia entre periodos
Argentina	-0.02	0.11	0.13
Brasil	-0.09	0.08	0.17
Chile	0.10	0.21	0.11
Colombia	-0.03	0.06	0.09
México	-0.04	0.06	0.10
Perú	0.09	0.07	-0.02
Venezuela	0.10	0.12	0.02
Promedio LAC-7	**0.02**	**0.10**	**0.09**

Fuente: Céspedes y Velasco, 2011.

Durante el periodo 2000-2009, la prociclicidad persistió en los países del LAC-7. No obstante, Brasil y Chile han logrado vencer la trampa y han direccionado la política fiscal hacia un patrón contracíclico. El caso que llama más la atención es el de Chile, que pese a ser un productor de materias primas, ha implementado una política fiscal contracíclica.

Según Frankel (2011), la estrategia de este país obedece: "*…a la innovación de un conjunto de instituciones fiscales que están diseñadas para funcionar incluso en un mundo donde los políticos y los votantes son falibles seres humanos y no ángeles*". Destaca el hecho de que Chile sigue una regla fiscal cuyo objetivo es tener un balance fiscal estructural, es decir, un balance ajustado cíclicamente. Esto significa que el incremento temporal de los ingresos fiscales es ahorrado, no gastado.

Un acercamiento al manejo de la política monetaria muestra un panorama más alentador para la región. La **Tabla 7** presenta la correlación entre el componente cíclico de la tasa de interés de la política y el PIB real. En consecuencia, una correlación positiva refleja una política monetaria contracíclica, y viceversa. Entre 1960 y 1999 Argentina, Brasil, Colombia y Perú tenían una política monetaria contracíclica. En contraposición, Chile, México y Venezuela eran procíclicos. Ahora bien, ¿qué factores podrían explicar la prociclicidad? Una posible explicación tiene sus raíces en la hipótesis de Végh y Vuletin (2012) denominada "miedo a la caída libre", la cual señala que en muchos países en vías de desarrollo, la depreciación de la moneda doméstica durante periodos recesivos –caracterizada por salidas masivas de capital– podría forzar a incrementar la tasa de interés para defender la moneda.

El temor consiste en que una depreciación acelerada de la moneda podría sumir la economía en una crisis aún más profunda, lo cual fomentaría la salida de capitales y llevaría a la quiebra generalizada a las empresas endeudadas en dólares. La necesidad de incrementar la tasa de interés para defender la moneda podría excluir la posibilidad de usar la política monetaria para estimular la economía, como sucede en los países desarrollados, los cuales se caracterizan por implementar una política monetaria contracíclica.

Végh y Vuletin (2012) miden el "miedo a la caída libre" computando la correlación entre el componente cíclico de la tasa de interés de corto plazo y la tasa de depreciación del tipo de cambio. Una correlación positiva indica que la tasa de interés de corto plazo sube cuando la moneda doméstica se está depreciando, lo cual significa que la autoridad monetaria responde sistemáticamente a movimientos en el tipo de cambio. En la tabla 7 queda claro que para el periodo 1960-2009, los resultados sugieren la presencia del "miedo a la caída libre", a excepción de Argentina y Colombia.

Tabla 7

Correlación entre los componentes cíclicos de la tasa de interés del Banco Central y el PIB real en los países de LAC-7 para los periodos 1960-1999 y 2000-2009. Correlación entre el componente cíclico de la tasa de interés de corto plazo y la tasa de depreciación del tipo de cambio (miedo a la caída libre) para el periodo 1960-2009.

		Correlación entre los componentes cíclicos de la tasa de interés del Banco Central y el PIB real		Correlación entre el componente cíclico de la tasa de interés de corto plazo y la tasa de depreciación del tipo de cambio
País	**Ciclicidad monetaria**	**Promedio 1960 - 1999**	**Promedio 2000 - 2009**	**Promedio 1960 - 2009**
Argentina	Contra - Contra	0.05	0.61	-0.05
Brasil	Contra - Pro	0.14	-0.09	0.45
Chile	Pro - Contra	-0.46	0.81	0.56
Colombia	Contra - Contra	0.42	0.77	-0.14
México	Pro - Contra	-0.43	0.59	0.56
Perú	Contra - Contra	0.11	0.62	0.11
Venezuela	Pro - Contra	-0.36	0.28	0.65
Promedio LAC-7		**-0.08**	**0.51**	**0.31**

Fuente: Végh y Vuletin, 2012.

Pese al resultado anterior, ¿qué podría explicar la capacidad de los países del LAC-7 para escapar de la trampa de la prociclicidad durante la primera década de los 2000?

Nuevamente, el factor institucional cobra una relevancia trascendental. De hecho, una sucinta mirada a dicha década nos permite visualizar una serie de reformas institucionales que fueron implementadas en la región, como ya lo explicamos en la sección previa. Destacan el mayor grado de independencia de los bancos centrales; la adopción del esquema de metas de inflación y la flexibilización de los regímenes. De esta manera, el desarrollo y fortalecimiento de mejores instituciones ha coadyuvado a mitigar el "miedo a la caída libre", lo cual ha empoderado a los hacedores de política con la capacidad de utilizar la política monetaria —en la mayoría de los casos, la tasa de interés— de forma contracíclica.

4. América Latina: riesgos y retos

4.1 Nueva estructura económica mundial

Para contextualizar los riesgos latentes que enfrenta América Latina, debemos analizar brevemente el cambio de la geografía económica mundial después de la Crisis Financiera de 2008, ya que han surgido ganadores y perdedores, dependiendo de las diferencias estructurales de los países.

De acuerdo a Talvi, Munyo y Pérez (2012), la estructura de la economía global se transformó de diversas formas después de 2008. Primero hubo un cambio significativo en la composición de la demanda mundial, que se caracterizó por la caída de la demanda de las economías avanzadas, la cual fue sustituida por la de las economías emergentes con alta propensión a consumir materias primas. En un entorno de tasas de interés extremadamente bajas, esto causó que los precios de las materias primas subieran a máximos históricos (ver **gráfica 4**). Adicionalmente, se desaceleraron los flujos de remesas de economías avanzadas hacia algunas emergentes.

Debido a estos factores, los países de Suramérica que son exportadores de bienes primarios y tienen una baja dependencia de las remesas, fueron los más beneficiados. En contraste, México y las naciones de Centroamérica, que son principalmente importadores de bienes primarios –aunque México es exportador neto de energía– y tienen alta dependencia de las remesas, resultaron menos favorecidos.

Los países cuyas principales exportaciones están dirigidas a mercados que se fortalecieron después de la crisis, como China y otras economías asiáticas, también salieron beneficiados. En esta dimensión, nuevamente difiere Suramérica de México y los países de Centroamérica, ya que estos últimos tienen mayor integración comercial con Estados Unidos, que fue el epicentro de la crisis, mientras que Suramérica tiene más vínculos con las economías emergentes que se recuperaron de manera relativamente rápida.

Finalmente, los países con altos niveles de integración con los mercados financieros globales resultan favorecidos en un entorno de bajas tasas de interés y primas de riesgo, situación que está presente en Suramérica y México. El periodo crítico, carac-

terizado por tasas de interés y primas de riesgo extremadamente bajas, ha causado grandes flujos de capital hacia mercados emergentes, incluyendo las economías de América Latina. El desapalancamiento de los hogares y empresas en las economías avanzadas liberó recursos financieros a tasas muy bajas que se han refugiado en los países emergentes, permitiendo la compra de tierra, propiedades, corporaciones, así como bonos y acciones, lo cual impulsa el incremento del crédito y del producto en varios de estos países.

De acuerdo a Talvi *et al.* (2012), los flujos de capital hacia América Latina se triplicaron después de la Crisis Financiera. Sin embargo, no se distribuyeron equitativamente entre los países, sino que la mayor parte se concentró en América del Sur.

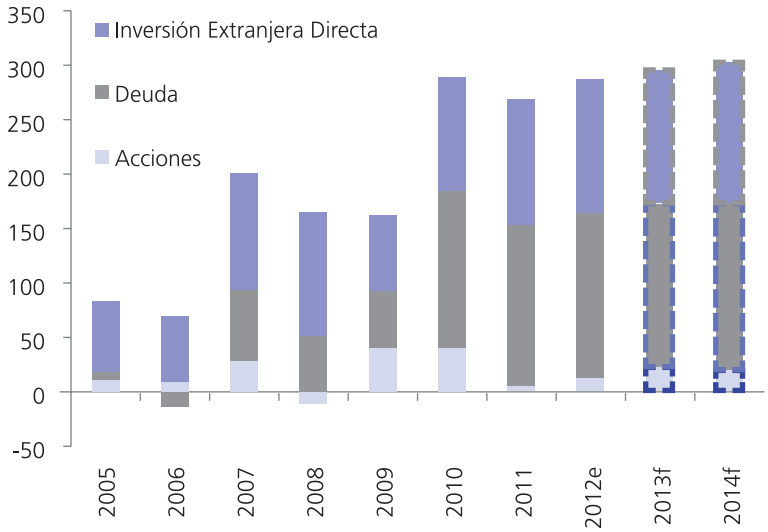
4.2 Entradas de capital

La **gráfica 10** muestra las entradas netas de capital del LAC-7, especificando el tipo de flujo: acciones, deuda e inversión extranjera directa. Excluyendo a Perú, la inversión en cartera, que incluye acciones y deuda, y que se considera altamente volátil, subió 39% en 2011 con respecto a 2007.

Sin descartar ni minimizar sus múltiples beneficios, la entrada de capitales a América Latina también conlleva riesgos. De acuerdo a Velarde (2013), el incremento de las entradas de capital responde, principalmente, a factores de corto plazo, como los diferenciales de tasas de interés respecto a países industriales, así como cambios estructurales cuyos efectos sobre el crecimiento económico comenzarán a percibirse en el mediano plazo. Un peligro latente es que el exceso de liquidez, aunado a la poca profundización financiera en la región, cause una expansión insostenible del crédito, un incremento del endeudamiento de hogares y empresas, y que facilite la formación de burbujas. Por lo anterior, es deseable que se implementen políticas de regulación y supervisión en el sistema financiero. América Latina ha establecido políticas macroprudenciales desde antes de la entrada de capitales, como los requerimientos de reserva, la acumulación de reservas internacionales y los impuestos a la entrada de capitales. Sin embargo, estas medidas no necesariamente previenen que el exceso de liquidez demerite la calidad de los créditos otorgados, lo que aumenta la probabilidad de que se presente una crisis.

Otro reto es instaurar políticas para cambiar la composición del capital, de tal forma que la inversión extranjera directa (IED) prevalezca sobre la inversión en deuda y acciones. De esta manera es más fácil canalizar el ahorro externo al crecimiento económico, siempre y cuando se den las condiciones necesarias para la inversión. Adicionalmente, un mayor porcentaje de IED reduce el riesgo de una reversión repentina de los flujos de capital y, consecuentemente, de una depreciación de las monedas.

Gráfica 10
Entradas netas de capital en el LAC-7
(Cifras en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, 2013.
Nota: LAC-7 representa los flujos acumulados excluyendo a Perú.

5. Crisis en la zona euro y reversión de los flujos de capital

La Crisis de Deuda Soberana en la zona euro podría deteriorar las condiciones financieras internacionales que afectan a las economías emergentes. Específicamente, una nueva etapa de turbulencia financiera internacional podría causar una reversión repentina de los flujos de capital.

Existen índices que sirven para determinar la vulnerabilidad externa de América Latina. Talvi *et al.* (2012) analizan este tema utilizando dos indicadores: liquidez externa y vulnerabilidad macroeconómica externa. El indicador de liquidez externa mide las reservas internacionales disponibles para cumplir con las obligaciones externas totales (públicas y privadas) y con las obligaciones públicas nacionales durante 12 meses. Una mayor exposición de corto plazo se asocia a menor liquidez y mayor probabilidad de crisis (ésta se incrementa de manera exponencial cuando el indicador excede el nivel 100). De acuerdo a la literatura, es un indicador robusto para predecir crisis financieras. La mayoría de las economías emergentes, incluyendo las de América Latina, tienen altos niveles de liquidez externa. Por ende, casi todas están bien posicionadas para hacer frente a sus obligaciones ante un choque externo.

Sin embargo, los episodios de volatilidad financiera frecuentemente causan ajustes drásticos en la cuenta corriente de las economías emergentes. Por lo tanto, aunque las economías estén blindadas desde el punto de vista de liquidez, podrían ser vulnerables desde una perspectiva macroeconómica.

Talvi *et al.* (2012) utilizan el Indicador de Vulnerabilidad Macroeconómica Externa (EMVI), medido como la razón del balance de la cuenta corriente (ajustada por los precios de las materias primas) a las importaciones totales. Esto es, mide el ajuste requerido en las importaciones para cerrar cualquier déficit en la cuenta corriente, en caso de que el ajuste ocurra solamente mediante una reducción de las importaciones. El indicador divide los países emergentes en tres grupos: baja vulnerabilidad (EMVI<0), mediana vulnerabilidad (0<EMVI<11) y alta vulnerabilidad (EMVI>11). En general, las economías que recibieron más flujos de capital, como las de Suramérica, arrojaron un EMVI más alto.

Esta fragilidad fue evidente ante el deterioro de las condiciones financieras globales que comenzó en 2011, después del miedo generalizado de que la Crisis de Deuda Soberana de los Países Europeos se extendiera a países grandes como España e Italia. Para determinar el impacto, Talvi et al. (2012) midieron el diferencial en las tasas anuales de crecimiento entre el primero y el segundo semestre de 2011. En América Latina, los países con un EMVI moderado o alto, como Argentina y Brasil, fueron los más afectados. En promedio, las naciones con un EMVI moderado o alto tuvieron una desaceleración de 0.9 puntos porcentuales, mientras que las que registraron un EMVI bajo mostraron una aceleración de 1.3 puntos porcentuales.

6. Normalización de la política monetaria en Estados Unidos

Otro riesgo que enfrenta América Latina, y que se relaciona directamente con los flujos de capital, es la normalización de la política monetaria de Estados Unidos en un contexto de recuperación económica de este país.

Las naciones de América Latina han fortalecido sus marcos institucionales y sus fundamentales macroeconómicos, lo cual les permite enfrentar un ajuste de este tipo. Aun así, se deben considerar los posibles efectos de un cambio en la política monetaria de Estados Unidos.

La normalización de la política monetaria de EU mediante un aumento en las tasas de interés sería el resultado del restablecimiento económico de este país. Y esto beneficiaría a toda la región porque aumentarían la demanda de productos de los países América Latina y el envío de remesas de los trabajadores. Además, subirían los precios de los bienes básicos, lo cual tendría un impacto positivo en las economías exportadoras netas de este tipo de productos. Pero, por otro lado, el alza de las tasas de interés incidiría negativamente en los flujos de capital.

El aumento de las tasas de interés en Estados Unidos tendría efectos diversos en los países de América Latina, dependiendo de las características estructurales de cada región, especialmente del nivel de integración financiera con la economía estadounidense. Uribe (2013) analiza este tema con claridad.

Las economías de Centroamérica y el Caribe, que son pequeñas y abiertas, tienen estrechos lazos comerciales con Estados Unidos. Son importadoras netas de bienes básicos y cuentan con regímenes de tipo de cambio fijo, semifijo y de dolarización. Sus exportaciones y la recepción de remesas aumentarían como resultado de la recuperación de Estados Unidos porque se incrementaría la demanda agregada. Sin embargo, el alza de las tasas de interés estadounidenses induciría movimientos similares en las tasas de la región, lo que podría atenuar el efecto positivo.

Una situación similar se presentaría en México: aumentarían las exportaciones y la recepción de remesas, pero el alza de las tasas de interés en Estados Unidos provocaría salidas de capital y, probablemente, una depreciación del peso. Además, el alza de los precios de los bienes básicos podría generar presiones inflacionarias. Sin embargo, a diferencia de Centroamérica y el Caribe, la economía mexicana es más grande, lo que ayudaría a atenuar los efectos negativos. Por otro lado, el tipo de cambio flexible y la estrategia de objetivo de inflación permitirían modificar la política monetaria para estabilizar los precios y el producto.

En Suramérica, la recuperación de Estados Unidos tendría un impacto indirecto en la demanda agregada debido al incremento de la demanda mundial y de los precios internacionales de bienes básicos. Al igual que en México, el aumento de las tasas de interés provocaría salidas de capital y depreciación de las monedas de la región, aunque posiblemente en menor medida porque un alto porcentaje de las entradas de capital corresponde a flujos de IED. Adicionalmente, el impacto sería moderado en función de qué tan gradual sea el ajuste en Estados Unidos.

La reducción de los precios internacionales del petróleo generaría variaciones interesantes. Los países exportadores netos de energía tendrían una disminución en sus términos de intercambio, mientras que los importadores netos verían una mejora.

Es importante continuar monitoreando el comportamiento de los precios de los activos y la fortaleza financiera de los bancos, las empresas y los hogares. También es necesario considerar que el continuo relajamiento monetario de Japón y Europa podría inducir entradas de capital y elevar la vulnerabilidad financiera.

Capítulo 7

Las transformaciones del modelo económico en México desde la perspectiva de la política monetaria

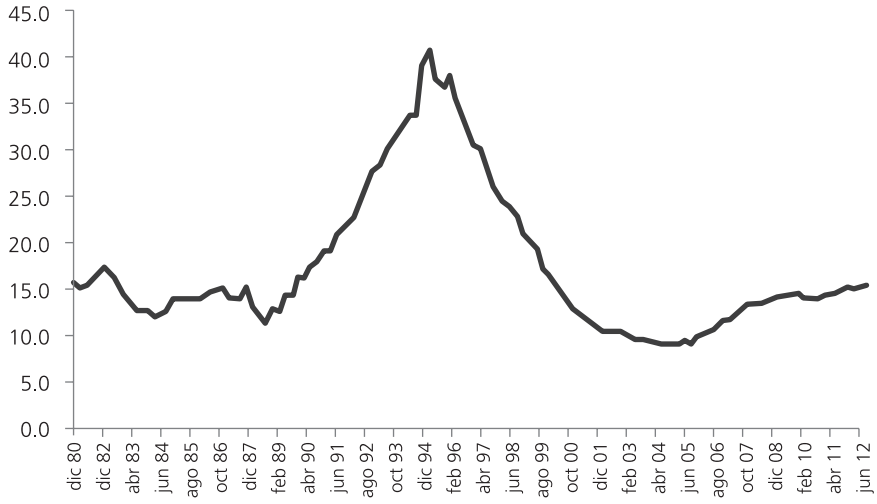
Everardo Elizondo
Profesor de Economía
Escuela de Gobierno y Transformación Pública
ITESM, Campus Monterrey

1. A manera de antecedentes

La relativa fortaleza mostrada por el sistema financiero nacional frente a la Gran Recesión resulta hasta cierto punto incomprensible, si no se le relaciona con lo sucedido unos 15 años antes. Entre fines de 1994 y al menos durante el año siguiente, la economía mexicana sufrió una grave dislocación económica y financiera que se manifestó no solo en una contracción abrupta y profunda de la actividad económica, sino también en la quiebra generalizada del sistema bancario.

Como es usual en ese tipo de episodios, la crisis fue precedida por un periodo que se caracterizó por un auge crediticio extraordinario. Entre la última parte del decenio de los 80 y los primeros años de la década de los 90, el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado de la economía presentó un dinamismo anormal, creciendo en términos reales a tasas sin precedentes. En consecuencia, la dimensión de los pasivos en relación con el PIB aumentó aproximadamente 25 puntos porcentuales en unos cuantos años. (**Gráfica 1**).

Gráfica 1
Crédito Bancario al Sector Privado no Financiero (% del PIB)



Fuente: Banco de México.

En retrospectiva, está claro que una parte de ese flujo se generó sin cuidar suficientemente el riesgo representado por los préstamos otorgados tanto a las personas físicas como a las empresas. Al parecer, ni los banqueros ni las autoridades estaban preparados para una expansión acelerada de sus actividades.

En particular, el problema consistió en la concesión de créditos a tasas de interés flotantes. Este hecho no parecía relevante, considerando la estabilidad macroeconó-

mica que se manifestaba tanto en el control de la inflación como en la firmeza del tipo de cambio. Sin embargo, lo cierto es que la situación estaba marcada por varios desequilibrios, destacando entre ellos el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuya contraparte lógica consistía en flujos de capital de corto plazo.

La fragilidad del esquema quedó en evidencia conforme diversos acontecimientos políticos negativos, todos muy graves, minaron la confianza de los inversionistas. Los dos eventos principales resultaron ser, como se recuerda, un levantamiento armado en el sureste del país y el asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato del PRI a la Presidencia de la República. La incertidumbre consecuente se tradujo en una fuga de capitales considerable y acelerada hacia el final del año.

La secuela económica de 1994 correspondió fielmente a lo que se conoce en la teoría de las finanzas internacionales como "la trilogía imposible". La frase corresponde a la proposición de que una economía abierta al flujo de capitales entre fronteras, con un tipo de cambio fijo, no puede tener una política monetaria independiente.[1] En el caso mexicano, la salida de capitales se tradujo en una reducción equivalente de las reservas oficiales de divisas extranjeras, para mantener el tipo de cambio fijo. Ello debería haberse reflejado en una contracción monetaria y un ascenso de las tasas de interés. No fue así porque las autoridades decidieron poner en práctica una política monetaria compensatoria.

A la postre, como predice la teoría, el agotamiento de las reservas obligó al abandono de la paridad oficial. El peso se devaluó abruptamente en el mercado cambiario, la inflación se elevó y las tasas de interés de corto plazo se dispararon. Esto último causó un aumento pronunciado de la carga financiera para los deudores de la banca, la cual excedió su capacidad de pago. En consecuencia, la cartera vencida creció y las instituciones perdieron su capital.

Las autoridades financieras intervinieron para garantizar los recursos de los depositantes, mantener el funcionamiento del sistema de pagos y rehabilitar las instituciones. Los mecanismos utilizados para tales propósitos fueron muy variados, pero, al menos en lo tocante a los dos primeros objetivos, resultaron totalmente efectivos.

El saneamiento de los activos de los bancos se realizó a través de distintos apoyos y, como es usual en estos casos, significó la absorción de una parte significativa de los "créditos malos" por parte del fisco federal. Sin embargo, el proceso estuvo condicionado a la aportación de capital nuevo por parte de las instituciones que estaban en dificultades.

La crisis condujo a una reestructuración del sistema bancario mexicano. La necesidad de recapitalizar las instituciones motivó un relajamiento gradual de las restricciones a la propiedad por parte de los extranjeros. La liberalización llegó a ser total:

[1] Para una discusión más detallada véase: Obstfeld, Maurice; Shambaugh, Jay C., y Taylor, Alan M. 2005. "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 87(3), pp. 423-438.

primero para países con los que México tenía un acuerdo de libre comercio (1999); más tarde se universalizó, por así decirlo. El resultado ha sido que cuatro de los cinco bancos más grandes del país pertenecen a grupos financieros internacionales: BBVA, Citigroup, Santander y HSBC.

2. La macroeconomía de México: el choque y la recuperación

La gran crisis financiera y económica mundial que se inició en 2007 tuvo un fuerte impacto sobre la parte real de la economía mexicana. El PIB creció apenas 1.2% en 2008 y cayó 6.2% en 2009 (**gráfica 2**). En términos trimestrales, la parte más aguda de la crisis (el valle, la sima) ocurrió en el segundo trimestre de 2009. Las exportaciones manufactureras sufrieron entonces un descenso precipitado, reflejando sin remedio la contracción del gasto en la economía estadounidense. Los dos componentes de la demanda privada interna (consumo e inversión) se redujeron de manera abrupta. La recesión de la producción se tradujo de inmediato en una baja de la ocupación de la mano de obra. En mayo de2009, el empleo formal (IMSS) era 4% menor que en el mismo mes del año previo.

Sin embargo, en el segundo semestre de 2009, la economía mexicana comenzó a presentar señales muy claras de recuperación, siendo impulsada, entre otros factores, por las exportaciones manufactureras, quizá propiciadas, a su vez, por la devaluación del peso mexicano frente al dólar estadounidense.

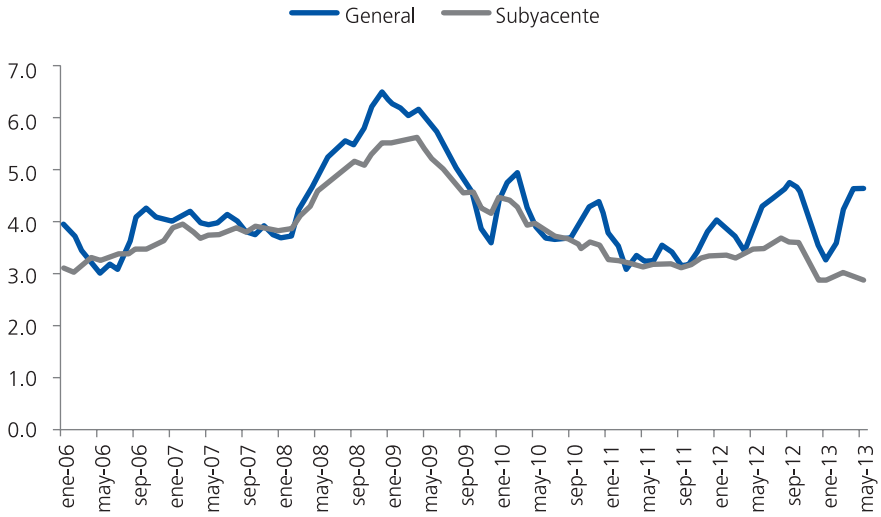
Para el primer trimestre de 2010, la tasa anual de variación del PIB real fue positiva, y el crecimiento para todo el año se ubicó en 5.5%. La expansión continuó durante el año siguiente, aunque lógicamente a un paso más moderado, de manera que el PIB creció 3.9%. En 2012 se registró un crecimiento igual al del año anterior.

En plena crisis, la escasez de la demanda contribuyó a despresurizar la inflación, la cual había venido subiendo desde 2006 (**gráfica 3**). El fenómeno se aceleró en 2008, cuando el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) aumentó 6.5%, impulsado en parte por el alza de los precios internacionales de las materias primas. En 2009, la inflación llegó solo a 3.6%.

Gráfica 2
Crecimiento del PIB (% de variación anual)

Fuente: INEGI

Gráfica 3
Inflación (% de la variación anual del INPC)



Fuente: Banco de México.

3. La respuesta de las políticas económicas: la fiscal expansiva y la monetaria laxa

La política económica respondió casi de inmediato al reto planteado por la crisis adoptando una posición anti-cíclica de libro de texto. En el ámbito de las finanzas públicas, el gasto neto presupuestario aumentó en cuatro puntos porcentuales del PIB entre 2007 y 2009 (de 21.9% a 25.9%), reflejando un crecimiento significativo de todos los componentes.

La fracción no ha cambiado mucho desde entonces. El balance presupuestario pasó del equilibrio en 2007 a un leve déficit un año después, y a uno mayor (2.3% del PIB) en 2009. De hecho, la postura deficitaria se amplió en 2010, llegando a un desequilibrio de notable 2.9%, al menos para los estándares históricos recientes. El déficit se redujo ligeramente al año siguiente pero, en términos simples, la política fiscal continuó siendo expansiva.

Otra manera de visualizar lo ocurrido consiste en examinar la trayectoria del renglón llamado Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP). En 2007, los RFSP representaron cerca del 1% del PIB, pero llegaron a 3.5% en 2010; el cociente se redujo a 2.7% al año siguiente, solo para aumentar de nueva cuenta a 3.2% en 2012.

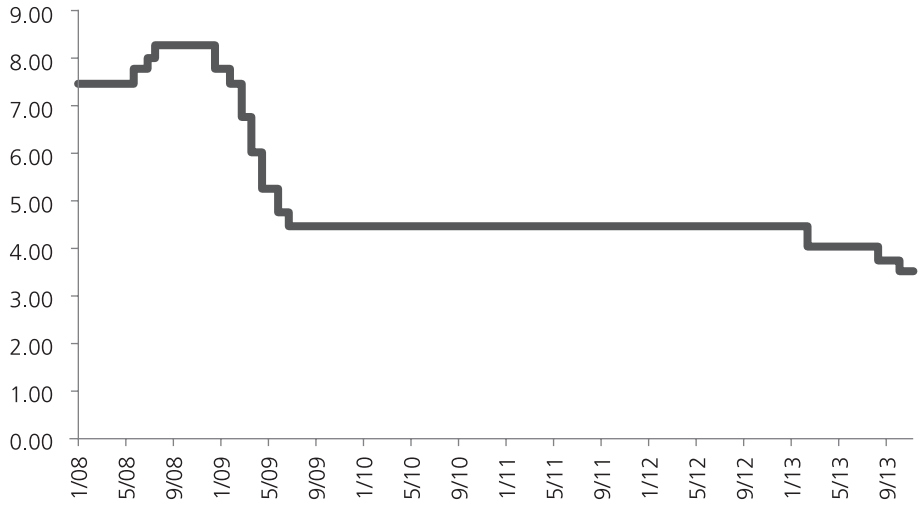
Vale hacer notar que el endeudamiento del sector público, medido por el concepto denominado "deuda económica amplia neta", que incluye los pasivos del gobierno federal, de las entidades paraestatales y de los intermediarios financieros oficiales, se incrementó abruptamente. En 2007 apenas representaba14% del PIB, pero subió casi a 29% en 2009 y excedió al 30% en2011. Este cambio se presta a confusiones, considerando que el déficit del sector público no creció en forma correspondiente.

Así pues, está claro que, en la parte fiscal, el gobierno mexicano reaccionó a la crisis en forma keynesianamente canónica. Queda por ver cómo y cuándo recuperará el "equilibrio", dado que el último año del sexenio presidencial 2006-2012 se caracterizó por un aumento significativo de las erogaciones. En la primera parte de 2013, el gasto público se redujo en forma notable, en parte como resultado de un esfuerzo correctivo.

La política monetaria del Banco de México (Banxico) opera siguiendo el esquema de objetivos de inflación desde 2001, y su meta puntual es alcanzar en el mediano plazo un índice de 3% anual, midiendo el alza de los precios con el Índice Nacional de Precios al Consumidor. La propia meta constituye el "ancla nominal" cuyo propósito es influir en las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En consecuencia, frente a la generalización del aumento de los precios durante 2008, el Banco Central respondió elevando sucesivamente su tasa de interés objetivo de 7.50% en mayo a 7.75%, 8.0% y 8.25% en los tres meses siguientes (**gráfica 4**). Algo similar hicieron diversos bancos centrales de América Latina.

Gráfica 4
Tasa de Interés Objetivo de la Política Monetaria (% anual)

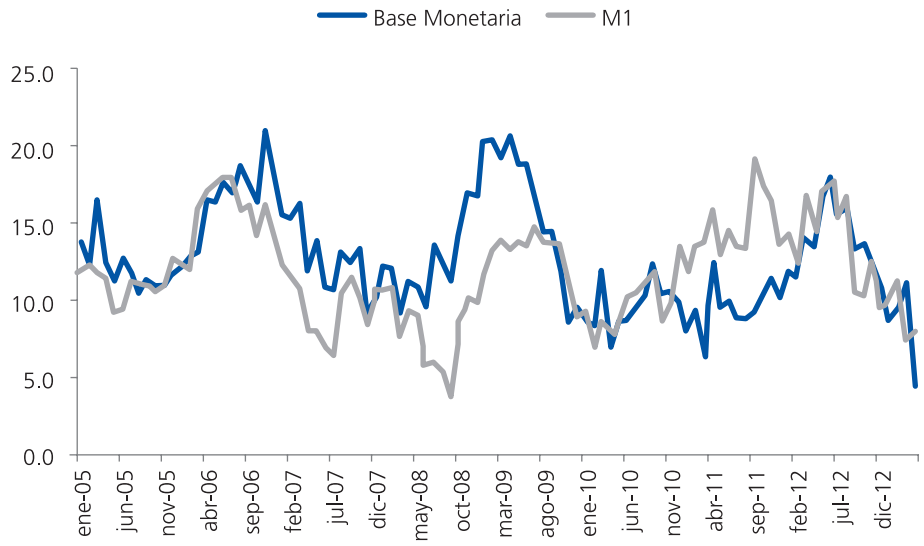


Fuente: Banco de México.

Sin embargo, conforme se manifestaron los impactos negativos de la crisis mundial sobre la actividad económica nacional, la Junta de Gobierno de Banxico decidió bajar la tasa de interés objetivo en forma escalonada, pero relativamente rápida, a lo largo de 2009. En consecuencia, para julio de ese año, la tasa se había reducido casi cuatro puntos porcentuales, es decir, hasta 4.50%. Ese nivel se mantuvo hasta marzo 2013, cuando el banco decidió reducirla a 4.00%. Dada la imprevista debilidad de la actividad económica a lo largo de dicho año, la Junta acordó dos reducciones adicionales, de manera tal que la tasa de referencia llegó a 3.50%. Ello significa que la tasa de interés real ha sido cero o negativa en los últimos años.

Banxico provee a la economía toda la liquidez que demandan los agentes económicos, pero lo hace determinando el costo correspondiente (la tasa de interés), de manera congruente con su postura de política monetaria. En términos generales, la trayectoria reciente de los dos agregados monetarios más importantes, la base monetaria y el llamado M1, han reflejado con cierta fidelidad la reacción de los participantes en los mercados a la cambiante percepción del riesgo y a los movimientos de la tasa de interés (**gráfica 5**). En general, la tendencia mostrada en el pasado inmediato coincide con una posición monetaria laxa, como era lógico que ocurriera frente a la crisis.

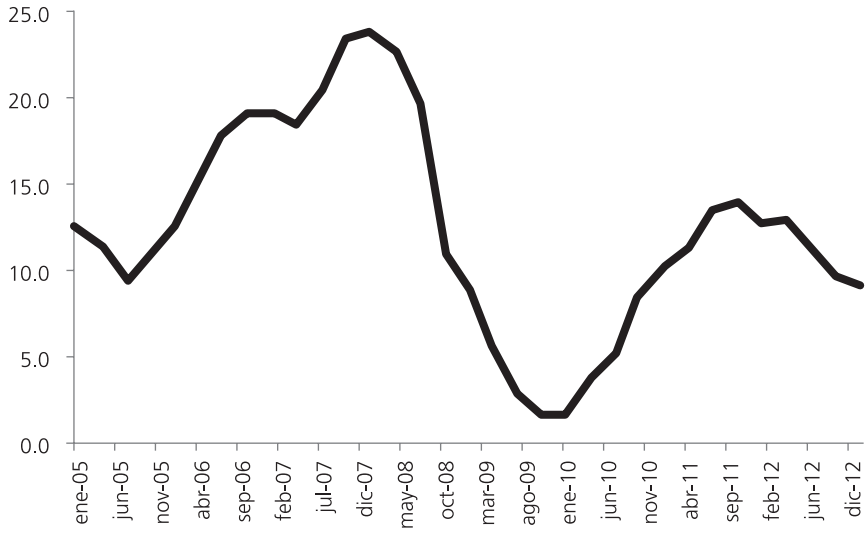
Gráfica 5
Agregados Monetarios (% de variación anual)



Fuente: Banco de México.

Desde luego, lo verdaderamente importante con respecto a lo anterior sería la respuesta del crédito bancario al sector privado. Sin embargo, este canal de influencia de la política monetaria tiene una relevancia limitada, por razones históricas. La explicación de ello es que el renglón referido, medido como proporción del PIB, cayó precipitadamente a raíz de la crisis de 1994 (unos 25 puntos porcentuales). Y aunque ha aumentado durante la década más reciente, todavía dista mucho de mostrar una completa recuperación. Para matizar lo señalado, conviene recordar que el cociente alcanzado antes de la crisis fue producto de una expansión crediticia artificial, la cual, como todos los auges, terminó en un colapso. De cualquier manera, está claro que la evolución del crédito ha sido notoriamente pro-cíclica (**gráfica 6**).

Gráfica 6
Financiamiento Total al Sector Privado no Bancario
(interno, % de variación anual de saldos nominales)



Fuente: Banco de México.

Las autoridades financieras tomaron, además, varias medidas de naturaleza precautoria. Por ejemplo, establecieron mecanismos extraordinarios de provisión de liquidez a los mercados financieros (sobre todo a los bancos) con el propósito de facilitar el ajuste de algunas instituciones a la situación crítica dominada por la incertidumbre. Sin embargo, en general, no fue necesario utilizar en forma significativa los nuevos instrumentos disponibles.

4. La política cambiaria: flotación casi limpia

El régimen de tipo de cambio semifijo fue abandonado al final de 1994, por la fuerza de los hechos. El resultado fue una devaluación abrupta del peso frente al dólar estadounidense. Tiempo después, se adoptó un esquema de flotación prácticamente libre.

Conviene recordar que la política cambiaria de México está determinada por la Comisión de Cambios, órgano integrado por tres funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y tres del Banco de México. Pero la ley especifica que ninguna decisión de la Comisión podrá ser aprobada sin tener al menos un voto favorable de la Secretaría de Hacienda. Por tanto, en la práctica, el Ejecutivo tiene la última palabra en esta materia. El Banco Central es el operador de la política cambiaria, pero lo hace siguiendo las directrices de la Comisión.

Las operaciones cambiarias normales de Banxico, por así decirlo, incluyen la compraventa de las divisas que son resultado del manejo de la deuda del gobierno federal y, principalmente, del comercio internacional de Petróleos Mexicanos (Pemex). En otras palabras, para dar servicio a los pasivos públicos externos, el gobierno compra dólares exclusivamente a Banxico. En sentido opuesto, los dólares recibidos por Pemex, provenientes de las exportaciones de crudo, se venden solo a Banxico. Este último renglón ha sido el factor principal para explicar la acumulación de reservas.

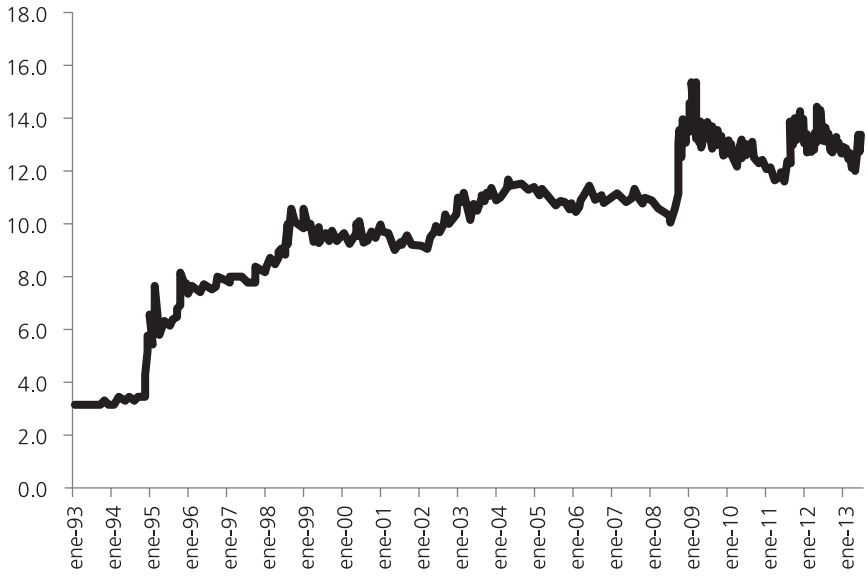
Banxico ha intervenido en el mercado de divisas utilizando dos mecanismos —uno de compra y uno de venta—, ambos de activación automática, lo que significa que funcionan solo cuando se cumplen ciertas condiciones. Las reglas son conocidas por los participantes privados. Dichos esquemas han operado con relativa eficacia desde 1996, pero no ininterrumpidamente. De hecho, en la actualidad nada más está vigente el mecanismo de venta, y se activa únicamente si el tipo de cambio se deprecia más de 2% de un día para otro.

Banxico ha intervenido en forma discrecional en el mercado de divisas en dos ocasiones a lo largo de los últimos 15 años: en septiembre de 1998 con una cantidad muy pequeña, y entre fines de 2008 y principios de 2009 —esta vez en forma masiva, para responder a una situación anormal relacionada con algunos efectos que tuvo en México la turbulencia externa—. Por ejemplo, durante 2009, los mecanismos de venta de dólares se tradujeron en una inyección de unos 16,250 millones de dólares (en 2008 fueron alrededor de 14,000 millones), sobre todo en los dos primeros trimestres del año. Conforme la situación tendió a estabilizarse, la intervención se redujo drásticamente, porque nunca tuvo otra intención que evitar condiciones desordenadas, de corte temporal, en el mercado cambiario. Ésa es, precisamente, la razón de ser de las reservas internacionales.

La magnitud y extensión de la crisis financiera internacional tomó por sorpresa tanto a las autoridades gubernamentales como al común de los participantes en los mercados. Una de sus manifestaciones consistió en el aumento de la aversión al riesgo. En el caso del peso mexicano, ello se tradujo en una devaluación pronunciada. Hacia el verano de 2008, el tipo de cambio tocó un nivel muy parecido al que se registró10 años antes: 10.40 pesos por dólar, en números redondos. Sin embargo, durante los meses siguientes tendió a elevarse con rapidez, superando los 15.00 pesos en los primeros meses de 2009 (**gráfica 7**).

Esta variación abrupta se debió a causas específicas. Entre ellas, quizá la más importante fue el alza pronunciada de la demanda de divisas por parte del sector privado. Específicamente, se originó en la necesidad de cubrir posiciones en diversos tipos de instrumentos derivados.

Gráfica 7
Tipo de Cambio Nominal (pesos por dólar)

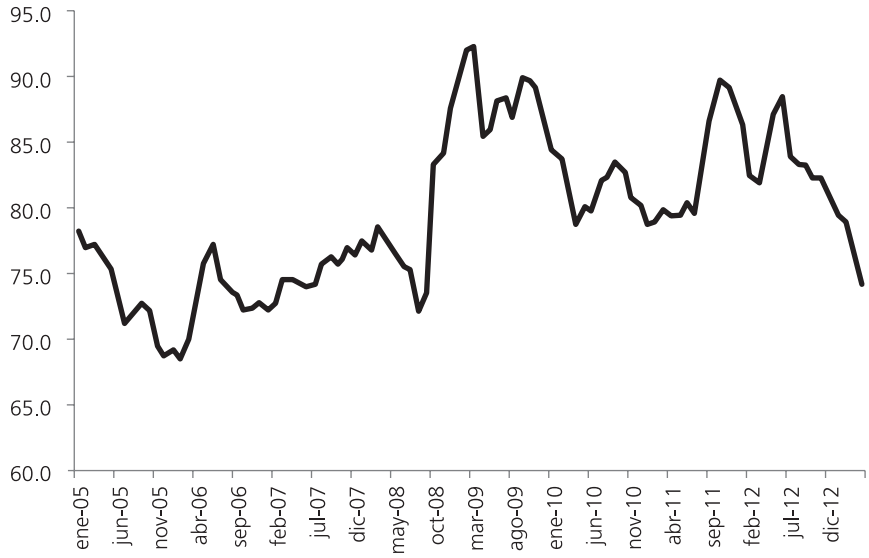


Fuente: Banco de México

Conviene reiterar que Banxico no tiene un objetivo para el tipo de cambio nominal. Esto, en concordancia lógica con la idea de contar con libertad en lo tocante a la política monetaria. En una economía donde no hay trabas al movimiento de capitales a través de las fronteras y donde se quiere usar la política monetaria discrecional para influir sobre alguna variable económica interna (la inflación, el PIB nominal), es preciso contar con un régimen de tipo de cambio flotante. Ésta es una de las lecciones más importantes derivadas de la teoría moderna de la economía internacional, y conviene tenerla en mente para evitar un debate improductivo. Cuando el tipo de cambio está fijo, o predeterminado en alguna forma, la política monetaria está sujeta a los límites impuestos por la necesidad de mantener dicho régimen. En otras palabras, carece de autonomía.

El tipo de cambio real del peso se depreció casi en *tándem* con la devaluación nominal debido a que, entre otros factores, la recesión mundial se tradujo en una caída de los términos de intercambio para México (**gráfica 8**). Así pues, esta variable resultó ser un factor de ajuste automático que indujo una respuesta positiva en el sector externo y que, obviamente, estimuló las exportaciones. El episodio confirmó, una vez más, las bondades del sistema de paridad flotante.

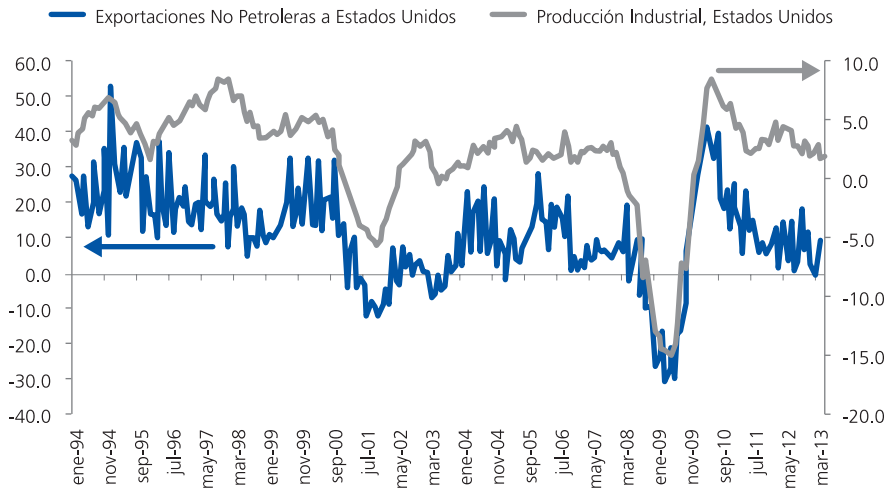
Gráfica 8
Tipo de Cambio Real (índice)



Fuente: Banco de México.

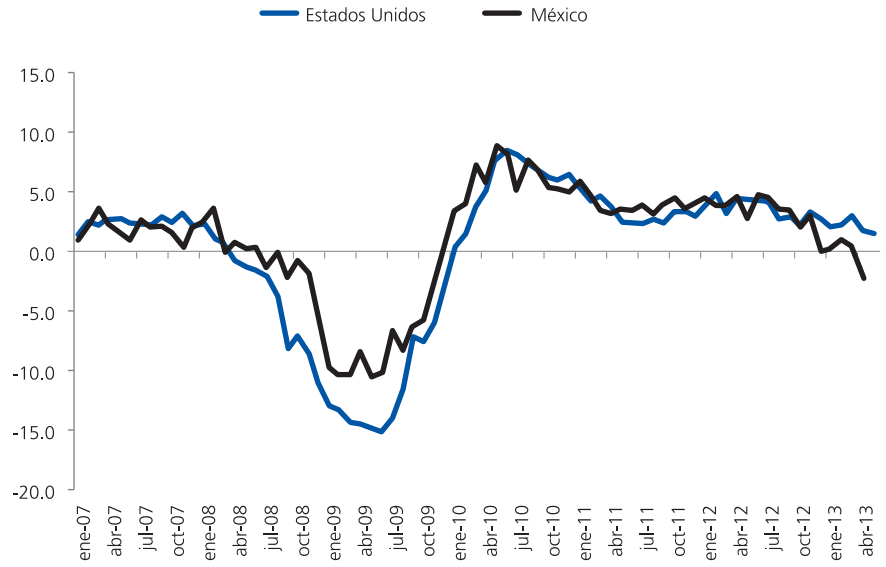
Es oportuno señalar que, estadísticamente, el principal determinante de las exportaciones manufactureras de México es el vigor de la actividad industrial de Estados Unidos, no el tipo de cambio real. Éste es un resultado estándar en las estimaciones econométricas y puede corroborarse *grosso* modo mediante un simple examen gráfico.

Gráfica 9
Exportaciones no petroleras a Estados Unidos y Producción Industrial de Estados Unidos (% de variación anual)



Fuente: INEGI, Federal Reserve Board.

Gráfica10
Producción Industrial (% de variación anual)



Fuente: INEGI, Federal Reserve Board.

5. A manera de conclusión

La Gran Recesión puso de manifiesto la vulnerabilidad de la economía mexicana frente a choques negativos de origen externo, en particular cuando proceden de Estados Unidos. En términos numéricos, ello se tradujo en un crecimiento del PIB real de apenas 1.2% en 2008 y en una caída de 6.2% al año siguiente. De ahí se derivó una reducción abrupta del ingreso por habitante. El episodio ha resultado una muestra más de cómo la frecuente ocurrencia de crisis, cualquiera que haya sido su raíz, explica en buena medida el bajo crecimiento promedio anual que ha mostrado la economía nacional a lo largo de una generación.

Dicho lo anterior, conviene recordar que la crisis se gestó en la combinación de varias políticas públicas erróneas en Estados Unidos, las cuales propiciaron la debilidad de su sistema financiero. El desastre se propagó rápidamente a otras latitudes, precisamente a aquéllas donde también se habían adoptado fórmulas similares a las estadounidenses.

La situación fue distinta en México. El sistema financiero nacional no tenía en su balance (ni fuera del mismo) activos tóxicos que pudieran causar una descapitalización abrupta. Su cartera no presentaba riesgos graves de incumplimiento y se encontraba bien reservada. Tampoco mostraba una exposición inadecuada en moneda extranjera. En otras palabras, ofrecía un contraste muy favorable frente a varias economías avanzadas.

Como ya apuntamos, las políticas fiscal y monetaria respondieron adecuadamente al reto planteado por el choque externo. En el ámbito fiscal, el gasto público aumentó en forma significativa, financiando la expansión con un incremento de la deuda, tanto interna como externa. La idea motivadora fue contrarrestar parcialmente el impacto recesivo de la caída de las exportaciones en la demanda agregada. Desde luego, es obvio que los tipos de gasto involucrados eran muy distintos y, en consecuencia, resultaba imposible una compensación cabal.

En lo que respecta a la política monetaria, puede decirse que la reacción de Banxico de bajar la tasa de interés fue rápida y ortodoxa. También utilizó medidas no convencionales –ampliar la disponibilidad de liquidez e influir en la estructura temporal de las tasas de interés, entre otras–, pero su aplicación fue limitada porque la realidad no lo requirió.

En lo referente a la política cambiaria, el ajuste fue casi automático debido al régimen de flotación existente. La abrupta depreciación inicial del tipo de cambio se acotó con una intervención masiva temporal de Banxico en el mercado, con la única intención de mantener un mínimo de orden en la operación. De cualquier manera, Banxico no evitó la depreciación lógica del tipo de cambio real, consistente con la ocurrencia de un choque negativo externo.

En retrospectiva, el balance ha sido "positivo", si se considera la profundidad y la extensión de la catástrofe económica mundial. El PIB real aumentó 5.5% en 2010, 3.9% en 2011 y un poco más durante 2012. En otras palabras, la recuperación de la producción ha sido relativamente rápida.

Al mismo tiempo, el sistema financiero ha continuado operando con normalidad, expandiendo el crédito con mayor rapidez que la actividad económica y en condiciones básicamente sanas.

El tipo de cambio ha sufrido fluctuaciones pronunciadas, pero su volatilidad ha estado claramente asociada a la cambiante percepción de riesgo. Ésta, a su vez, ha estado ligada a la incertidumbre de los inversionistas sobre el curso de la crisis europea, a los vaivenes de la política fiscal de Estados Unidos y a la postura monetaria súper laxa de los principales bancos centrales, no tiene una vinculación directa con la alteración de los aspectos fundamentales de la economía mexicana. En ninguno de los tres factores mencionados se vislumbra un regreso pronto y duradero a una situación "normal".

Cabe destacar que la inflación mostró una trayectoria poco estable a lo largo de 2012. Tendió a descender durante los primeros cuatro meses, pero después mostró una ligera tendencia ascendente, la cual culminó en septiembre, explicada, en parte, por el alza de los precios de los productos agropecuarios. El resultado fue una creciente distancia entre la realidad y la meta formal del Banco de México (3%). El Banco Central consideró que el fenómeno era de carácter temporal y que, por tanto, no requería de un cambio en la postura de política monetaria. No obstante, emitió en octubre una declaración con un tono inequívoco de advertencia: si el proceso no se revierte, señaló la institución, *"sería procedente llevar a cabo próximamente un ajuste al alza en la tasa de interés de referencia"*. Parece claro que la intención de tal exposición era evitar el deterioro de las expectativas de inflación del público.

En el curso del último trimestre la inflación cedió en forma significativa, terminando el año en 3.6%. Frente a ello, Banxico cambió diametralmente de opinión y, en su comunicado de prensa del mes de enero 2013, apuntó que de consolidarse un entorno de *"menor crecimiento económico y menor inflación"*, *"sería aconsejable una reducción del objetivo de la tasa de interés (…) para facilitar el ajuste de la economía"*. Dos meses después, el banco bajó la tasa en cuestión en medio punto porcentual, acomodándose en cierta manera a la extrema laxitud de la política monetaria prevaleciente en el exterior, específicamente, en Estados Unidos.

Sin embargo, en junio, el Fed anunció al mercado financiero un programa bastante detallado de "normalización" de su posición, esto es, de un eventual término del llamado QE3. Aunque el Fed advirtió que la medida dependía de la evolución de la economía, la reacción fue negativa y violenta, manifestándose en un alza de las tasas de interés de largo plazo, una caída de los índices accionarios y una depreciación significativa de varias divisas, entre ellas el peso mexicano.

El episodio delineado revela la importancia de los eventos impredecibles en la evolución de corto plazo de la inflación y, por tanto, en la postura de política monetaria. Esto avala la posición de Banxico, en el sentido de haber establecido una meta de medio plazo para la inflación, lo suficientemente flexible para acomodar "los choques de oferta" y los cambios en el entorno. La dificultad estriba en no dar con ello señales de tolerancia que minen la confianza del público. Parafraseando un dicho clásico, podemos decir que el Banco Central no solo debe ser creíble en su función estabilizadora, sino también parecerlo. En todo caso, la clave en el logro de la estabilidad sostenible de los precios consiste en adoptar y mantener un horizonte de planeación de largo plazo.

Capítulo 8

Las transformaciones del modelo económico de México desde la perspectiva fiscal

Abel Mauro Hibert Sánchez
Director de Posgrado
Universidad Metropolitana de Monterrey

Resumen

Ante los estragos causados por la Crisis Financiera mundial de 2009, y anticipándose a sus consecuencias recesivas en la economía real, numerosos gobiernos y bancos centrales llevaron a cabo una serie de medidas anticíclicas de política fiscal y monetaria. El gobierno mexicano no fue ajeno a esa situación, y se vio obligado a implementar acciones con el objeto de contrarrestar la caída de la demanda agregada que provocó la disminución de los ingresos provenientes de la exportación de bienes manufacturados y productos petroleros.

Lo anterior fue posible gracias a la disciplina que tuvieron las finanzas públicas en los últimos 20 años, lo cual dio margen de maniobra para incrementar tanto el gasto público como el déficit fiscal y el tamaño de la deuda pública. El objeto del presente trabajo es explicar las principales medidas de política fiscal que llevó a cabo el gobierno mexicano para enfrentar la Crisis Financiera y los resultados obtenidos. Se plantean, por último, las restricciones que enfrentarán las finanzas públicas en el mediano plazo si no se incrementa el techo de ingresos fiscales y/o no se frena el crecimiento del gasto público relacionado con las pensiones del sector público y los subsidios.

Introducción

Desde 1976, México había sido iniciador de costosas crisis económicas regionales en los mercados financieros internacionales. El mal manejo de la política fiscal en los 70 y a principios de los 80 explica el origen de los desequilibrios que se transmitían al resto de la región latinoamericana.

A partir de 1983, el gobierno realizó un esfuerzo muy grande para mejorar la salud de las finanzas públicas mediante la contención del gasto público, principalmente el relacionado con subsidios y gasto de inversión. Adicionalmente, renegoció los términos de la deuda externa y llevó a cabo privatizaciones que le proporcionaron una gran cantidad de recursos para reducir los niveles de deuda, tanto interna como externa. También implementó reformas y adecuaciones en el marco tributario, lo cual ayudó a incrementar el número de contribuyentes y la base gravable.

Como resultado de estas acciones, bajaron significativamente los montos del déficit fiscal y los niveles de deuda interna y externa, tanto en monto absoluto como en relación con el Producto Interno Bruto (PIB). Además, se amplió el plazo en las emisiones de deuda pública. Para la primera década del siglo XXI, las finanzas públicas ya no presionaban a la oferta de fondos prestables, lo que permitió un mayor flujo de recursos financieros hacia el sector privado. La menor demanda de recursos financieros por parte del gobierno y la disciplina fiscal alcanzada coadyuvaron a que el Banco Central pudiera operar la autonomía concentrándose en la consecución de metas de inflación de mediano plazo.

A finales de 2007 comenzó a gestarse una crisis financiera internacional sin paralelo desde la Gran Depresión de principios de los años 30 del siglo XX. El problema inició en Estados Unidos ante la imposibilidad de muchos deudores de hipotecas –principalmente de las denominadas de "baja calidad" (subprime)– de cumplir sus compromisos. Debido a los complejos esquemas financieros construidos por los bancos de inversión, este incumplimiento se transmitió al sector financiero global empujando a la economía mundial a un periodo recesivo: durante 2009, la producción mundial retrocedió 0.6% con respecto al año previo. El PIB de las economías avanzadas retrocedió 3.5%: en Estados Unidos registró un variación negativa de 3.1% y en la eurozona de 4.4%.[1] Este desfavorable entorno externo se extendió a la economía mexicana a través de las exportaciones, lo cual impulsó una caída de 4.7% en aquel año.[2]

Para responder a esa caída tan pronunciada, los gobiernos y los bancos centrales de todo el mundo pusieron en marcha medidas de política fiscal y monetaria anticíclicas, tanto convencionales como no convencionales. Si bien se ha logrado atenuar la baja de la actividad económica, las acciones emprendidas tuvieron un efecto negativo en la mayoría de los países industrializados, ya que subió su déficit fiscal y enfrentaron un incremento sin precedente de la deuda pública como porcentaje del PIB.

El objetivo del presente trabajo es detallar, en primer lugar, las acciones que se llevaron a cabo desde el punto vista fiscal en los países desarrollados y sus resultados. En seguida, se hará una revisión de las acciones que implementó el gobierno mexicano en materia de política fiscal y los resultados de las mismas.

El buen desempeño de México en materia de finanzas públicas evitó que el incremento sustancial del gasto público, así como la elevación del déficit fiscal y de los niveles de deuda pública como porcentaje del PIB, se convirtieran en desbalances macroeconómicos que implicaran ajustes posteriores. A pesar del deterioro fiscal de nuestro país, su comportamiento se compara favorablemente con respecto al de otras economías desarrolladas. Sin embargo, el deterioro marginal de las finanzas públicas podría comprometer la marcha del país en el mediano plazo si no se toman las medidas necesarias para incrementar el techo de los ingresos públicos recurrentes, se racionaliza el gasto corriente –sobre todo en subsidios– y se mejora el perfil del pago de pensiones del personal de las empresas paraestatales.

En la primera parte del capítulo se analizarán las medidas de política fiscal que tomaron la mayoría de los países desarrollados y los resultados que alcanzaron en términos de crecimiento económico, empleo y cuentas fiscales. En la segunda parte se detallarán las medidas que emprendió el gobierno mexicano para utilizar la política

[1] International Monetary Fund (2012). World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth. October 2012. Recuperado el 14 de octubre de 2012 a través de http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/index.htm

[2] El Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), a través del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN), actualizó el Sistema de Cuentas Nacionales a base 2008 de acuerdo con los últimos lineamientos del SCN 2008 de la ONU, el FMI, el BM, la OCDE y la Eurostat. Con el anterior Sistema de Cuentas Nacionales base 2003, la caída del PIB reportada por el INEGI fue de 6.0% para 2009.

fiscal de manera anticíclica y los resultados que obtuvo en cuanto a crecimiento económico, empleo y desempeño fiscal. En la tercera parte se expondrán los riesgos de mediano plazo derivados del deterioro marginal que sufrieron las finanzas públicas en los últimos años y las restricciones que se enfrentarán en materia de pensiones y crecimiento del gasto en subsidios si no aumentan los ingresos fiscales recurrentes. Por último, se expondrán algunas conclusiones.

1. Medidas de política fiscal en los países desarrollados

La crisis económica que comenzó en el sector hipotecario de Estados Unidos, y que se transmitió a nivel global a través del sistema financiero, provocó un gran temor de que los flujos de crédito se colapsaran debido a la quiebra de bancos comerciales y de inversión en la mayoría de los países en desarrollo.

Para evitar lo anterior, las naciones desarrolladas pusieron en marcha una serie de medidas de política fiscal y monetaria que tenían como objetivo rescatar el sistema bancario para evitar un colapso de los flujos de crédito y reactivar la demanda agregada de sus economías.

El Fondo Monetario Internacional estimó que los déficit fiscales de los países del G-20 se incrementaron en 5.5% del PIB con relación a los niveles previos a la crisis de 2007 (Kumar *et al.*, 2009). En el caso de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el déficit fiscal pasó de un nivel promedio de 1.3% del PIB en 2007, a un máximo de 8.2% en 2009. En Estados Unidos, el déficit fiscal se elevó de un promedio de 2.9% del PIB en 2007, a un máximo de 11.9% en 2009, el nivel más alto desde la posguerra. Por lo que respecta a la zona euro, el déficit fiscal pasó de un promedio de 0.7% del PIB en 2007, a un máximo de 6.3% en 2009 (OCDE, 2012 a).

Las medidas de estímulo fiscal aplicadas por los países del G-20 en 2009 se enfocaron a la creación de infraestructura (0.5% del PIB) y a la reducción de impuestos, tanto al consumo como a la renta (0.7% del PIB); también jugó un papel muy importante el apoyo a programas para atender a personas vulnerables (*safety nets*), a los cuales se destinó el 0.7% del PIB. Alrededor del 0.3% del PIB fue para vivienda y apoyo a sectores estratégicos. En 2010, se mantuvieron los estímulos para infraestructura y las reducciones fiscales (Horton *et al.*, 2009).

Los elevados niveles del déficit fiscal y la caída de la actividad económica presionaron al alza la deuda pública como porcentaje del PIB. En las principales economías desarrolladas, la deuda pública se elevó considerablemente, y las perspectivas a mediano plazo no son alentadoras.

Los países miembros de la OCDE incrementaron sus niveles de deuda pública como porcentaje del PIB de 74.2% en 2007, a 92.9% en 2009. En Estados Unidos, el saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB subió de 66.6% en 2007 a 88.8%

en 2009. En la zona euro, el saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB se elevó de 71.9% en 2007 a 87.8% en 2009. Lo más dramático es que a pesar de las medidas de ajuste fiscal que están aplicando algunos países de la eurozona, las proyecciones de la OCDE para 2014 no son alentadoras: estima que la deuda representará 112.5% del PIB para el total de los países que integran la organización; para Estados Unidos será de 114.1% del PIB y para los países miembros de la zona euro será de 103.4% del PIB (OCDE, 2012 b).

A mediano plazo, el Fondo Monetario Internacional (2013) reconoce los esfuerzos que han comenzado a realizar los gobiernos europeos para ajustar sus finanzas públicas, por lo que estima que el promedio del déficit fiscal de la zona euro será de 1.7% del PIB para el periodo 2015-2018. La expectativa del organismo internacional es que los países de la eurozona tengan un superávit primario[3] de 1.3% del PIB, lo que permitiría que el saldo de la deuda pública bruta bajara a 90.0% del PIB en el año 2018.

En materia fiscal, las grandes preocupaciones internacionales son Estados Unidos y Japón. En el caso de la economía estadounidense, no se ha anunciado —y menos aplicado— una medida de política fiscal creíble para solucionar el creciente desbalance fiscal. De acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (2013), se estima que el déficit fiscal se ubique en niveles promedio de 4.2% del PIB del 2015 al 2018. La expectativa es que el déficit primario promedio sea de 1.8% del PIB para esos años, lo que implica que el tamaño de la deuda como porcentaje del PIB será elevado: 107.4% en promedio.

Por lo que respecta a Japón, el motivo de preocupación es que anunció medidas de estímulo fiscal y monetario para reactivar su economía. El estímulo fiscal para los años 2013-2014 se estima en 1.5% del PIB, y según las proyecciones del FMI para el mediano plazo, no se prevé una mejoría de las finanzas públicas ni una disminución de los niveles de deuda pública: se espera un déficit fiscal promedio de 5.3% para los años 2015-2018 y déficits primarios promedio de 3.9%. La deuda pública como porcentaje del PIB se mantendrá como la más elevada del mundo: 243.6% promedio para el periodo mencionado (IMF, 2013).

Los crecientes niveles de déficit fiscal y deuda pública han llevado a las principales agencias calificadores a revisar a la baja la calificación de la deuda pública de la mayoría de los países desarrollados.

[3] El balance primario es igual al balance fiscal total menos el pago de intereses.

2. Efectividad de las medidas de política fiscal aplicadas en los países desarrollados

Hay que destacar que una parte importante del crecimiento del déficit fiscal y de la deuda se explica por los esfuerzos que han hecho los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados para apuntalar y rescatar sus respectivos sistemas financieros, además de reactivar el crecimiento económico y reducir el desempleo.

Los gobiernos han ayudado al sistema bancario para restablecer los flujos de crédito y también han implementado paquetes de estímulos fiscales y monetarios con el fin de sostener la demanda agregada y prevenir una espiral descendente en los niveles de producción (Fondo Monetario Internacional, 2009, citado en Baldacci *et al.*, 2009).

Se podría concluir que las medidas implementadas tuvieron éxito al evitar un colapso del sistema financiero. Pero tuvieron como consecuencia el endurecimiento de las condiciones regulatorias del sector financiero en la mayoría de los países industrializados. Muestra de ello es la emisión de la Ley Dood-Frank en Estados Unidos para regular la emisión de créditos al consumo, tener una vigilancia más estricta de los fondos de cobertura, impedir que los bancos arriesgaran los depósitos de sus clientes, regular el mercado de los derivados, vigilar las agencias calificadoras, incrementar la vigilancia de las aseguradoras y reformar la Reserva Federal (FED). El sector financiero continuó consolidándose incrementando su capitalización y se redujo el endeudamiento de los hogares.

Únicamente quiero compartir tres indicadores de la recuperación del sector bancario en Estados Unidos: en primer lugar, de acuerdo a las pruebas de estrés financiero que son aplicadas a los bancos estadounidenses con base en la Ley Dood-Frank y que fueron efectuadas en marzo de 2013, se concluye que los bancos norteamericanos han incrementado sustancialmente su base de capital desde la primera prueba de estrés financiero realizada por el gobierno en 2009 y que el índice de capitalización (tier1) de los 18 bancos más grandes —los que concentran el 70% del total de los activos bancarios— se ha duplicado: de 5.6% a finales de 2008 a 11.3% al cuarto trimestre de 2012 (Reserva Federal, 2013). En segundo lugar, el endeudamiento de los hogares se ha reducido significativamente: a mediados de 2008, destinaban el 14% de su ingreso disponible a cumplir sus compromisos financieros, y a finales de 2012, destinaban únicamente el 10%, la cifra más baja en los últimos 35 años. En tercer lugar, el precio de las acciones de los bancos se incrementó 208%,[4] mientras que el aumento en el resto del mercado fue de 131.7% en el mismo periodo de referencia.

Donde los gobiernos han tenido un éxito más modesto es en la recuperación económica y en los niveles de empleo. Por lo que respecta a la actividad económica de los países industrializados, el "mejor" desempeño corresponde a Estados Unidos.

[4] Comparando el cierre del 17 de mayo de 2013 con el del 6 de marzo de 2009, que alcanzó su mínimo después de la crisis.

Sin embargo, el crecimiento económico promedio de estas naciones en los años posteriores a la crisis (2010-2012) fue de 2.1%, inferior al promedio de 3.3% que registraron en el lapso 1992-2006. Sobre el empleo, la tasa de desocupación en julio de 2013 fue de 7.4% de la población económicamente activa, índice que supera la tasa promedio registrada entre 2003 y 2007, que fue de 5.2%.

En Europa la situación es más delicada. Con la excepción de Alemania, todos los países de la región tienen una tasa de desempleo significativamente superior a la observada antes de la crisis de 2009. Con respecto al crecimiento económico, el PIB regional retrocedió 0.5% en 2012, y el crecimiento promedio esperado por la OCDE para los próximos dos años es de 1.6%.

Diversas investigaciones —principalmente las realizadas por el Fondo Monetario Internacional sobre los efectos de la política fiscal anticíclica en el crecimiento económico (Baldaci *et al.*, 2009; Spilibemborg et al., 2009)— coinciden en que las expansiones fiscales pueden reducir la duración de la crisis. Por una parte, se enfatiza que la composición del paquete de estímulo fiscal es clave para el éxito de los programas expansivos (Baldaci *et al.*, 2009). Y por otra, que se ha encontrado que el consumo privado es más efectivo para impulsar la demanda agregada que la inversión pública para reducir la duración de la recesión, lo cual se debe a la inmediatez de su aplicación. También se concluye que reducir los impuestos al consumo hace que las crisis sean más breves, y cuando se aplican reducciones de impuestos al ingreso, las crisis se prolongan. Los autores citados señalan que las expansiones fiscales contracíclicas no tienen efecto en el crecimiento económico postcrisis. Por eso es importante la composición de la política fiscal que se implemente para impulsar la recuperación económica, y se debe privilegiar el incremento en la participación de la inversión pública durante los periodos de shock como una manera efectiva de mejorar el desempeño económico de mediano plazo. Destaca el hecho de que el consumo del gobierno no tiene efecto alguno en el crecimiento económico a mediano plazo (Baldaci *et al.*, 2009). Por otra parte, la reducción de los impuestos al consumo mina el desempeño económico futuro.

Spilibemborg *et al.* (2009) argumentan que en un contexto de crisis financiera global, el estímulo fiscal solo puede ser exitoso si tiene las siguientes características: debe ser oportuno, grande, perdurable, diversificado, contingente, global (deberán hacerlo todos los países que puedan) y sostenible.

Con respecto a este último punto, ambos estudios (Baldaci *et al.*, 2009; Spilibemborg *et al.*, 2009) coinciden en que se debe evitar una explosión de la deuda en el largo plazo así como los efectos adversos que pudiera tener en el corto plazo. Una de las razones que limitan el impacto de la política monetaria expansiva en el crecimiento económico es que los países tengan un limitado margen de maniobra fiscal y preocupaciones para servir la deuda en el mediano plazo (Baldaci *et al.*, 2009).

Hay todo un debate sobre cuáles son los países desarrollados que han aplicado medidas de política económica más efectivas para superar la crisis. Por una parte,

Europa ha implementado medidas para reducir sus desbalances fiscales y reducir su deuda como proporción de su economía, lo que ha significado sacrificar crecimiento económico en el corto plazo. Estados Unidos, por su parte, no ha iniciado los ajustes fiscales por diferencias políticas entre el Congreso y el presidente Barack Obama, aunque su desempeño económico ha sido mejor en el corto plazo con respecto a los europeos. El tiempo dirá si los europeos están haciendo lo correcto y si a los estadounidenses les resultará más costoso en el mediano plazo la tardanza para llevar a cabo los ajustes.

3. Política fiscal en México durante la Crisis Financiera de 2008

Al momento de estallar la Crisis Financiera de 2008 —que se transmitió a la economía mexicana vía el sector externo—, México cumplía uno de los requisitos que se plantearon en la sección anterior para asegurar el éxito de una política fiscal expansiva: tenía una situación inicial de finanzas públicas sanas.

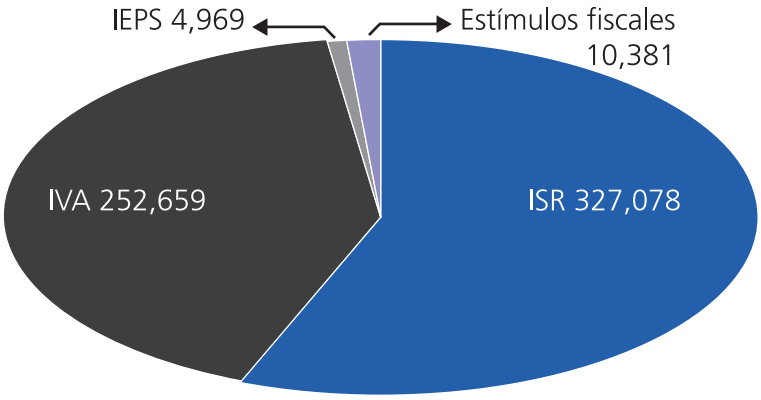
Cuando estalló la Crisis Financiera internacional, México gozaba de una holgada situación en sus finanzas públicas gracias a los ingresos petroleros y a la cobertura sobre ingresos petroleros que hizo el gobierno federal en 2009. Esto permitió que el gobierno federal expandiera el gasto público, principalmente el destinado a la inversión pública.

En 2006-2007, el déficit fiscal promediaba 1.18% del PIB; la deuda pública como porcentaje del PIB se ubicaba en 15.8%, y el gasto neto presupuestario del sector público promediaba 21.8%.

Estos resultados fiscales ejemplares fueron logrados gracias a que durante las administraciones presidenciales de Ernesto Zedillo y de Vicente Fox, y en los primeros años de la administración de Felipe Calderón se mantuvo una estricta disciplina fiscal en el país. En el sexenio del presidente 2000-2006 se hicieron pagos a la deuda externa y se controló el crecimiento del gasto público. Además, la reducción de las tasas de interés internacionales permitió bajar significativamente el peso del servicio financiero de la deuda.

Lo anterior no significa que las finanzas públicas fueran completamente sanas. México no había logrado romper la dependencia fiscal de los ingresos provenientes de la actividad petrolera, que representan la tercera parte de los ingresos del gobierno federal, y la evasión fiscal no había bajado significativamente. Se estima que la tasa de evasión del Impuesto Sobre la Renta es de 41.6% (Rossignlolo, 2012), y a esto se suma que existe una cantidad enorme de regímenes especiales de tributación, deducciones, estímulos fiscales, exenciones de ISR, IETU, IVA, IEPS, etc. Este rubro lo define la Secretaría de Hacienda y Crédito Público como gastos fiscales (gráfica 1), y para el año 2013 se habían presupuestado 595,087 millones de pesos, equivalentes al 3.6% del PIB (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2012).

Gráfica 1
Gastos Fiscales de 2013 (millones de pesos)

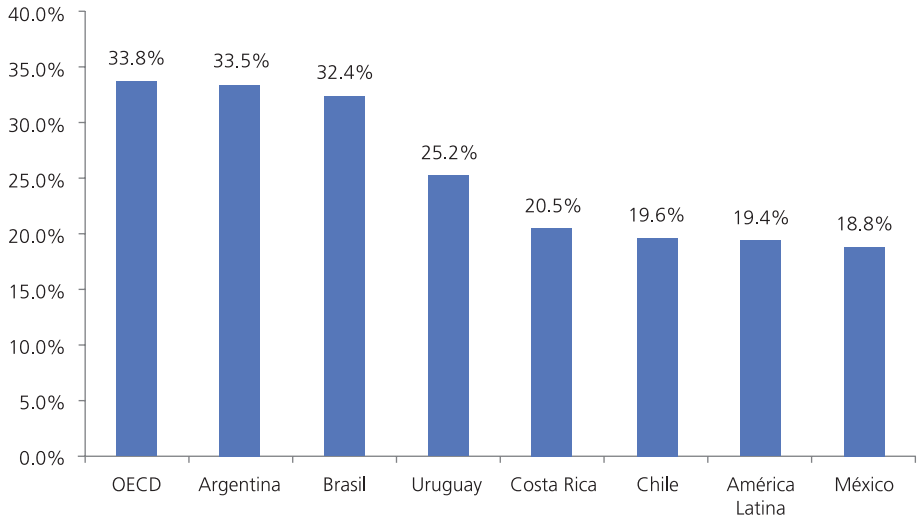


Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2012).

Con base en las ponderaciones del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) y tomando como referencia la Encuesta de Ingreso-Gasto de los Hogares 2010 para la construcción del Índice Nacional de Precios al Consumidor (IPC), resulta que el 52% de la canasta de bienes y servicios que se utiliza para calcular el IPC paga 16% u 11% de IVA, según el área geográfica.

Esto explica que México tenga una de las estructuras tributarias más frágiles del mundo, lo que se traduce en una recaudación limitada: los ingresos fiscales totales representan el 18.8% del PIB (gráfica 2). El promedio de ingresos fiscales totales como porcentaje del PIB en los países de la OCDE es de 33.8% (OCDE, 2013 b) y el promedio de América Latina es de 19.4% del PIB. Es importante destacar que en Argentina este indicador se ubica en 33.5% del PIB y en Brasil es de 32.4% (OCDE, 2013 a).

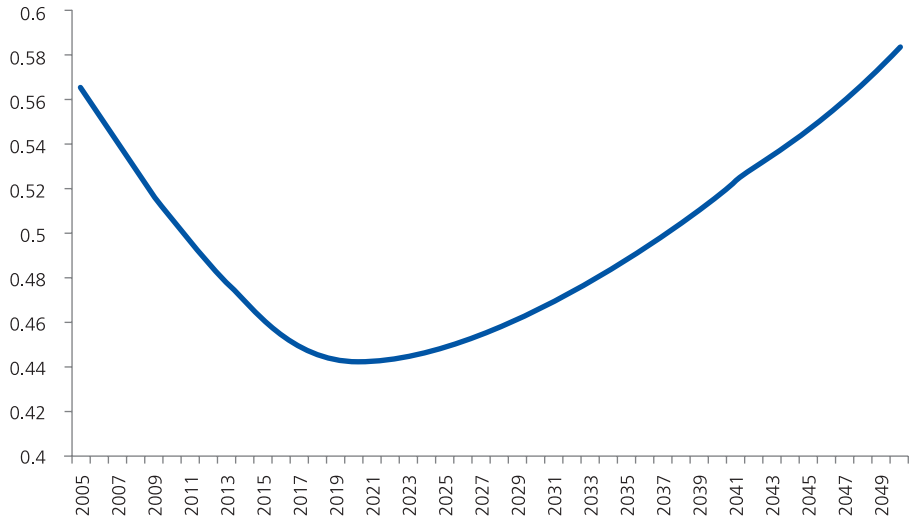
Gráfica 2
Ingresos fiscales totales como porcentaje del PIB



Fuente: OCDE (2013, a b).

Además de los problemas estructurales propios de la recaudación de impuestos en México, se requieren recursos fiscales para atender las necesidades de infraestructura y el creciente rezago social. Y se debe tomar en cuenta que a partir de 2020, México será afectado por el cambio de la pirámide demográfica, ya que la población dependiente será mayor que la que puede trabajar (gráfica 3).

Gráfica 3
Relación de Dependencia (Población menor de 14 años y mayor de 65/población entre 15 y 65 años)



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Consejo Nacional de Población (http://conapo.gob.mx/es/CONAPO/Nacional / 29 de julio de 2012).

Es necesario agregar que los ventajosos esquemas de jubilación que tienen los trabajadores del gobierno federal y los empleados de empresas e instituciones públicas —principalmente Pemex, IMSS y CFE— están provocando un crecimiento muy acelerado del gasto en el rubro de pensiones.

Sin embargo, a pesar de la fragilidad estructural de las finanzas públicas mexicanas, éstas se encontraban muy sanas desde el punto de vista de "manejo de caja" cuando estalló la Crisis Financiera (2007-2009), lo que permitió al gobierno federal ejecutar una serie de medidas de estímulo fiscal sin poner en riesgo la estabilidad macroeconómica lograda en las dos administraciones previas a 2007.

4. Medidas fiscales contracíclicas aplicadas por el gobierno mexicano

El gobierno mexicano tomó una serie de medidas de política fiscal para enfrentar la desaceleración de la demanda externa que generó la Crisis Financiera internacional. Las exportaciones retrocedieron 11.8% durante 2009, destacando la caída de 32% en el precio del petróleo y una reducción de 18% en las exportaciones no petroleras. El gobierno reaccionó con programas de gasto público dirigidos a incrementar la inversión pública; asimismo, introdujo nuevos esquemas de recaudación de impuestos para compensar la caída de los ingresos petroleros.

4.1 Medidas concretas anunciadas por el gobierno mexicano

Las medidas contracíclicas del gobierno federal comenzaron en el tercer semestre de 2008. Una de ellas tuvo que ver con la política monetaria. El 30 de octubre, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público decidió recomprar hasta 40 mil millones de pesos de valores gubernamentales de largo plazo (de 10 a 30 años) a tasa fija, denominados en pesos y en UDIS, para fortalecer la liquidez en los mercados financieros (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2008).

Para mitigar la caída de los precios del petróleo que se esperaba para 2009, el gobierno mexicano contrató una cobertura de 70 dólares por barril en el tercer trimestre de 2008. Las operaciones de cobertura consistieron en la adquisición de opciones *put* sobre el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación para el ejercicio fiscal 2009. Esas opciones le otorgaban al gobierno federal el derecho de vender la mezcla mexicana a un precio promedio de 70 dólares por barril durante 2009 (Expansión, 2009). El precio promedio del crudo en 2009 fue de 57.4 dólares por barril, lo que representó una caída de 32% con respecto al precio promedio de la mezcla mexicana en 2008.

Fueron cubiertos 330 millones de barriles, casi un millón de barriles al día (de una venta diaria que oscila entre 1.3 y 1.5 millones de barriles). El costo total de la cobertura fue de 1,500 millones de dólares, y el pago final se estimó en 6,500 millones de dólares. De esta manera, las opciones *put* fueron un seguro cuya prima se pagó al momento de su adquisición, pero los ingresos ascendieron a 4.3 veces lo pagado porque el precio de la mezcla en 2009 fue de 57.4 dólares, por debajo de 70 dólares por barril, lo que ayudó a compensar, en parte, la baja en los ingresos (*Expansión*, 2009).

En contraste, como resultado de la política contracíclica instrumentada por el gobierno federal, la inversión pública se expandió de manera significativa, lo que amortiguó parcialmente la contracción del resto de los componentes domésticos de la demanda agregada (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 a), como el consumo privado, que en 2009 se contrajo 6.5%, y la inversión privada, que bajó 12.5% con respecto a 2008.

El 7 de enero de 2009 se firmó el Acuerdo Nacional a favor de la Economía Familiar y el Empleo para proteger la economía de las familias, defender el empleo y promover la competitividad de la economía mexicana en un entorno externo de incertidumbre (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 a). Los compromisos del gobierno federal eran los siguientes:

I. Proteger el empleo.
II. Apoyar la economía familiar.
III. Apoyar a las pequeñas y medianas empresas.
IV. Llevar a cabo el programa de infraestructura que según la Secretaría de Hacienda y Crédito Público era el más grande de los últimos 25 años. Se aporta-

rían 65,000 millones de pesos mediante el Fondo Nacional de Infraestructura (Fonadin) y Banobras.

V. Asegurar un ejercicio transparente, eficiente y oportuno del gasto público.

Éstas son algunas de las medidas que se llevaron a cabo:

a. Aplicar una nueva Ley General de Contabilidad Gubernamental.

b. Adelantar la calendarización del gasto público, que para el primer trimestre implicaba una erogación 51% superior a la de los primeros tres meses de 2008, y en el primer semestre de ese año, un crecimiento anual de 30% respecto al periodo equivalente del año anterior.

c. Fortalecer el ejercicio oportuno del gasto mediante la agilización de los procesos de licitación; la publicación inmediata en el Diario Oficial de la Federación de todas las reglas de operación de los programas previstos en el presupuesto, y la firma de 21 convenios con las entidades federativas.

Además, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público canalizó más recursos a áreas prioritarias, como seguridad pública y procuración de justicia; combate a la pobreza; impulso a la actividad económica y generación de empleos formales; construcción de obras de infraestructura, e impulso al desarrollo regional, entre otras (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 a).

En abril de 2009 se desató en México un brote de influenza que provocó la paralización de algunas actividades económicas, sobre todo las relacionadas con el turismo. El Secretario de Hacienda y Crédito Público, Agustín Carstens, estimó que el impacto de la influenza representó una merma de entre 0.3 y 0.5% del PIB durante 2009 (*El Universal*, 2009), la cual se sumó a los efectos provocados por la caída de las exportaciones, las remesas y la inversión extranjera.

Ante la epidemia de influenza A (H1N1), se canalizaron recursos públicos para enfrentar los efectos adversos. Según la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2009 b), se aplicaron 6,000 millones de pesos al Fideicomiso del Sistema de Protección Social en Salud (Gastos Catastróficos); se autorizó el adelanto de calendario a las dependencias y entidades que lo requirieran para hacer frente a la contingencia y se estableció un fondo especial en la Tesorería de la Federación para agilizar el ejercicio de los recursos. Además, el gobierno federal anunció en mayo de 2009 medidas fiscales de carácter general y apoyos específicos —fiscales y financieros— por 17,400 millones de pesos para los sectores más afectados. El propósito era garantizar las condiciones necesarias para apuntalar la actividad económica durante la emergencia. Las acciones se orientaron a proteger el empleo mediante el descuento de cuotas patronales al IMSS y a favorecer la actividad de hoteles, restaurantes y empresas de esparcimiento a través de compensaciones fiscales, exenciones de pago de derechos y estrategias de promoción. En el ramo agropecuario, Hacienda anunció apoyos al sector porcicultor para promover el consumo de carne de cerdo.

El 28 de mayo de 2009, el gobierno anunció medidas de ahorro y austeridad que implicaron un ajuste de 35,000 millones de pesos en el gasto de operación y administración de las dependencias y entidades federales, sin afectar el presupuesto aprobado para programas sociales y la inversión en infraestructura. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2009 b) estimó que las dependencias y entidades tendrían un ahorro de 3.5% en los servicios personales y de 6.4% en el gasto administrativo y de operación. Según los reportes de la dependencia, al 30 de junio de 2009 había un avance de 91.3% en los compromisos de ahorro.

Desde el punto de vista de los ingresos públicos, el gobierno federal elevó las tasas de algunos impuestos, como el ISR y el IVA. Y en 2007, como producto de una "reforma fiscal", introdujo un par de nuevos cargos tributarios: el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) y el Impuesto sobre Depósitos en Efectivo (IDE).

En el caso del ISR, la tasa marginal aumentó de 28% a 30% "de manera temporal" (Presidencia de la República, 2009)[5] y se modificó el régimen de consolidación fiscal. El IVA, que era de 15% general y 10% en zonas fronterizas, se elevó a 16% y 11%, respectivamente (Presidencia de la República, 2009). La tasa del IDE se incrementó de 2% a 3% y se redujo de 25,000 a 15,000 pesos mensuales el monto acumulado de depósitos en efectivo exento de dicho impuesto.

Durante 2009, los ingresos públicos bajaron considerablemente por la caída de casi 4.8% del PIB y el descenso de los precios del petróleo. Hay que resaltar que esta reducción de la recaudación fiscal se compensó parcialmente con recursos no recurrentes, como los del remanente de operación del Banco de México y los provenientes de la recuperación de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros. Al ajustar los ingresos petroleros con los ingresos de las coberturas correspondientes al periodo enero-septiembre, se observaría una disminución real de 5.7% en los ingresos presupuestarios (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 c).

4.2 Impacto en las variables fiscales

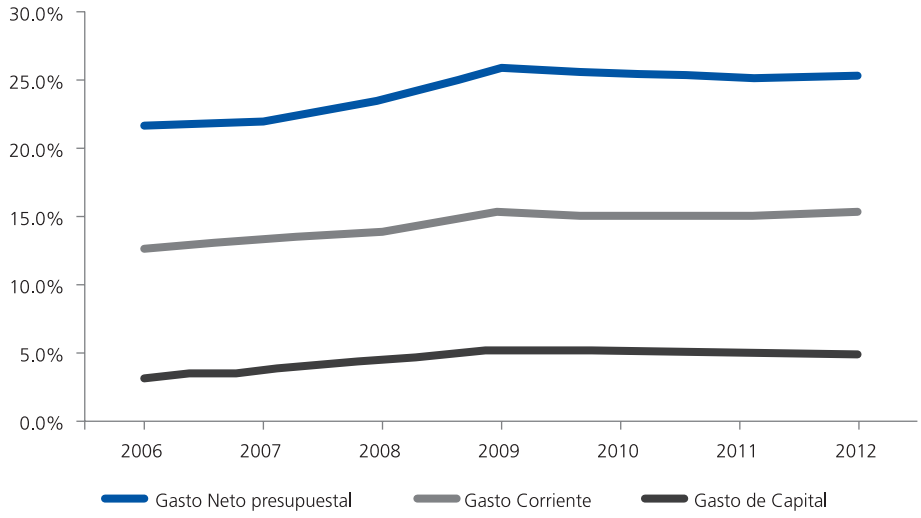
Las medidas de política fiscal descritas en la sección anterior tuvieron el siguiente impacto en las principales variables fiscales.

El gasto total neto presupuestario del sector público se incrementó de un promedio de 21.6% del PIB en los años 2006-2007, a 24.9% del PIB promedio en el periodo 2008-2012. El gasto corriente aumentó de un nivel promedio de 13.2% del PIB en los años 2006-2008, a un nivel promedio de 15.1% del PIB para el lapso 2009-2012. Hay que destacar que el crecimiento importante del gasto corriente se dio hasta 2009. Por lo que respecta al gasto de capital, se incrementó de 3.4% del PIB

[5] En dicha iniciativa se planteaba que la tasa marginal del ISR aplicable a personas morales y personas físicas se mantendría en 30% para los ejercicios del 2010 al 2012; que en 2013, dicha tasa se reduciría a 29%, y que en 2014 regresaría a la tasa original de 28%. En la Iniciativa de Ley de Ingresos 2013 que envió el presidente Enrique Peña Nieto a la Cámara de Diputados, la tasa del ISR se fijó en 30%.

promedio en los años 2006-2007, a 4.8% del PIB promedio en el periodo 2008-2012. En el gasto de capital, el principal incremento se dio a partir de 2008 (gráfica 4).

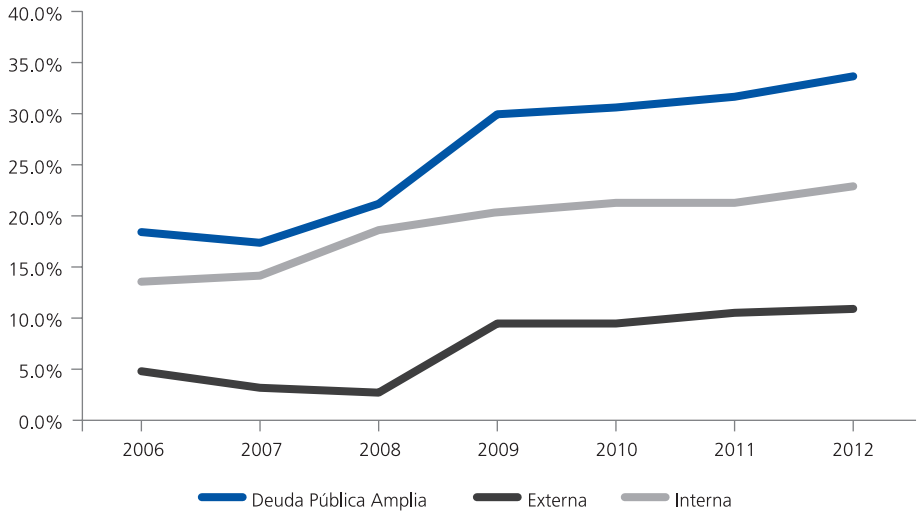
Gráfica 4
Gasto Neto Presupuestal (Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de México. Informes Anuales 2011 y 2012.

Como resultado de lo anterior, el déficit fiscal se incrementó de 1.18% del PIB promedio en los años 2005-2007, a un promedio de 2.93% en el lapso 2009-2011.
La deuda pública como porcentaje del PIB pasó de 15.8% en 2006 a 30.3% en 2011. Llama la atención que la deuda externa había alcanzado un nivel de 25,922 millones de dólares a finales de 2008, y para el cierre del primer semestre de 2012 se ubicó en 123,622.7 miles de millones de dólares (gráfica 5).

Gráfica 5
Deuda Pública Amplia (Porcentaje del PIB)



Fuente: Presidencia de la República (2012). Sexto Informe de Gobierno.

Al cierre del primer semestre de 2009, el gobierno federal dio a conocer el acelerado crecimiento de la deuda pública. En el reporte del segundo trimestre, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público dijo lo siguiente con respecto a la evolución de la deuda interna: *"Al cierre del segundo trimestre de 2009, el monto de la deuda neta del Sector Público Federal, que incluye la deuda neta del Gobierno Federal, la de los Organismos y Empresas controladas y la de la Banca de Desarrollo, se ubicó en 24.0% del PIB, nivel superior en 2.6 puntos porcentuales respecto al observado al cierre de 2008, esta variación se explica principalmente por la variación en saldos de 1.8 puntos porcentuales, y en 0.8 puntos porcentuales por la aplicación de un nivel de PIB que registra una caída importante. La deuda interna como porcentaje del PIB representó 20.6% del producto, cifra superior en 1.9 puntos porcentuales respecto de la observada al cierre de 2008. En lo que se refiere a la deuda externa neta a PIB, ésta se situó en 3.4%, nivel superior en 0.7 puntos porcentuales respecto al observado al cierre de 2008"* (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 b).

Y explicó así el crecimiento de la deuda pública: *"La evolución de la deuda interna neta del Sector Público Federal fue resultado de los siguientes factores: a) un incremento en el saldo de la deuda interna bruta por 354 mil 284.2 millones de pesos, producto de un endeudamiento interno neto por 356 mil 992.3 millones de pesos y ajustes contables negativos por 2 mil 708.1 millones de pesos, que reflejan principalmente los ajustes derivados del efecto inflacionario sobre los pasivos indizados a esta variable, y la eliminación de los pasivos asociados a los proyectos de infraestructura productiva de largo plazo (Pidiregas) de PEMEX; y b) una variación positiva de 86 mil 684.5 millones de pesos en los activos internos del Sector Público Federal"* (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 b).

Con respecto a la trayectoria de la deuda externa, señaló: *"Al cierre del segundo trimestre de 2009, el saldo de la deuda externa neta del Sector Público Federal se ubicó en 84 mil 405.7 millones de dólares, monto superior en 60 mil 86.3 millones de dólares al registrado al cierre de 2008. Como porcentaje del PIB este saldo representó 9.5%, proporción mayor en 6.8 puntos porcentuales respecto a lo observado en diciembre de 2008"* (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 b).

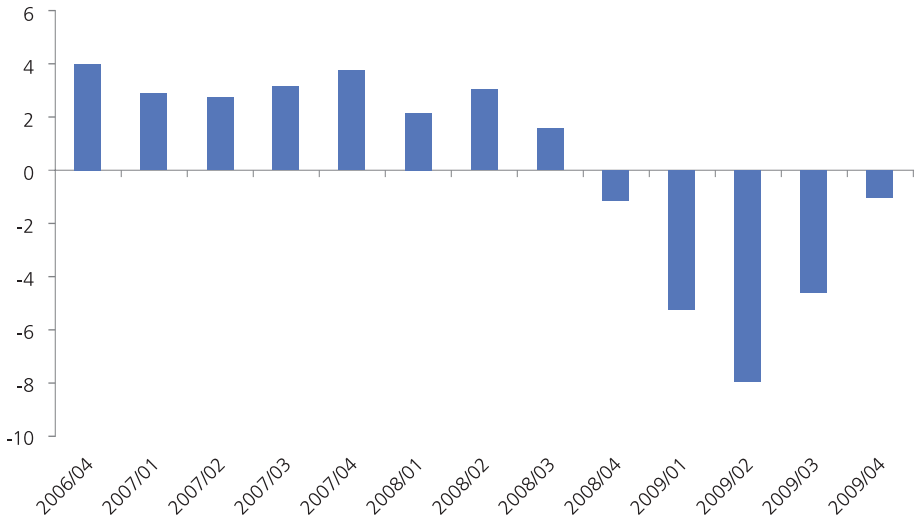
Y el crecimiento de la deuda externa se resumía en esta explicación: *"La evolución de la deuda pública externa fue resultado de los siguientes factores: a) un incremento en el saldo de la deuda externa bruta de 29 mil 143.2 millones de dólares, producto de un endeudamiento externo neto de 34 mil 44.5 millones de dólares, y ajustes contables a la baja por 4 mil 901.3 millones de dólares, que reflejan principalmente la variación del dólar con respecto a otras monedas en que se encuentra contratada la deuda, y la eliminación de los pasivos asociados a los proyectos de infraestructura productiva de largo plazo (Pidiregas) de PEMEX; y b) los activos internacionales del Sector Público Federal asociados a la deuda externa presentaron una variación negativa de 30 mil 943.1 millones de dólares. Este cambio refleja las variaciones registradas en las disponibilidades de las entidades que conforman el Sector Público Federal"* (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2009 b).

El acelerado crecimiento de la deuda pública, tanto interna como externa, no fue evaluado adecuadamente por los mercados financieros debido al nivel tan bajo que había alcanzado antes de la Crisis Financiera internacional y que aun así se comparaba favorablemente con los montos de deuda que estaban alcanzando la mayoría de los países desarrollados que aplicaron medidas de política fiscal para rescatar sus sistemas bancarios y reactivar sus economías.

4.3 Impacto en el crecimiento económico y el empleo

Se espera que la aplicación de medidas fiscales y monetarias contracíclicas revierta la caída de la actividad económica y del empleo como resultado de un choque de oferta; en este caso, de un choque externo producto de la Crisis Financiera global que comenzó en Estados Unidos en 2008. Medida a través del PIB, la actividad económica tuvo una variación anual negativa de 5.2%, 7.9% y 4.6% en los primeros tres trimestres de 2009 (gráfica 6).

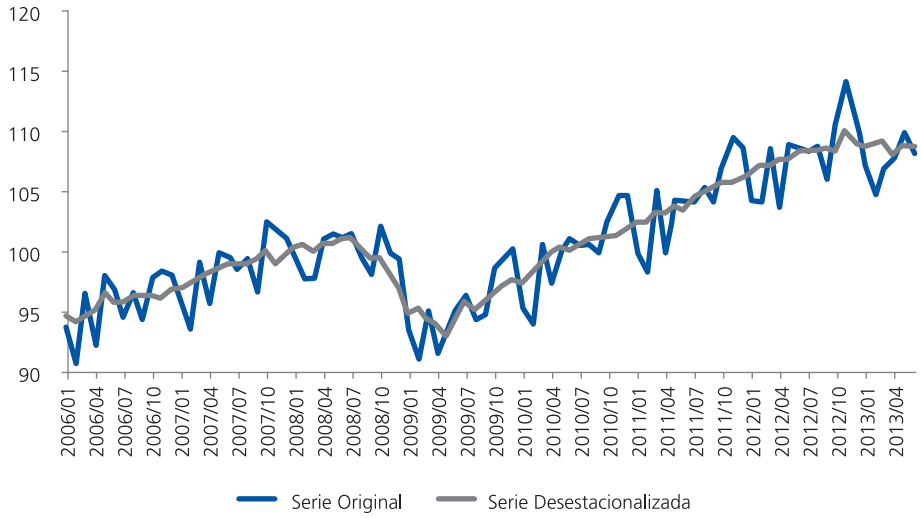
Gráfica 6
Producto Interno Bruto
Variación porcentual anual (periodos trimestrales)



Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales.

Con respecto al impacto que tuvieron las medidas de política fiscal y monetaria adoptadas por las autoridades hacendarias y el Banco de México, es preciso señalar que lograron recuperar los niveles de actividad económica de los años previos a la crisis en un tiempo relativamente prolongado. Según el Indicador Global de Actividad Económica (IGAE), se requirieron 28 meses para que la actividad económica regresara a los niveles que tenía antes del colapso financiero global (gráfica 7).

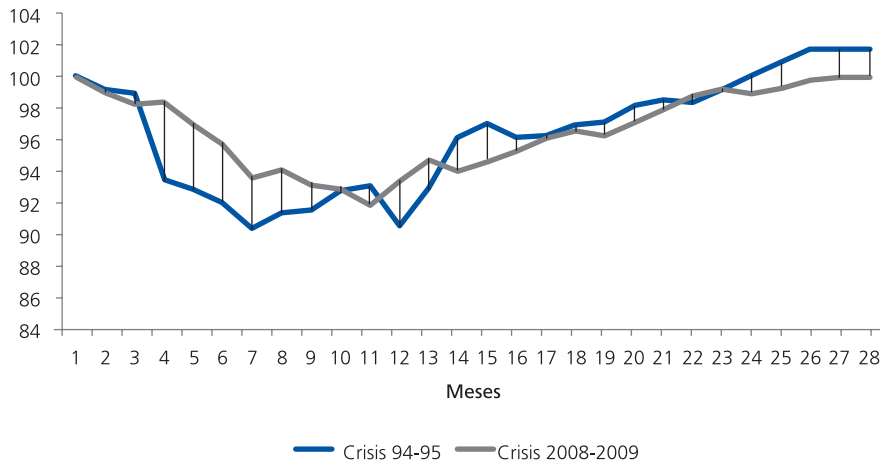
Gráfica 7
Indicador Global de Actividad Económica (IGAE)
(Base 2008=100)



Fuente: INEGI.

Si comparamos el actual proceso de recuperación de la actividad económica con respecto al que tuvo lugar después de la crisis de 1994-1995, resulta que el más reciente ha sido más lento. Después del llamado "error de diciembre", la economía mexicana tuvo que esperar 24 meses (en noviembre de 1994 se ubicó el punto más alto de la actividad económica y se recuperó hasta noviembre de 1996) para regresar a los niveles previos a la crisis (gráfica 8).

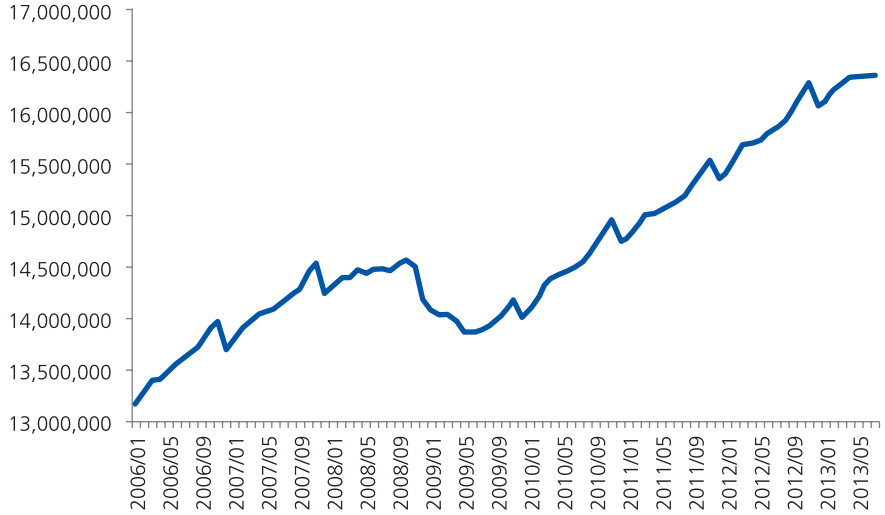
Gráfica 8
Índice Global de Actividad Económica
Base 100=inicio de la crisis económica



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI.

El empleo, medido a través del número total de asegurados en el IMSS, se recuperó en 23 meses (gráfica 9).

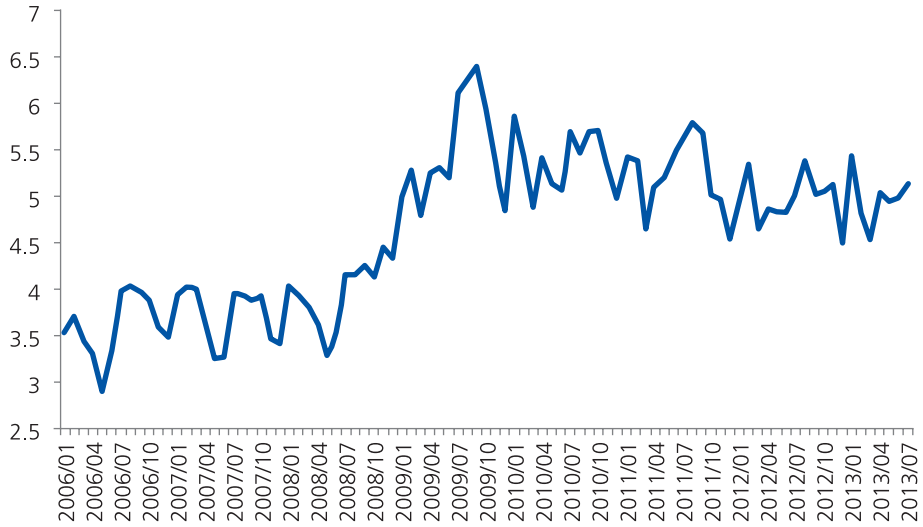
Gráfica 9
Trabajadores Asegurados en el IMSS



Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social. Disponible en http://www.stps.gob.mx/bp/secciones/conoce/areas_atencion/areas_atencion/web/menu_infsector.html

Sin embargo, la tasa de desempleo abierto sigue por encima del nivel que tenía antes de la crisis. Entre 2006 y octubre de 2008, dicho indicador promedió 3.7% versus un poco más del 5% actualmente (gráfica 10).

Gráfica 10
Tasa de Desempleo Abierto Serie Unificada
(Porcentaje de la PEA)



Fuente: INEGI.

Como puede observarse en la Tabla 1, han pasado 60 meses –hasta julio de 2013–, y no ha sido posible recuperar la tasa de empleo previa a la crisis.

Tabla 1
Tiempo transcurrido para la recuperación de la actividad económica después de la crisis 2008-2009

Variable	Fecha del punto máximo previo a la Crisis Financiera	Fecha del punto mínimo durante la crisis	Fecha del punto de recuperación de los niveles precrisis	Tiempo para regresar a los niveles previos a la crisis
IGAE	Julio de 2008	Mayo de 2009	Diciembre de 2010	28 meses
Tasa de desempleo	mayo de 2008	septiembre de 2008	Hasta abril de 2013, no regresa a los niveles iniciales	60 meses hasta julio de 2013
Número de asegurados totales del IMSS	Julio de 2008	Febrero de 2009	Junio de 2010	23 meses

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI y la STPS.

En conclusión, las medidas contracíclicas que aplicó el gobierno mexicano sí tuvieron el efecto esperado en cuanto a la recuperación de la actividad económica y el empleo, tal como sucedió en Estados Unidos y otros países. Sin embargo, al igual que en Estados Unidos, la tasa de desempleo aún se encuentra muy por encima del nivel que tenía antes de la crisis.

5. Riesgos fiscales a mediano plazo

Si bien, como porcentaje del PIB, los niveles de déficit fiscal y deuda pública se comparan favorablemente con los observados en la mayoría de los países industrializados, es preocupante el crecimiento de algunos rubros del gasto público, como el de pensiones y subsidios, que forman parte del gasto irreductible que llegó a representar el 92% del total.

Para el mediano plazo, el problema del gasto público se puede analizar desde el punto de vista de las necesidades futuras del gasto público y de sus potenciales fuentes de financiamiento.

5.1 Gasto en pensiones

En un estudio elaborado por el autor del presente capítulo para el Banco Interamericano de Desarrollo (Hibert *et al.*, 2012), se advierte sobre la creciente participación de las pensiones dentro del gasto público total, lo cual se explica por el cambio en la pirámide poblacional y los problemas de viabilidad financiera y actuarial de la mayoría de los sistemas de pensiones públicos, tanto de empresas paraestatales como de entidades federativas.

Entre 2008 y 2011, el gasto en pensiones tuvo un crecimiento real promedio anual de 8.3%. La participación de este rubro en el gasto público total pasó de 12.1% en 2007 a 13.5% en 2011. Aunque como porcentaje del PIB (2.71%) se encuentra por debajo del promedio de los países de la OCDE (7.0%), el eventual envejecimiento de la población mexicana va a provocar que a partir del año 2020, las finanzas públicas se vean presionadas por el tema de las pensiones. A mediano plazo, los riesgos fiscales son, principalmente, los trabajadores de los gobiernos de los estados, del IMSS, del ISSSTE, de las fuerzas armadas y de las paraestatales, como Pemex y la Comisión Federal de Electricidad.

5.2 Gasto en subsidios

Otro rubro que ha venido creciendo de manera más acelerada es el correspondiente a los subsidios. Entre 2007 y 2011, tuvo un incremento promedio anual real de 12.1%, inclusive superior al del gasto en pensiones. Como porcentaje del PIB, el gasto destinado a subsidios subió de 1.61% en 2007 a 2.43% en 2011.

El gasto público en subsidios y pensiones explica el 43.3% de egreso programable entre 2007 y 2011. El incremento anual de ambos rubros se debe a los esfuerzos que ha hecho el gobierno federal para ampliar los servicios de salud, principalmente a través del Seguro Popular y del programa Oportunidades. Tal como sucede en el gasto orientado al pago de pensiones, los subsidios están estrechamente relacionados con la evolución de la pirámide poblacional y la formalización del trabajo.

Como conclusión, el crecimiento del gasto en pensiones es inevitable debido al cambio estructural de la pirámide demográfica. A esto se suman los subsidios, el gasto en seguridad y otros egresos ineludibles que van a limitar el crecimiento de otro tipo de gastos relacionados con educación, salud, combate a la pobreza e infraestructura. Para el año 2024, es previsible que el gasto en pensiones y subsidios se incremente a 6.1% del PIB, suponiendo que se mantenga la tendencia de los últimos cinco años.

Se vislumbran varios escenarios, todos complicados: 1) se incrementa el techo fiscal, aumentando los ingresos del sector público para dar cabida a las necesidades de recursos fiscales sin perjudicar los demás rubros del gasto púbico; 2) se combina el incremento del techo fiscal con un esfuerzo para hacer más eficiente el gasto público; 3) se identifican los rubros del gasto público que pueden ajustarse para responder a las necesidades futuras e ineludibles de recursos fiscales, o 4) se hace una combinación de las opciones anteriores. Desafortunadamente, la "Reforma Hacendaria" que se presentó el 8 de septiembre de 2013 no modificó la cobertura del IVA, con lo que se perdió una valiosa oportunidad de reducir el riesgo fiscal a mediano plazo. Esto significa que las finanzas públicas seguirán en problemas durante los próximos años.

6. Conclusiones

En el presente trabajo se han expuesto las principales medidas de política fiscal que implementaron las autoridades hacendarias para enfrentar la Crisis Financiera de 2008. Como el resto de los países del mundo, México puso en marcha acciones para incrementar el gasto público, principalmente el destinado a consumo, lo que puede explicar el retraso en la recuperación económica.

El gobierno federal creó impuestos para compensar la caída de los ingresos fiscales debido a la desaceleración de la actividad económica. Desde el punto de vista fiscal, el resultado fue que el gasto total neto presupuestario del sector público se incrementó en 3.3 puntos porcentuales del PIB en el periodo 2008-2012, comparado con el promedio registrado en los tres años previos. El gasto corriente subió en 1.9% del PIB, y el gasto de capital lo hizo en 1.4 %.

Por lo que respecta al déficit público, aumentó en 1.75 puntos, y la deuda pública subió 14.4 puntos, ambos como porcentaje del PIB. El alza del déficit fiscal y la deuda no significó un problema de desbalance macroeconómico para México porque la situación de las finanzas públicas era muy holgada cuando surgió la crisis.

Las medidas contracíclicas aplicadas por el gobierno federal tuvieron un efecto positivo en los niveles de actividad económica y empleo. Sin embargo, el proceso de recuperación ha sido más lento que el que se dio después de la crisis de 1994-1995. Después de 60 meses (hasta julio de 2013), la tasa de desocupación aún se encuentra por encima de los niveles previos al colapso financiero.

Si bien el déficit fiscal y la deuda pública como porcentaje del PIB se comparan favorablemente con los que registran la mayoría de los países desarrollados, es necesario monitorear la evolución del gasto público a mediano plazo porque el egreso en pensiones y subsidios puede comprometer la salud de las finanzas públicas en los próximos años. A esto se suma el hecho de que la "Reforma Hacendaria" que presentó el presidente Enrique Peña Nieto no modificó la cobertura del IVA, lo que significa que se perdió la oportunidad de ampliar la recaudación tributaria.

Capítulo 9

¿Cómo afectaron la Crisis Financiera y sus secuelas al Sector Financiero de México?

Abigail Rodríguez-Nava
Profesora-investigadora
Universidad Autónoma Metropolitana,
Unidad Xochimilco
Francisco Venegas-Martínez
Profesor-investigador
Escuela Superior de Economía
Instituto Politécnico Nacional.
Francisco López-Herrera
Profesor-investigador
División de Investigación
Facultad de Contaduría y Administración
Universidad Nacional Autónoma de México.

Resumen

Este capítulo tiene como propósito contrastar la evolución reciente del sector financiero mexicano con respecto al de otras naciones. Para el ámbito nacional, el análisis sugiere hacer las adecuaciones necesarias a fin de evitar los desequilibrios y colapsos observados en otros países. En coincidencia con lo que sucede en otras economías, el Banco de México (Banxico) ha logrado el objetivo de la estabilidad de precios, pero persisten áreas de oportunidad para alcanzar finalmente una plena estabilidad financiera.

1. Introducción

La reciente crisis global y sus secuelas han conducido a desequilibrios macroeconómicos y financieros. Entre los primeros se encuentran:

a. Los déficit estructurales en la balanza comercial que se han mantenido desde 1994 en Estados Unidos, Australia, Grecia, Nueva Zelanda y España y que contrastan con el superávit de Alemania, Dinamarca, Noruega y Suiza.[1]
b. El notorio déficit público en economías de la Unión Monetaria Europea (UME) cuando, por acuerdo común, solo es aceptable un déficit máximo del 3% del Producto Interno Bruto (PIB). En Grecia es de 15.6% del PIB, en Irlanda es 14%, en Portugal es 10.2% y en Estados Unidos es 11.4%.
c. En 2012, el endeudamiento público[2] de Grecia fue de 129.4% del PIB, en Italia fue 116%, en Portugal 125%, en Islandia 124%, en Francia 75% y en Estados Unidos 110%.[3]
d. La preferencia del capital por la inversión financiera y especulativa que genere altos rendimientos en el corto plazo sobre la inversión en el sector real.

También hay elementos importantes que condujeron a la inestabilidad del sector financiero. Destacan:

a. La política monetaria expansiva estadounidense, vigente entre los años 2000 y 2004, que se caracterizó por la contracción de la tasa de interés de referencia; en la UME, las bajas tasas de interés se mantuvieron entre 2002 y 2005; se cree que esta política contribuyó al deterioro financiero porque los inversionistas demandaron instrumentos más rentables que los títulos públicos.
b. El problema de las hipotecas *subprime* debido al otorgamiento masivo de créditos sin importar la solvencia de los prestatarios, aunado a la "titularización" de estos activos para generar nuevos créditos y la contracción de los precios de las viviendas, que propició el incumplimiento de los deudores.
c. El excesivo apalancamiento de las empresas e instituciones financieras.
d. La contracción de liquidez en las instituciones financieras y la modificación

[1] Consultar estadísticas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
[2] En países de la UME solo es aceptable un endeudamiento de hasta el 60% del PIB.
[3] Datos de la OCDE y del Banco Central Europeo (BCE).

de la composición de sus activos, preferentemente concentrados en títulos privados.

e. La migración del capital financiero hacia países de relativa estabilidad, como Estados Unidos, Suiza y Alemania.

En este escenario, en el que elementos macroeconómicos y financieros contribuyeron al deterioro y la inestabilidad, con claros efectos nocivos en el sector real, las primeras medidas adoptadas por los países donde la crisis ha sido más notoria se orientaron al rescate masivo de las instituciones financieras en riesgo de quiebra y a la adopción de medidas para dar solidez a las finanzas públicas, como los recortes del gasto público y el incremento de impuestos. A estos criterios de política económica siguieron pronunciamientos y opiniones a favor y en contra; y aunque no existe un consenso al respecto, es evidente que la efectividad de muchas de las medidas adoptadas es dudosa por sus efectos procíclicos, cuando el objetivo real de los gobiernos es superar las fases contractivas y recesivas del ciclo económico.

Aunque algunos estudios han señalado que en los países de América Latina y el Caribe, particularmente en México, las posibilidades de que acontezcan desequilibrios macroeconómicos y financieros de magnitud considerable son reducidas, sí es posible que, en lo inmediato, se presenten efectos contractivos debido a la vinculación comercial y financiera que se mantiene con Estados Unidos y algunos países europeos. Por ejemplo, recientemente se ha observado la contracción de las exportaciones y la reducción de las remesas, lo que incide en la contracción del producto, aunque en algunos países se ha dado la salida de capitales (Cepal, 2012).

Este capítulo tiene como propósito examinar y contrastar los procesos de evolución del sector financiero internacional y del mexicano en el contexto de la reciente crisis global. En el ámbito nacional, el análisis pretende determinar las modificaciones que se espera que ocurran en el sector financiero, así como las medidas necesarias para evitar los colapsos observados en otros países.

La estructura es la siguiente: en la segunda sección se aborda el tema de las funciones del Banco Central, en particular su responsabilidad de la estabilidad financiera; en la tercera se discuten los efectos de la creación desmedida de instrumentos financieros y derivados; en la cuarta se analiza la transformación de la banca comercial y las propuestas actuales para su regulación; finalmente, en la quinta y última sección, se presentan las conclusiones de la investigación.

2. Las funciones del Banco Central

En México, al igual que en otros países, la autoridad monetaria ha sido exitosa en su objetivo de lograr la estabilidad de precios, pero ha sido muy débil para alcanzar la estabilidad financiera. Al respecto, Goodhart (2010) sostiene que los periodos en que se logra la estabilidad de precios han precedido a los de inestabilidad financiera debido a que se reducen los requerimientos por riesgo y volatilidad de los mercados

financieros, a lo que siguen mayores condiciones de apalancamiento y expansión de activos. Esto ha ocurrido en la Gran Depresión de 1929-1933, la crisis en Japón de 1999-2005 y la crisis *subprime* en 2007-2008.

Hacer explícito el objetivo de estabilidad financiera es una posición controvertida. A partir de los trabajos de Bernanke y Gertler (1999 y 2001), se concluye que la volatilidad de los precios de los activos financieros está incluida en el objetivo de controlar la inflación en la medida en que los cambios de los precios modifiquen la inflación esperada. Estos autores afirman que la política más efectiva para alcanzar la estabilidad de precios y mantener la estabilidad financiera es un régimen de objetivos flexibles de inflación, aunque también subrayan que la política monetaria por sí sola (o mediante los instrumentos hasta ahora utilizados) no ha sido capaz de controlar los efectos perjudiciales causados por la especulación con activos financieros. Por su parte, Cecchetti *et. al.* (2000) afirman que la estabilidad del precio de activos es determinante en el comportamiento de la economía.

En la práctica, los bancos centrales de distintos países coinciden en el objetivo de controlar la inflación, pero difieren en otros. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos explícitamente establece como objetivos de la política monetaria la maximización del empleo, la estabilidad de precios y la moderación de las tasas de interés de largo plazo (FED, 2005); el Banco de Inglaterra tiene como objetivos controlar la inflación y, desde 2009, contribuir a la protección y mejora de los sistemas financieros del Reino Unido. En México, el artículo 2 de la Ley del Banco de México establece como objetivos procurar el poder adquisitivo de la moneda, promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, en el entendido de que al procurar la estabilidad de precios, indirectamente se contribuye al crecimiento económico y a la creación de empleos, aunque no siempre se alcanza este resultado.

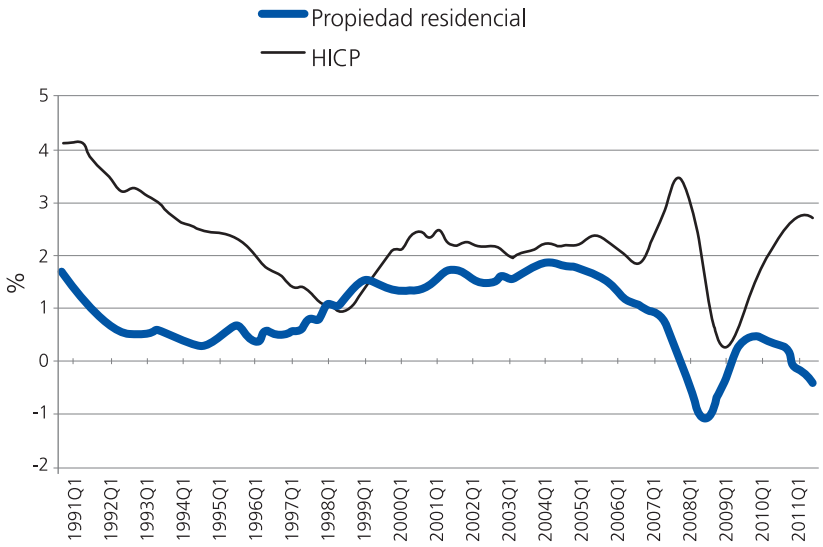
La crisis económica y financiera reciente, como destaca Goodhart (2010), ha renovado la discusión respecto al papel que tiene la autoridad monetaria en la estabilidad financiera. Goodhart subraya que la crisis estaba prevista y era esperada por las distintas instituciones de política monetaria, pero no actuaron a tiempo para evitarla debido a la carencia e imprecisión de los instrumentos utilizados para ese propósito y a la importancia que dieron al objetivo de lograr la estabilidad de precios, dejando en segundo término la estabilidad financiera.[4] De hecho, se espera que la autoridad monetaria de cada economía sea la única responsable de procurar la solidez financiera, tarea que por su importancia no puede ser delegada a instituciones privadas.

La falta de medidas para regular la volatilidad del precio de los activos y su no inclusión en el control de la inflación se hace patente, por ejemplo, en la disparidad que existe entre los precios de los bienes de la canasta básica y el precio de la vivienda, como se observa en las **gráficas 1 y 2**, que ilustran la dinámica de los mercados europeo y estadounidense. En ambos casos se distingue una burbuja especulativa

[4] Charles A. E. Goodhart es experto en las políticas monetarias del Reino Unido, Europa y Estados Unidos; fue miembro del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra entre 1997 y 2000.

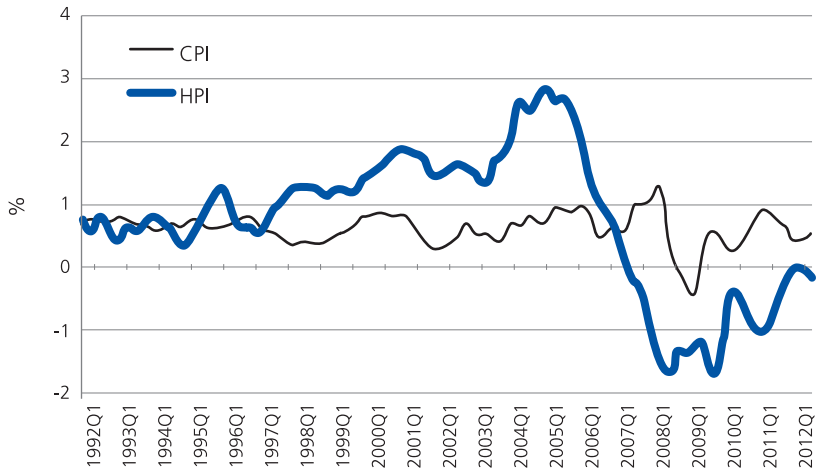
en el precio de la vivienda que antecede a su fuerte contracción. En Europa, los precios de las viviendas se mantuvieron elevados entre 2000 y 2004 y se precipitaron considerablemente entre 2006 y 2008, mientras que en Estados Unidos, el auge se mantuvo entre 2004 y 2005, para caer entre 2006 y 2009. Las Figuras también muestran que el control de la inflación ha sido más exitoso en Estados Unidos; de hecho, la variación de precios se mantuvo por debajo del 1% entre 1992 y 2007.

Gráfica 1
Evolución de la tasa de inflación y del precio de la vivienda en la Unión Europea



Nota: HICP es el Índice Armonizado de Precios al Consumidor a partir de que se conoce la tasa de inflación promedio en la Unión Europea; la variación en el precio de las viviendas se construyó a partir del Índice de Precios de la Propiedad Residencial.
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo.

Gráfica 2
Evolución de la tasa de inflación y del precio de la vivienda en Estados Unidos



Nota: El cálculo de la variación de precios se realizó a partir del Índice de Precios al Consumidor (CPI); la variación del precio de las viviendas se construyó a partir del Índice de Precios de las Casas (HPI).
Fuente: Elaboración propia con datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos.

De acuerdo al Banco de México, la inflación es resultado de una combinación de factores, principalmente:

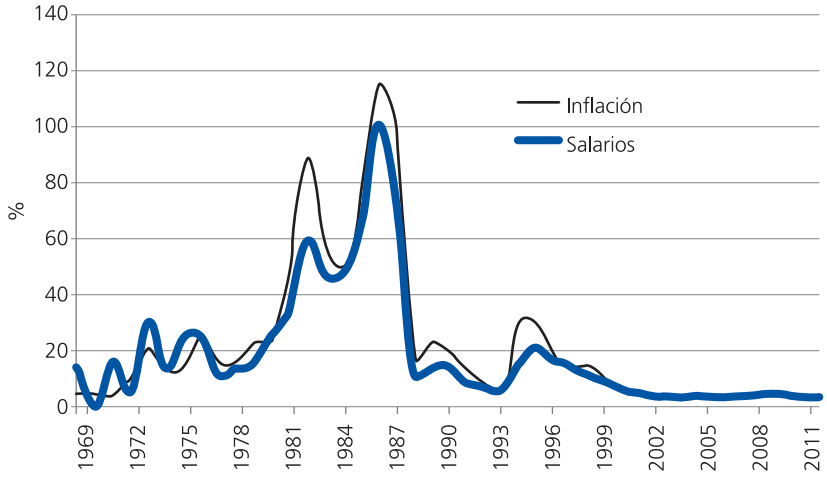
- **a.** El incremento de los precios internacionales de las materias primas (alimentos, metales y energéticos), que al importarse, aumentan los costos de producción.
- **b.** La ampliación de la brecha del producto, ya que cuando la demanda agregada es excesiva, hay presiones para el alza de los precios.
- **c.** La variación en el tipo de cambio: si disminuye el valor de la moneda, aumenta comparativamente el precio de los insumos importados.
- **d.** Modificaciones tributarias: el incremento de algunas tasas impositivas, como el Impuesto al Valor Agregado (IVA) o el Impuesto Especial sobre la Producción y Servicios (IEPS), se traslada al precio final de los bienes.
- **e.** Las expectativas crecientes de inflación propician mayores incrementos de precios.
- **f.** Cambios positivos en la tasa de variación de los salarios nominales, como ocurre con las materias primas. Se cree que el incremento salarial, al ser un costo de producción, se traslada al precio de los bienes finales.

En términos generales, la política monetaria utiliza la tasa de interés nominal como principal instrumento para controlar la inflación. En México, desde 2001, la política monetaria se conduce bajo el esquema de objetivos de inflación. En este sistema, el Banco de México establece una meta de inflación de mediano plazo y permite una ligera variación por encima o por debajo de esa meta en el largo plazo. Desde

1995 y hasta el 20 de enero de 2008, el principal instrumento utilizado fue de tipo cuantitativo: consistió en el control de la base monetaria y del crédito interno neto a través del régimen de saldos acumulados (hasta el 9 de abril de 2003) y mediante el régimen de saldos diarios de las cuentas que mantienen los bancos comerciales con el Banco Central (hasta el 20 de enero de 2008). A partir del 21 de enero de 2008, el Banco de México adoptó como principal instrumento de política monetaria el control de la tasa de interés interbancaria a un día (o tasa de fondeo bancario).

No obstante, el Banco de México también actúa discrecionalmente para controlar el tipo de cambio peso-dólar estadounidense y la variación del salario nominal. El primer tipo de control se observa en las diversas intervenciones en el mercado cambiario, esto a pesar de que se mantiene un régimen de libre flotación desde 1994; entre estas formas de intervención se encuentran las subastas de opciones de venta de dólares, venta de dólares a instituciones de crédito y líneas swap con el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.[5] La Comisión Nacional de Salarios Mínimos (Conasami), integrada por representantes de los trabajadores, patrones y gobierno, establece la magnitud del salario mínimo, pero considera la perspectiva del Banco de México acerca de la inflación esperada para el año siguiente. La **gráfica 3** muestra la convergencia de la tasa de inflación y la variación de los salarios, sobre todo desde 1997.

Gráfica 3
Tasa de inflación y variación del salario en México



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

[5] Los tres mecanismos permiten aminorar la volatilidad del tipo de cambio; además, las opciones de venta de dólares incrementan el saldo que mantiene México de sus reservas internacionales en dólares. Se trata de operaciones con las cuales los tenedores obtienen el derecho de vender al Banco de México dólares al tipo de cambio FIX reciente (del día hábil inmediato anterior). Las líneas *swap* establecidas con la FED consisten en el intercambio de dólares con el fin de otorgar liquidez a las instituciones financieras en México; este esquema estuvo vigente entre el 29 de octubre de 2008 y el 30 de octubre de 2009.

Ante la crisis, la acción de la banca central ha sido distinta. En México, simplemente se ha mantenido el control de la inflación. De hecho, se espera que esa política monetaria sea más exitosa mediante el control de la tasa de interés interbancaria. Además, se mantiene la política discrecional sobre el tipo de cambio y la variación salarial.

Con respecto a los mercados financieros, la intervención se ha concentrado en examinar la conveniencia de las medidas regulatorias de Basilea III[6] y en las reformas hechas al marco jurídico. Los cambios de la Ley del Banco de México son los siguientes:

a. Reformas del 25 de mayo de 2010. Se estableció como función del Banco de México la regulación de las comisiones, de las tasas de interés (activas y pasivas) y de cualquier concepto de cobro derivado de las operaciones entre entidades financieras y clientes (Art. 26, LBM). Además, se definió la obligatoriedad del Banco de México de reportar al Congreso de la Unión un informe trimestral sobre la inflación, la evolución económica y los indicadores económicos del país (Art. 51, LBM).
b. Reformas del 9 de abril de 2012. Se estableció el procedimiento para la designación del auditor externo del Banco de México.

Como se señaló, el Banco de México tiene entre sus objetivos promover el adecuado desarrollo del sistema financiero, función que ejerce a través de las siguientes instituciones y organismos reguladores: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF), Comisión Nacional de Sistemas de Ahorro para el Retiro (Consar), Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Condusef), Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) y Servicio de Administración Tributaria (SAT).

Entre las reformas recientes y las nuevas regulaciones destacan las siguientes:

a. La creación de la Ley de Uniones de Crédito (LUC) del 20 de agosto de 2008.[7]
b. La creación de la Ley para Regular las Actividades de las Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo (LRASCAP), el 21 de agosto de 2009.
c. Las reformas a la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (LCNBV), en particular las modificaciones del 13 de agosto de 2009, hacen explícita la atribución de la CNBV de supervisar y regular las entidades del sistema financiero mexicano.[8] También se incluyen como entidades sujetas a regulación las sociedades cooperativas de ahorro y préstamo, y se extiende la supervisión al fondo de protección establecido en la LRASCAP y al fondo de protección señalado en la Ley de Ahorro y Crédito Popular (LACP).
d. En las reformas a la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (LGTOC),

[6] Ver el apartado 3 de este documento.
[7] La Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha autorizado la operación de 120 uniones de crédito.
[8] Originalmente, la LCNBV establecía como atribución de la CNBV supervisar y regular las entidades financieras.

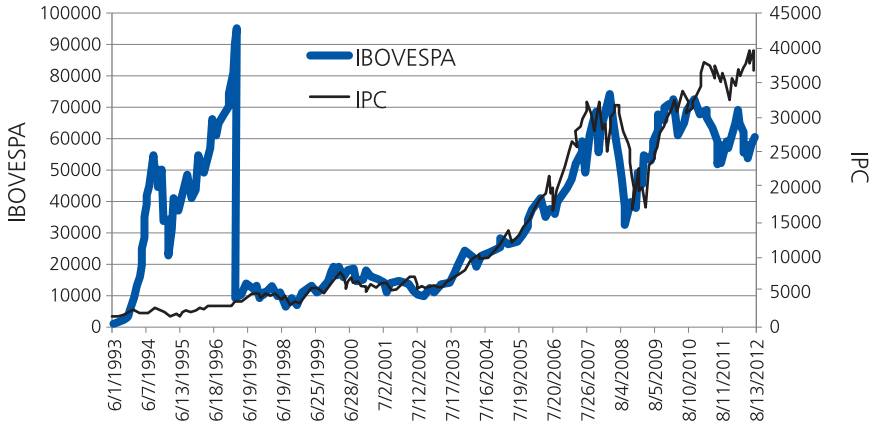
resalta la adición de los artículos 432 al 435 (26 de junio de 2008), que penalizan la reproducción, comercialización y distribución ilegal de tarjetas de crédito (de entidades financieras y comercios), tarjetas de servicio (no bancarias, pero emitidas por empresas comerciales para la adquisición de bienes) y de instrumentos utilizados en el sistema de pagos para la adquisición de bienes y servicios. La penalización se extiende a quien altere esos instrumentos y a quien posea o comercialice equipos tecnológicos para su lectura o reproducción ilegal.

e. En las reformas a la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (LSAR), destacan las adiciones del 21 de enero de 2009, que agregan a la Consar las atribuciones de establecer medidas para proteger el ahorro de los trabajadores cuando se presenten circunstancias atípicas en los mercados financieros y precisar la información que deben incluir los estados de cuenta que proporcionen las administradoras de fondos para el retiro.

Aunque en menor medida que en otros países, en México también se observaron los efectos de la crisis global, principalmente la contracción del PIB, de la inversión y de las remesas recibidas, sobre todo en 2009. En los mercados financieros ocurrió una pérdida de dinamismo entre 2008 y 2009. En la **gráfica 4** se aprecia la evolución del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC de la BMV) y del Índice Bovespa de la Bolsa de Valores de Sao Paulo y de la Bolsa Brasileña de Mercados y Futuros (Ibovespa), indicadores que son representativos de las dos bolsas de valores más importantes de América Latina. La **gráfica 5** muestra la volatilidad del IPC. En ambas gráficas se aprecia que la volatilidad del mercado de valores de México está expuesta a los eventos internacionales; de hecho, la volatilidad aumentó considerablemente entre 2008 y 2009.

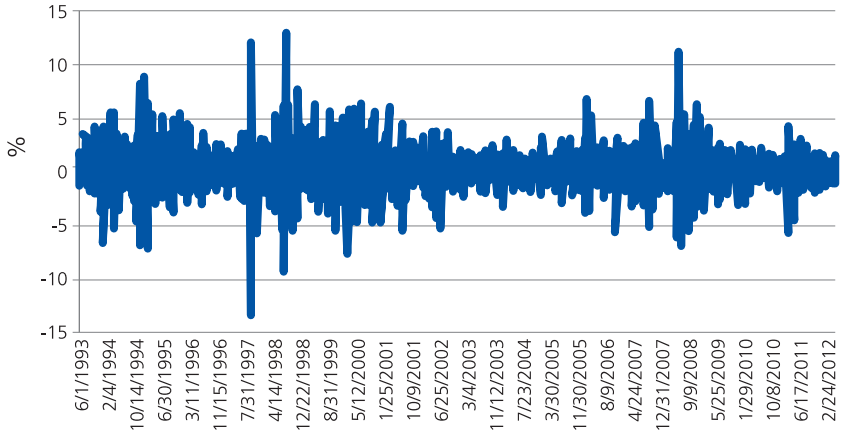
Ante estos hechos, es evidente que México necesita una mayor intervención del Banco de México en la supervisión y regulación de los mercados financieros, particularmente porque están expuestos al riesgo sistémico y, en caso de volatilidad excesiva, se generarían flujos de capitales hacia el exterior, lo cual podría perjudicar el financiamiento de las empresas.

Gráfica 4
Evolución de los índices accionarios IPC e Ibovespa



Nota: La contracción observada en el Ibovespa en marzo de 1997 es artificial; por construcción metodológica, se decidió dividir el índice entre 10 a partir de esa fecha.
Fuente: Elaboración propia con datos de *Economática*.

Gráfica 5
Volatilidad del IPC



Fuente: Elaboración propia con datos de *Economática*.

3. Instrumentos derivados

Se considera que la emisión masiva de instrumentos derivados en los años recientes es una de las causas principales de la crisis global debido a que la creación de nuevos instrumentos (innovaciones financieras de la banca privada internacional) ha sido

motivada por la búsqueda de beneficios en el corto plazo, en lugar de ser utilizados para la cobertura ante riesgos financieros. La **tabla 1** muestra la evolución de los saldos por instrumentos financieros derivados en mercados organizados y de tipo OTC (*Over-The-Counter*, sobre mostrador). Claramente se observa la preferencia por los instrumentos OTC sobre los que ofrecen los mercados organizados, aun cuando los primeros sean más riesgosos. Además, destaca el incremento de los saldos en estos títulos hasta el año 2008 y una ligera contracción desde entonces.

Tabla 1
Saldos de instrumentos derivados
(Billones de dólares estadounidenses)

Años	Derivados OTC	Derivados en mercados estandarizados	Derivados sobre tasas de interés (OTC)	Derivados sobre tasas de interés (estandarizados)	Derivados sobre tipo de cambio (OTC)	Derivados sobre tipo de cambio (estandarizados)
1999	$88,202.00	$13,552.60	$60,091.00	$14,214.80	$14,344.00	$59.10
2000	$95,199.00	$12,626.30	$64,688.00	$12,722.10	$15,666.00	$95.80
2001	$111,178.00	$23,759.90	$77,568.00	$21,758.10	$16,748.00	$93.00
2002	$141,679.00	$23,810.30	$101,658.00	$21,710.20	$18,460.00	$74.40
2003	$197,167.00	$36,786.90	$141,991.00	$33,917.50	$24,475.00	$117.80
2004	$251,823.00	$46,592.40	$190,502.00	$42,769.00	$29,580.00	$164.20
2005	$297,670.00	$57,788.40	$211,970.00	$52,297.10	$31,364.00	$173.70
2006	$414,290.00	$70,443.40	$291,115.00	$62,592.70	$40,239.00	$240.00
2007	$595,341.00	$79,099.10	$393,138.00	$71,051.30	$56,238.00	$291.20
2008	$683,725.00	$59,797.30	$458,304.00	$54,432.40	$62,983.00	$227.30
2009	$603,900.00	$73,156.60	$449,875.00	$67,056.40	$49,181.00	$328.40
2010	$601,046.00	$67,946.60	$465,260.00	$61,943.40	$57,796.00	$314.40
2011	$647,777.00	$56,563.30	$504,117.00	$53,298.50	$63,349.00	$308.40
2012	$638,928.00	$56,448.10	$494,018.00	$52,343.70	$66,645.00	$343.40

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de Pagos Internacionales.

En la **tabla 2** se presentan los instrumentos listados en la Bolsa Mexicana de Derivados (Mexder). Por el volumen y el valor de las operaciones, los principales títulos negociados son los futuros sobre el dólar estadounidense, futuros sobre la TIIE a 28 días, futuros sobre el IPC, opciones sobre dólar estadounidense, opciones sobre futuros del IPC y opciones sobre la acción Walmex V.

Tabla 2
Instrumentos listados en el Mercado Mexicano de Derivados

Contratos de futuros	
	Subyacente
Divisas	- Dólar estadounidense (DEUA) - Euro
Índices	- Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC)
Deuda	- Cetes a 91 días (CE91) -Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 días (TE28) - Swaps de TIIE a 10 y 2 años (SW10 y SW02) - Swaps de TIIE a 10 y 2 años (liquidación en especie) - Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal a 3, 5,10, 20 y 30 años (M3, M5, M10, M20 y M30) - Unidades de Inversión (UDI)
Acciones	América Móvil L - Walmex V - Cemex CPO - Telmex L - GCarso A1 - Femsa UBD
Contratos de opciones	
	Subyacente
Divisas	- Dólar estadounidense (DA)
Índices	Futuros del IPC
Acciones	- América Móvil (AX) - Naftrac 02 (NA) - Cemex CPO (CX) - Walmex V (WA) - Telmex L (TX) - GMéxico B (GM) - Televisa CPO (TV)

Nota: Recientemente se incorporaron contratos de futuros de acciones de BRTRAC10, ILCTRAC ISHRS, MEXTRAC y contratos de opciones sobre BRTRAC.
Fuente: Mercado Mexicano de Derivados.

Aunque en México no existe un mercado organizado para los derivados con subyacentes físicos, el organismo Apoyos y Servicios a la Comercialización Agropecuaria (Aserca), de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Desarrollo Rural, Pesca y Alimentación (Sagarpa), realiza la adquisición de coberturas de productos físicos en apoyo a los productores y comercializadores mexicanos, contratando esos instrumentos directamente con las bolsas estadounidenses.

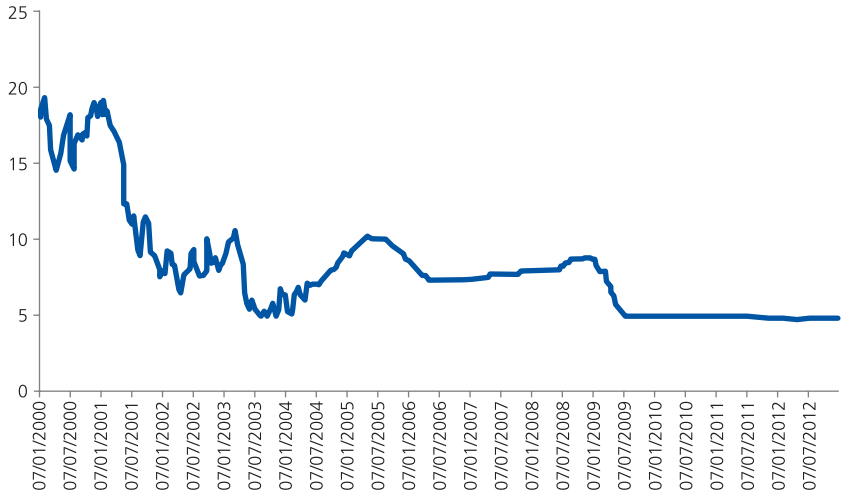
Aserca diseña estrategias de cobertura y ofrece pagar un porcentaje del costo total. Oficialmente solo se realizan coberturas para los físicos agropecuarios de maíz, trigo, arroz, sorgo, café, naranja, cacao, soya, cártamo, algodón, cárnicos, así como para insumos de actividades agropecuarias y de pesca, como fertilizantes (fosfato diamonio, nitrato de amonio urea y urea), gas natural y sus derivados, y diésel (Sagarpa, 29 de septiembre de 2005 y Sagarpa, 31 de diciembre de 2007). Es interesante que el Mexder haya iniciado, en octubre de 2012, las operaciones para los futuros sobre maíz amarillo, lo que podría indicar la inclusión de mayores subyacentes físicos en periodos próximos.

Las recomendaciones sobre el uso de productos derivados, tanto en el mercado mexicano como en otros más desarrollados, se concentran en la revisión de los requisitos para la emisión de nuevos instrumentos, entre los que resalta su finalidad de cobertura y la carencia de instrumentos similares, así como la supervisión de las agencias calificadoras de títulos financieros.

4. Cartera de crédito vencida y regulación bancaria

Como se señaló en un apartado previo, la tasa de interés es una variable de gran importancia para la instrumentación de la política monetaria porque es el instrumento que utiliza Banco de México para perseguir los objetivos de inflación que se definen anualmente. La tasa de interés crea condiciones más o menos favorables para llevar a cabo el financiamiento de las actividades productivas y el consumo de los particulares y de esa manera contribuye a estabilizar el ritmo de la actividad económica (**gráfica 6**).

Gráfica 6
Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días
(Datos semanales en %)



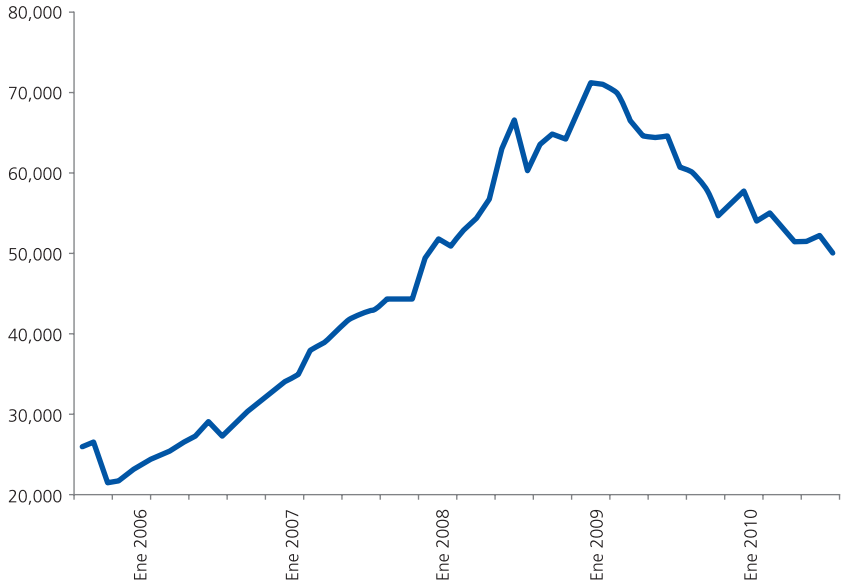
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico

Como puede verse en la **gráfica 6**, la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 días siguió una tendencia descendente muy fuerte desde el inicio de la década pasada hasta la tercera semana de agosto de 2003, en la cual toca su punto más bajo de ese periodo, 4.84%. Después de ello se observa un ascenso en su nivel que la lleva a que a mediados de mayo de 2005 suba hasta 10.19%. Después de mantenerse en torno a un nivel próximo al 10%, a partir de septiembre de ese mismo año se observa nuevamente una tendencia descendente, la cual se interrumpe

durante mayo de 2006 al tocar un nivel de 7.29%. A pesar de que se observa una suave tendencia al crecimiento después de ese periodo, en realidad éste es moderado pues llega a un máximo de 8.77% el 5 de diciembre de 2008, fecha a partir de la cual regresa a niveles comparables con el mínimo de 4.84%.

En primera instancia el comportamiento observado en la tasa de interés sugiere que la contención de la tasa como instrumento para controlar la inflación se logró por parte del Banco de México a pesar de las presiones de la crisis. Sin embargo, ¿qué impacto tuvo la crisis en el nivel de riesgo del mercado de crédito?

Gráfica 7
Cartera vencida total de la banca comercial
(Millones de pesos)

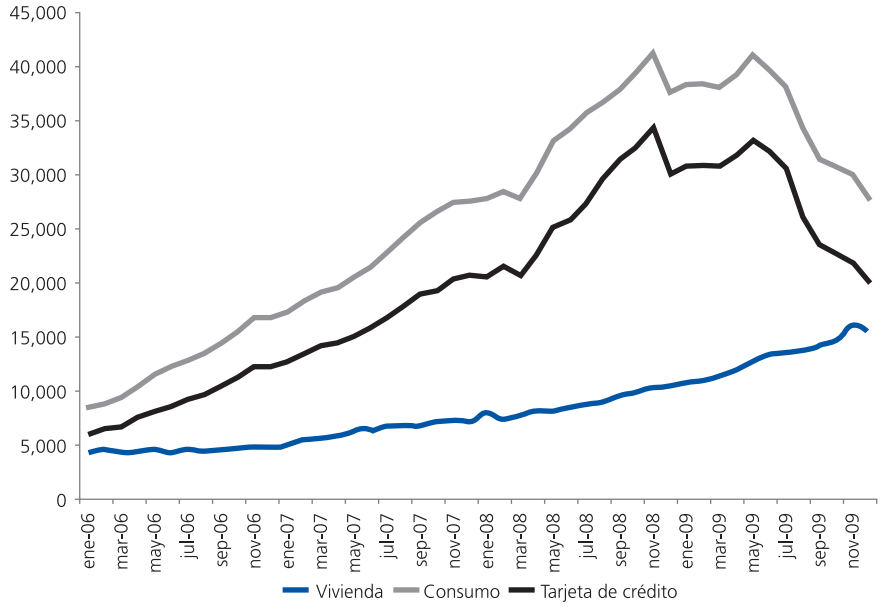


Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico

En la **gráfica 7** se muestra el comportamiento de la cartera vencida de la banca comercial en México, incluyendo el total de la cartera de empresas así como la de personas física. Como puede observarse, desde un mínimo de 21 mil 496 millones de pesos en marzo de 2006, el saldo de la cartera vencida en manos de la banca comercial pasó a ser de 71mil 359.4 millones de pesos en mayo de 2009, es decir, un nivel mayor al triple que el anteriormente señalado. Destacan en ese periodo los meses de abrí y octubre de 2008, en los cuales la cartera vencida crece a tasas de 10.73% y 10.23%, respectivamente. La TIIE a 28 días descendió 5 puntos base durante abril y subió 4.5 puntos base durante octubre. A simple vista, estos números sugieren que no siempre la cartera vencida de la banca comercial en México se mueve simultáneamente con la tasa de interés, incluso podría decirse que el saldo

de la cartera vencida puede seguir creciendo a pesar de que la tasa de interés haya detenido su ascenso o tiempo después de que ésta haya iniciado una tendencia descendente. Naturalmente es de suponerse también que existen otros factores que influyen en la dinámica de la cartera vencida, como son las expectativas de los agentes económicos.

Gráfica 8
Cartera vencida de la banca comercial por principales rubros
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico

Como se puede observar en la **gráfica 8**, la cartera vencida de las tarjetas de sigue una tendencia que sigue el comportamiento de la cartera vencida de los créditos al consumo. Después de una clara tendencia creciente al principio del periodo descrito en la gráfica, las carteras vencidas llegan a un pico en noviembre de 2008 de 41 mil 194.2 millones de pesos la del consumo, en tanto que la de las tarjetas de crédito alcanza los 34 mil 159.6 millones de pesos, es decir, respectivamente, 4.9 y 5.7 veces el nivel de enero de 2006. Después de un ligero descenso, ambas vuelven a crecer en mayo de 2009 hasta niveles respectivos de 41 mil 7.1 y 33 mil 178.1 millones de pesos, después de lo cual empiezan un descenso al unísono.

Por su parte, la cartera vencida de los créditos otorgados por la banca comercial relacionados con vivienda tuvo un crecimiento más suave pero sostenido. De esa forma, la tendencia de ese rubro de la cartera vencida hizo que éste creciera 3.62 veces, ciertamente menor en términos comparativos. De acuerdo con los datos publicados

por INEGI, el número de los créditos que se ejercieron para vivienda en 2007 y 2009 se contrajeron en 6.19% y 15.57%, respectivamente, en tanto que en 2006 y 2008 observaron vigorosos incrementos anuales respectivos de 53.18% y 60.20%. Es decir, a pesar del deterioro sostenido de su cartera crediticia vencida total y, particularmente, la de vivienda, al parecer los bancos establecidos en México también facilitaron en alguna medida la expansión de los créditos de vivienda.

Tabla 3
Calificación Z para la banca en México

Año	Z-score
1998	22.19252
1999	24.73551
2000	24.08777
2001	24.27019
2002	25.79515
2003	24.86746
2004	27.24195
2005	29.78741
2006	33.78826
2007	32.28154
2008	24.82419
2009	29.30010
2010	20.33896
2011	18.66536

Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis con datos del Banco Mundial

También es conveniente entender cómo se afectaron los niveles de riesgo del sistema bancario en México antes y durante la crisis, así como en los años sucesivos. La estimación de la calificación Z hecha por el Banco Mundial para la banca establecida en México se muestra en la **tabla 3**. Con base en este indicador se mide la probabilidad de *default* de la banca que opera en México como un promedio ponderado de las calificaciones Z de los bancos individuales que operan en México. En dicha tabla se puede ver cómo la probabilidad de *default* observa una tendencia ligeramente creciente alcanzando valores máximos en 2006 y 2007, cayendo en 2008 para volver a incrementarse en 2009, para volver a descender, llegando incluso en 2011 a una probabilidad de default más baja que la de 1998. Evidentemente, al ser un promedio de calificaciones Z, hay bancos que se encuentran con una menor probabilidad de default pero también los hay con una probabilidad más alta, lo que implica que el riesgo sistémico puede ser mayor que el estimado por el Banco Mun-

dial. Este punto nos lleva a cuestionarnos sobre el papel que juegan las autoridades supervisoras y el marco que se encuentra vigente para regular la operación de los bancos asentados en México.

Las medidas regulatorias más conocidas que se aplican al sector bancario son las concertadas por la Comisión de Supervisión Bancaria de Basilea, por lo que conviene recordar los acuerdos establecidos. En el documento "Convergencia internacional de medidas y normas de capital" (1988), conocido como Basilea I, se establecen como objetivos principales fortalecer el sistema bancario internacional y reducir las diferencias en competitividad entre los bancos. También se asentó el compromiso de que las instituciones bancarias conservaran un capital mínimo en función de su exposición al riesgo (principalmente el riesgo de crédito, aunque también se reconocía la importancia del riesgo asociado con las tasas de interés y las inversiones en títulos financieros); estos recursos se determinaban con base en un porcentaje específico: 0%, 10%, 20%, 50% o 100%, de acuerdo a los títulos que tuviera el banco.

En 1996 se procedió revisar el marco regulatorio anterior, lo cual derivó en los acuerdos de Basilea II de 2004, que establecieron tres pilares básicos para la regulación bancaria:

a. Los requerimientos mínimos de capital en función de la exposición al riesgo de crédito, al riesgo de mercado y al riesgo operacional.
b. El proceso de revisión supervisora.
c. La disciplina del mercado.

La supervisión bancaria incluye cuatro principios: a) los bancos deben tener procesos para evaluar la suficiencia de su capital, acorde con su exposición al riesgo, y estrategias para mantener el nivel de capital adecuado. Esto incluye metodologías para la valuación de los riesgos, además de su monitoreo; b) la supervisión debe evaluar la calidad de las estrategias bancarias para medir y mantener sus requerimientos de capital; c) los supervisores deben asegurar que los bancos mantengan ratios de capital superiores a los niveles mínimos, y d) la autoridad supervisora debe tener la facultad de intervenir en las entidades que incumplan con los requerimientos de capital.

La disciplina de mercado se refiere al requisito de que los bancos comerciales revelen información sobre su capital y su exposición al riesgo con el fin de que los participantes de los mercados conozcan sus condiciones de operación (BCBS, 2006).

En respuesta a la crisis reciente, desde julio de 2009 se publicó un conjunto de medidas tendientes a mejorar la evaluación de los requerimientos de capital y a reforzar el cumplimiento de los tres pilares citados. Los principales acuerdos de Basilea III son: mejorar la calidad del capital bancario para enfrentar las pérdidas con mayor capacidad; incrementar la cobertura del riesgo, especialmente en derivados, titularizaciones y vehículos de financiamiento fuera de las hojas de balance; elevar los requerimientos mínimos de capital; hacer más estrictas las medidas relacionadas con el proceso de examen supervisor y con la disciplina de mercado; introducir

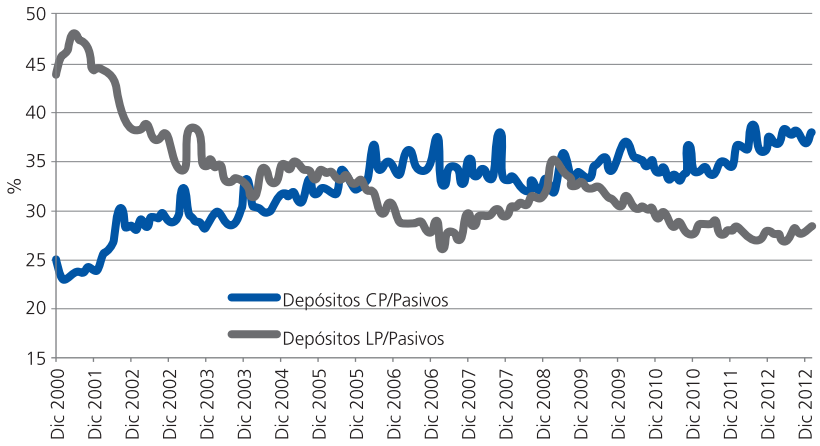
estándares mínimos de liquidez (de corto y largo plazo); establecer coeficientes de apalancamiento para evitar que éste sea excesivo e introducir "colchones" de capital (BCBS, 2010).

En varios países, entre ellos México, las autoridades financieras se han comprometido a adoptar las resoluciones de Basilea. En los últimos acuerdos, destacan los siguientes aspectos: la introducción de coeficientes estándares de liquidez y apalancamiento, así como de colchones de capital. El establecimiento de niveles de liquidez básicos está contemplado para limitar la tendencia reciente de los bancos comerciales en la constitución de sus activos. Hasta la década de los 90, un alto porcentaje del total de activos estaba constituido por títulos gubernamentales (elevada liquidez y reducido riesgo); en la actualidad, la mayor parte corresponde a títulos privados (reducida liquidez y elevado riesgo).

Goodhart (2010) refiere el caso de la banca británica, donde el porcentaje de los títulos públicos con respecto al total de sus activos por deuda pasó de 45% en los años 60 a solo 0.72% en 2005. También es alarmante que la relación del total de depósitos con respecto al total de obligaciones se haya reducido sistemáticamente; en la banca británica, esta relación descendió de 76.5% en los años 60 a 40% en 2005; en la banca estadounidense, la relación cambió de 93% a 66% en los mismos años.

En México ocurre una situación similar con la estructura de activos y pasivos. La **gráfica 9** muestra la evolución de los depósitos con respecto a las obligaciones totales de la banca comercial. La proporción de los depósitos de corto plazo se ha incrementado ligeramente en los últimos años debido a la actualización de los sistemas de pago, especialmente en los procedimientos de retribución a los trabajadores de empresas privadas y del gobierno federal, lo que aumenta el número de cuentas y recursos. Un indicador más representativo es la evolución de los depósitos de largo plazo con respecto a las obligaciones totales, que sí refleja una contracción importante; mientras que los depósitos representaban el 45% del total de obligaciones en el año 2000, en la actualidad solo representan 27%.

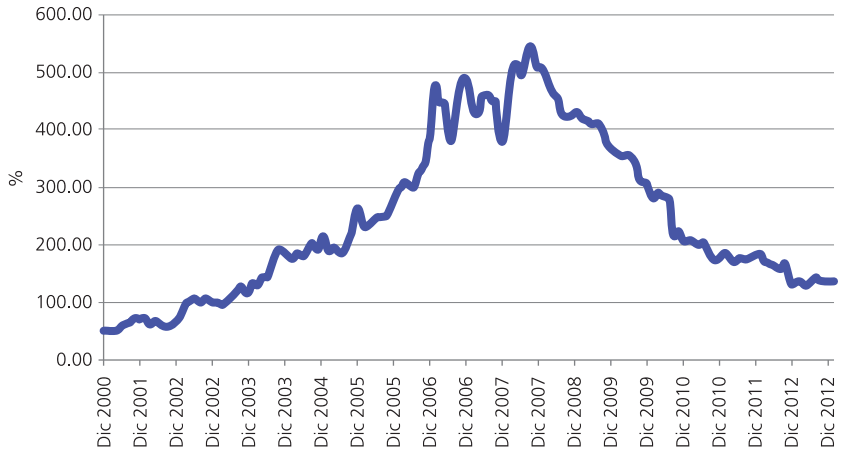
Gráfica 9
Evolución de la razón depósitos/pasivos en la banca comercial de México



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha realizado funciones de supervisión de las operaciones y riesgos de la banca comercial en México, pero la vigilancia se ha concentrado en el cumplimiento de las instituciones a nivel individual, postergando el cuidado del riesgo sistémico. Un ejemplo de la exposición a estos riesgos se muestra en la **gráfica 10**, donde se observa la proporción de los saldos deudores por instrumentos derivados que mantienen los bancos comerciales con respecto a las obligaciones totales. Aunque debe considerarse que la proporción de los saldos acreedores es similar, resaltan tanto la amplia magnitud de este tipo de operaciones como su mayor incremento en los años de más inestabilidad (2006 y 2009).

Gráfica 10
Proporción de los saldos deudores por instrumentos derivados respecto al total de obligaciones de la banca comercial en México



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Entre las críticas al marco regulatorio de base, destacan las siguientes:

a. Basilea se ha concentrado en supervisar el nivel de capital mínimo requerido de acuerdo con la exposición al riesgo en los bancos comerciales —de forma individual—, pero hay muy pocos avances en términos de la evaluación y control del riesgo sistémico.

b. Muchos de los requerimientos de Basilea son más bien de tipo procíclico porque tienden a relajar las medidas de control sobre las operaciones bancarias en los periodos en que existen expectativas alcistas y de escasa percepción del riesgo, pero cuando ocurre lo contrario, se refuerzan las medidas regulatorias (Goodhart, 2008 y 2010).

La propuesta de introducir colchones de liquidez (Basilea III) es indicio de una posible corrección de esta debilidad, siempre y cuando se acepte la posibilidad de su utilización en periodos de inestabilidad financiera. Al respecto, Goodhart (2010) sugiere que los requerimientos de capital y liquidez se establezcan en función de las tasas de variación de los activos en riesgo, en lugar de simplemente observar el valor de la exposición.

En el ámbito internacional, la discusión sobre la regulación es amplia. Destacan, además de la evaluación de los nuevos acuerdos de Basilea, las siguientes propuestas:

a. Revisar la reglamentación que protege a ahorradores e inversionistas, lo que vuelve a poner sobre la mesa la controversia en torno a la conveniencia de los seguros de depósito.

b. Analizar las condiciones habituales de operación de los bancos ante el fallo de la supuesta regla "demasiado grande para quebrar".
c. Examinar las funciones de la banca comercial, especialmente su contribución al crecimiento económico.
d. Contar con un marco regulatorio más eficiente centrado en la supervisión de riesgos sistémicos y en la operación de las actividades globales de las entidades financieras.[9]

5. Conclusiones

En este capítulo se examinaron las principales modificaciones realizadas en el sector financiero como una consecuencia de la crisis global reciente, en particular las relacionadas con las funciones de la autoridad monetaria, la emisión de instrumentos derivados y la regulación de la banca comercial. El sector financiero de México no es ajeno a la discusión internacional en estas tres áreas. En términos de política monetaria, la visión en México corresponde con la del marco teórico ortodoxo, por eso los criterios de política monetaria se concentran en la estabilidad de precios y persiste una escasa atención a la estabilidad de los mercados financieros.

El dinamismo de los instrumentos derivados en México, pero sobre todo su concentración en la comercialización de algunos títulos, indica el uso de estos productos con fines distintos a la cobertura, lo que indica que es necesario investigar más sobre los instrumentos que efectivamente cubren estos riesgos. La regulación bancaria del país ha recuperado los criterios internacionales de supervisión, situación que a pesar de ser favorable, mantiene algunas debilidades, como la ausencia de vigilancia de los riesgos sistémicos y la contracción de la liquidez.

También es importante destacar que el comportamiento de la cartera vencida que se encuentra en poder de la banca comercial que opera en el país sigue si un problema complejo, particularmente si observamos que después de la crisis ha seguido creciendo, alcanzando niveles superiores a los cien mil millones de pesos, nominalmente en el mismo nivel que durante los meses de la crisis de 1995. Una fuente de preocupación es que no siempre se mueve en la misma dirección que la tasa de interés, lo que hace que el principal instrumento de política monetaria en México pueda ver limitada su eficacia para mejorar el perfil de dicha cartera.

Asimismo, esta investigación destaca la necesidad de que la autoridad monetaria de México lleve a cabo una supervisión más estricta del sistema financiero, especialmente de las condiciones de operación de los bancos comerciales, para evitar colapsos económicos.

[9] Por ejemplo, la supervisión más amplia de las entidades y los mercados financieros que se introdujo en Estados Unidos con la Ley Dodd-Frank de 2010.

Capítulo 10

¿Cómo afectaron la crisis financiera y sus secuelas al sector real de México?

Humberto Valencia Herrera
Investigador en el Departamento de Contabilidad y Finanzas
Tecnológico de Monterrey, Campus Ciudad de México
y la EGADE Business School
Igor Patricio Rivera González[1]
Director de la Maestría en Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Ciudad de México

[1] Queremos agradecer el apoyo de Claudio Toledo y Andrea Castellanos Maya para la elaboración de este capítulo.

1. La Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad tuvo un efecto moderado en México

La Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad, cuyo episodio más agudo se presentó entre 2007 y el primer semestre de 2009, se gestó en los bancos estadounidenses especializados en créditos hipotecarios a tasa flotante debido a los excesos en que incurrieron durante el periodo 2004-2006. Ante el aumento de las tasas de interés que acompañó a las decisiones de política monetaria del Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U., fue difícil refinanciar dichas hipotecas, lo cual provocó la caída de los precios de las propiedades inmuebles a partir del segundo semestre de 2006 (Zandi, 2010).

Durante 2007, debido a la dificultad de refinanciar los créditos en un entorno cada vez más restrictivo y de precios a la baja, muchos contratos hipotecarios cayeron en impago e impactaron directamente al mercado de activos financieros colateralizados por hipotecas. Evidentemente, el contexto poco propicio había reducido el apetito de los inversionistas por ese tipo de valores (Sinkovic, 2013). En los meses siguientes, los requisitos para el otorgamiento de créditos fueron más restrictivos, bajó la oferta de financiamientos y se aletargó el crecimiento económico. Finalmente, durante 2008 y 2009, las economías de Estados Unidos y Europa occidental cayeron en una recesión.

Como era lógico, la Crisis de las Hipotecas de Baja Calidad tuvo consecuencias en México debido a su estrecha relación comercial y financiera con Estados Unidos, aunque los efectos fueron relativamente leves dada la buena conducción del gobierno y el manejo financiero conservador de la mayoría de las empresas privadas. No obstante, hubo algunos casos de compañías de gestión agresiva y alta exposición a los mercados financieros internacionales que registraron pérdidas considerables.

2. La desaceleración económica

En el año 2007, la economía mundial tuvo un crecimiento acelerado, si bien Estados Unidos mostraba ya los signos de una desaceleración, particularmente en el cuarto trimestre. Esta pérdida de dinamismo continuó durante 2008, hasta agosto, cuando la Crisis Financiera se manifestó de una manera explosiva. En México, el descenso de la demanda externa se tradujo en una reducción de la actividad en los sectores de manufactura y servicios, pero el gasto privado se mantuvo, lo cual aminoró los efectos negativos. Durante 2007, el Producto Interno Bruto (PIB) tuvo un crecimiento real de 3.2%, inferior al 5.0% de 2006.

Durante el segundo semestre de 2007, los problemas del mercado hipotecario y del mercado de activos financieros colateralizados por hipotecas aumentaron la aversión al riesgo en los mercados crediticios internacionales, y ello repercutió en una elevación de las primas de riesgo en los créditos otorgados a países emergentes. Cabe hacer notar que el premio por riesgo que afectó a la deuda soberana mexica-

na fue sustantivamente menor al observado en crisis financieras previas. En 2008, el deterioro de la cartera vencida del sector hipotecario en Estados Unidos redujo la liquidez en el sector interbancario internacional y propició el contagio de otros mercados.

A medida que se agudizaba la crisis del mercado hipotecario, los precios de las materias primas se incrementaban como resultado de la intensa actividad de las economías emergentes más grandes: China, India y Brasil, lo que provocó un aumento de las presiones inflacionarias en México. Durante 2007, la inflación fluctuó alrededor del 4%, contenida en parte por una política monetaria restrictiva que elevó la tasa de fondeo bancario de 7% a 7.25%. En el primer semestre de 2008, subieron los precios de los alimentos, los metales y la energía, hecho que incidió en la inflación. Las autoridades monetarias respondieron aumentando la tasa de interés interbancaria objetivo de 7.5% a 8.25%.

Los precios de los energéticos tuvieron alzas significativas durante 2007 y el primer semestre de 2008. El precio del barril de petróleo tipo West Texas Intermediate (WTI) llegó a 100 dólares en noviembre de 2007; y para julio de 2008, alcanzó más de 145 dólares. Este comportamiento se debió, en buena medida, al incremento de la demanda por parte de las principales economías emergentes, la turbulencia política en Medio Oriente y la oferta internacional restringida de petróleo.

La inflación en México también se vio afectada por la depreciación del peso en septiembre de 2008 debido a la bancarrota de Lehman Brothers y a la fuga de capitales que provocó dicho suceso. Otro factor fue el incremento de los precios internacionales de las materias primas. El encarecimiento de los granos derivó en el aumento del costo de los alimentos elaborados para uso pecuario. Y los incrementos de precio del acero, el cobre y la energía a lo largo de 2008 provocaron alzas en los costos de los materiales para construcción, lo que impactó directamente al sector de la vivienda.

3. Agosto de 2008-marzo de 2009: se agudiza la crisis

Para agosto de 2008, los problemas del mercado interbancario internacional se habían complicado. La liquidez era reducida y el apalancamiento de muchos intermediarios había subido a niveles récord. Esto obligó a los intermediarios financieros a disminuir sus inversiones, lo que presionó el precio de diversos activos financieros.

Después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se exacerbó la incertidumbre en los mercados financieros. A esto se sumó la restricción de liquidez y el deterioro del precio de ciertos activos financieros, situación que propició que la crisis se extendiera a otros segmentos del mercado financiero y a otros países. Además, la bancarrota de Lehman evidenció el riesgo de contraparte de muchos de los activos en las carteras de las instituciones financieras, y esto aumentó las primas de riesgo de crédito. Todo esto se tradujo en un círculo vicioso, ya que el encare-

cimiento del crédito a instituciones financieras en el mercado internacional redujo aún más la liquidez.

La situación se complicó por el proceso de retroalimentación entre el sector financiero y el real. Los flujos de capital hacia las economías emergentes se contrajeron de manera acelerada, y ello afectó tanto al tipo de cambio como a los mercados accionarios y de deuda en muchos países. Para entonces, el peligro de un colapso del sistema financiero internacional era obvio.

Con la intención de contrarrestar la crisis, las autoridades monetarias de varios países tomaron medidas. En México, por ejemplo, se aumentó la oferta de dólares a través de diversos mecanismos: se crearon facilidades preventivas para su aprovisionamiento temporal en bancos y se adoptaron acciones para incrementar la liquidez en los mercados financieros. En las colocaciones de deuda del gobierno federal se aumentó la importancia relativa de los valores a corto plazo; se establecieron programas de recompra de Bonos M y de Udibonos y se realizaron subastas de intercambio de tasas a corto plazo por tasas a largo plazo (*swaps* de tasas de interés).

Para propiciar el funcionamiento más ordenado del mercado financiero, el Banco de México instrumentó un programa de compra de bonos del Instituto de Protección del Ahorro Bancario (IPAB), se establecieron facilidades regulatorias temporales para que las sociedades de inversión tuvieran mayor flexibilidad en la recomposición de sus carteras y se creó un programa de garantías de la banca de desarrollo para la colocación de deuda privada de corto plazo.

En octubre de 2008, la Comisión de Cambios (Banxico, SHCP) realizó dos tipos de subastas para estabilizar el mercado cambiario. En primer lugar, a partir del 9 de octubre, se reactivó la venta de dólares a través de subastas diarias con precio mínimo. Mediante este mecanismo fueron asignados 4,178 millones de dólares en 2008. En segundo lugar, también en octubre, se llevaron a cabo subastas extraordinarias para atender la demanda extraordinaria de divisas. El monto total fue de 11,000 millones de dólares.

El 29 de octubre, el Banco de México estableció el mecanismo de intercambio temporal de divisas (línea *swap*) con el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U. (FED) por un monto de 30,000 millones de dólares. En el contexto interno, el IPAB amplió su programa de colocaciones primarias de valores a corto plazo y disminuyó las de largo plazo durante el cuarto trimestre de 2008. El gobierno federal subastó recompras de Bonos M y Udibonos, a las que asignó 4,342 millones de pesos y 713 millones de UDIS, respectivamente. Asimismo, el Banco de México realizó subastas de intercambio de flujos a tasas revisables de compromisos con tasas de interés fijas a largo plazo (*swaps* de tasas). En este caso, fueron asignados 4,400 millones de pesos.

Para mejorar la operación de los mercados financieros, se creó un programa de subastas de compra de bonos del IPAB, se establecieron facilidades regulatorias temporales para permitir a las sociedades de inversión recomponer sus portafolios y

la banca de desarrollo creó un programa de garantías para la colocación de deuda a corto plazo.

La agudización de la crisis en el cuarto trimestre de 2008 desaceleró la actividad económica y deterioró las perspectivas a mediano plazo, lo cual redujo la demanda de financiamiento del sector privado. Adicionalmente, la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros incrementó el costo del financiamiento interno y externo para el sector privado. El componente que sufrió mayor deterioro fue el crédito para los hogares, particularmente el financiamiento para el consumo. Con respecto a las empresas, cayeron todos los financiamientos, tanto internos como externos, con respecto a 2007.

El debilitamiento de la actividad económica internacional, principalmente la de Estados Unidos, repercutió en México, aunque en menor medida. La demanda externa cayó 8.8% en el último trimestre de 2008, ajustando por estacionalidad.

En México, la caída de la demanda externa se extendió al componente privado del gasto doméstico, lo que afectó al PIB. Esa baja se compensó con el componente público del gasto, que mantuvo una tendencia al alza, particularmente la inversión. El gobierno federal estableció en octubre de 2008 el "Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo" (PICE), que fomentó la inversión en infraestructura y la ampliación del crédito directo de la banca de desarrollo, y para prevenir un déficit público mayor, se contrataron coberturas petroleras con un precio garantizado de 70 dólares por barril por las exportaciones petroleras netas del país (330 millones de barriles al año).

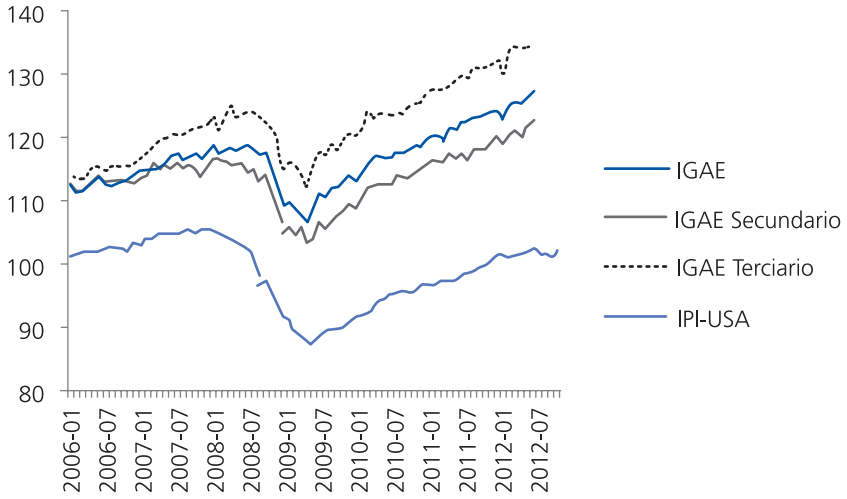
Durante el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, cayeron las exportaciones petroleras y no petroleras, se desaceleraron las importaciones y bajaron los ingresos del exterior por concepto de remesas familiares. En general, se experimentó una mayor restricción para tener acceso a flujos de capital del exterior, tanto en forma de crédito como de inversión.

A pesar de todo, el Índice de Producción Industrial de Estados Unidos (IPI-USA) se mantuvo a lo largo de 2007, y aumentó 2.11% entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007. Aún no se resentía la crisis en el sector secundario de la economía estadounidense. Fue hasta 2008 cuando se observó una disminución considerable en el IPI-USA, y en diciembre de 2008, cerró a 93.61, es decir, una disminución de 11.29% con respecto al año anterior.

En México, la actividad económica de los sectores secundario y terciario –medida por el Índice General de la Actividad Económica (IGAE)– fue muy semejante a la del IPI-USA, observándose un mayor efecto de la crisis en la industria manufacturera que en el sector de servicios. El ramo secundario aumentó 2.0% en 2007, pero cayó 5.2% en 2008; el sector terciario aumentó 4.9% en 2007 y cayó 2.5% en 2008. El sector primario, dominado por los precios de las materias primas y los alimentos, tuvo un comportamiento diferente, ya que cayó 12.7% en 2007, para aumentar

14.7% en 2008. El IGAE subió 2.9% en 2007, pero cayó 3.1% en 2008 (**gráfica 1**). Las exportaciones petroleras bajaron debido al descenso de la demanda y de los precios. Las importaciones atenuaron su crecimiento, las de bienes de consumo e intermedio se redujeron. Las remesas registraron una caída durante 2008, tendencia que se acentuó durante la crisis.

Gráfica 1
Índice General de la Actividad Económica (IGAE) de México, del Sector Secundario (IGAES) y Terciario (IGAET) e Índice de Producción Industrial (IPI) de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y el Banco de la Reserva Federal de E.E.U.U.

Como consecuencia de la crisis internacional, la actividad productiva de México se contrajo durante el último trimestre de 2008 y el primer semestre de 2009. Esto refleja la pérdida de confianza del consumidor y los empresarios, la caída de la liquidez en el mercado crediticio, los efectos del brote de influenza A(H1N1) y el cierre temporal de plantas automotrices de dos armadoras de Estados Unidos. La desaceleración económica provocó una caída en la demanda de mano de obra, principalmente en el sector formal, y un aumento de trabajadores eventuales en las zonas urbanas. El número de asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social mostró una fuerte contracción durante la crisis.

En el segundo trimestre de 2009 comenzó la recuperación económica, pero en marzo se presentó una nueva adversidad, la epidemia de influenza A(H1N1). Como consecuencia, fueron suspendidas temporalmente diversas actividades productivas. Además, la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, entre otras dependencias, recomendó que grupos vulnerables, como las mujeres embarazadas, no asistieran al trabajo (CNN, 2009; STPS, 2012; Segob, 2012).

En el plano internacional, la inflación de los países avanzados bajó. En Estados Unidos, después de alcanzar 5.6% en julio de 2008 (la más alta desde 1991), mostró un descenso durante el último trimestre de 2008 y el primer semestre de 2009. Entre las naciones emergentes, el comportamiento de la inflación fue mixto. En algunas disminuyó, en otras se mantuvo y luego aumentó. La menor actividad económica internacional a partir del cuarto trimestre de 2008 presionó a la baja los precios de las materias primas y redujo la inflación. El barril de petróleo tipo West Texas Intermediate cerró el año 2012 en 45 dólares por barril; en julio de ese año había alcanzado 145 dólares.

La recuperación de la economía global inició en el segundo semestre de 2009 gracias a las medidas monetarias y fiscales implementadas por la mayoría de las economías del mundo. También contribuyeron las acciones que llevaron a cabo las autoridades financieras para estabilizar el sistema financiero internacional.

4. La recuperación internacional

El ritmo de la recuperación económica no fue uniforme. Estados Unidos tuvo un crecimiento vigoroso durante el segundo semestre de 2009. En la zona euro y Japón, la mejora fue menos robusta. Las principales economías emergentes mostraron una expansión franca, particularmente las asiáticas. China e India tuvieron un crecimiento de 8.7% y 5.7%, respectivamente, debido al incremento de la demanda interna y de las exportaciones. En cambio, la recuperación fue más paulatina en Latinoamérica, cuyo PIB mostró una contracción de 1.8 % durante 2009.

Aunque la recuperación mundial siguió su curso en 2010, la economía de algunos países europeos que estaban fuertemente apalancados se contrajo, como en los casos de Grecia e Islandia, cuyo PIB decreció 0.2% y 7.4%, respectivamente. Al año siguiente se observó un aletargamiento en la recuperación mundial debido a desastres naturales en Asia, el encarecimiento de los productos primarios en el primer semestre de 2011 y la crisis de la deuda soberana en la zona euro. En 2012 todavía prevalecía la desaceleración económica mundial, en parte debido a la incertidumbre generada por la crisis europea.

5. La recuperación de México

México empezó a ver señales positivas hasta el segundo semestre de 2009, cuando repuntaron las exportaciones manufactureras por la recuperación del mercado externo. También aumentó la demanda interna del sector privado, pero a un ritmo más lento. El PIB desestacionalizado mostró incrementos de 2.5% y 2% durante los dos últimos trimestres de 2009.

En 2010 se consolidó la reactivación. El incremento de la actividad industrial de Estados Unidos impulsó las exportaciones mexicanas, lo cual tuvo un impacto positivo

en los componentes del gasto interno. También se reactivaron las importaciones. No obstante, el déficit de la balanza comercial se mantuvo en niveles que no se habían presentado desde 1990.

Aunque el crecimiento de 6.1% del PIB generó puestos de trabajo, la economía continuó operando por debajo del PIB potencial, ya que su nivel fue inferior al de 2008. Esto se reflejó en el uso de la capacidad instalada y en el empleo formal, cuyos indicadores fueron muy inferiores a los alcanzados antes de la crisis y en ciclos previos.

En 2011, México siguió creciendo muy lentamente debido a las caídas de la demanda externa, particularmente la de Estados Unidos, situación que se compensó con la recuperación de la demanda interna. El PIB tuvo un crecimiento de 3.9% durante el año, indicador que se repitió en 2012 ("PIB de México", 2013; Banxico, 2012; A, B y C, 2013 A).

6. Las Lecciones de la Crisis Financiera y sus secuelas

6.1 Las autoridades monetarias deben considerar las condiciones del mercado financiero y actuar en coordinación con sus similares de otros países.

Para salir de la crisis, fue importante que las autoridades monetarias de México consideraran las condiciones del mercado financiero y actuaran en coordinación con sus similares de países avanzados, que establecieron medidas fiscales y monetarias, como aumentos del déficit público y políticas monetarias laxas, lo que desencadenó una drástica caída de las tasas de interés en 2009. Por su parte, la mayoría de las naciones emergentes también implementaron políticas monetarias, pero más holgadas y de menor intensidad.

En abril de 2009, el G20 anunció diversas medidas para reforzar el sistema financiero internacional. Entre ellas, el fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria, aumentos sustanciales de los recursos disponibles para los principales organismos financieros internacionales y la creación del Consejo de Estabilidad Financiera. Sin embargo, el sistema financiero no se estabilizó de manera inmediata debido a los cambios súbitos en la confianza de los inversionistas durante 2009.

Ese mismo año, los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron políticas de tasas para favorecer la liquidez del mercado. No obstante, en los países emergentes, el temor a las presiones inflacionarias impuso una política monetaria más restrictiva.

El aumento de la liquidez global generó flujos de capitales hacia las economías emergentes, las cuales se vieron obligadas a contener la apreciación de sus monedas con la aplicación de diversas medidas, como la acumulación de reservas internacionales o la restricción de los flujos de capital. En México, la tasa de interés objetivo se mantuvo en 4.50% durante el segundo semestre de 2009, lo cual era una señal de

preocupación por un posible aumento de la inflación debido al paquete fiscal 2010 y a la evolución de la actividad económica.

6.2 México no es inmune al ambiente internacional aunque cuente con políticas macroeconómicas adecuadas.

La adecuada conducción de la política monetaria mexicana en un entorno internacional de baja inflación y con el PIB debajo de su capacidad potencial, contuvo las presiones inflacionarias desde el segundo semestre de 2009 hasta finales de 2012. La inflación disminuyó de 5.30% en 2009 a 4.16% en 2010 y 3.41% en 2011. Tuvo un ligero repunte en 2012, cuando se ubicó en 3.56%. El PIB recuperó el nivel que tenía antes de la crisis hasta el último trimestre de 2010. En 2011, los aumentos moderados de los costos laborales ayudaron a contener la inflación. Al año siguiente se mantuvo baja, aunque con un leve aumento durante los tres primeros trimestres debido, en parte, al encarecimiento de los productos agropecuarios. Bajó en el cuarto trimestre como resultado del aumento de la oferta agropecuaria, que fue favorecida por las condiciones meteorológicas (Banco de México, 2012 A, B y C y 2013 A).

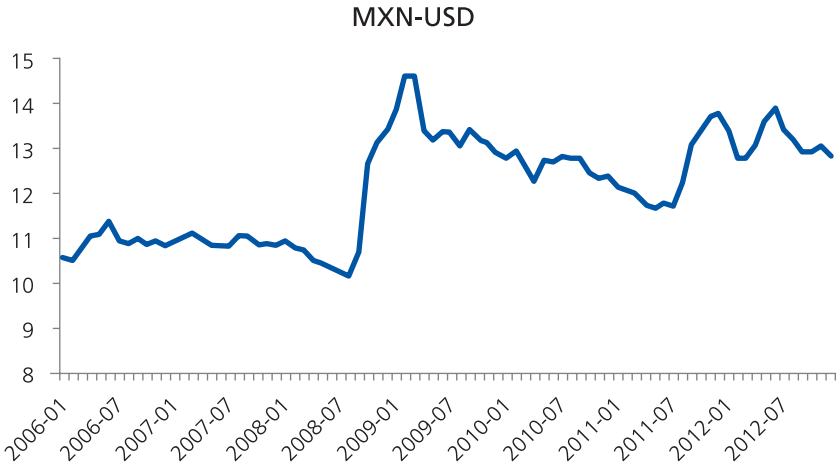
La inflación mundial en el periodo 2009-2012 se mantuvo baja, con ocasionales alzas por el aumento de los precios de las materias primas y los energéticos. Los pequeños repuntes se presentaron a finales de 2009, en el segundo semestre de 2010 y el primer semestre de 2011 por el incremento de las materias primas. La inflación en 2009 fue mayor en las economías emergentes que en las desarrolladas. En estas últimas, las expectativas de la inflación subyacente y a largo plazo permanecieron bajas. Por el contrario, algunas economías emergentes que se encontraban en una fase avanzada de su ciclo de crecimiento económico tuvieron aumentos de precios que se sumaron a los de las materias primas durante 2009.

A finales de 2010 y los primeros meses de 2011 y 2012, la inflación repuntó en varias economías emergentes debido a la demanda interna, a las condiciones climáticas adversas que impactaron en los precios de los alimentos y a los incrementos de los energéticos. Durante el segundo semestre de 2011 se revirtió esa tendencia, situación que aunada a una menor actividad económica mundial creó expectativas de que la inflación empezaría a bajar. En 2012, continuó disminuyendo en los países avanzados. En los emergentes, la situación fue mixta, en algunos hubo aumentos y en otros caídas (OCDE, 2013).

6.3 El tipo de cambio se mantiene estable gracias a políticas conservadoras de tasas de interés y cambiarias.

La política monetaria conservadora del gobierno mexicano logró que el tipo de cambio con respecto al dólar de Estados Unidos se mantuviera relativamente estable de finales de 2003 a 2007. Incluso, el peso se fortaleció ligeramente en los últimos meses de 2007 y el primer semestre de 2008. La paridad pasó de 11.25 pesos por dólar en diciembre de 2003 a 10.85 en diciembre de 2007 (**gráfica 2**).

Gráfica 2
Tipo de cambio de pesos mexicanos por dólar (MXN-USD)

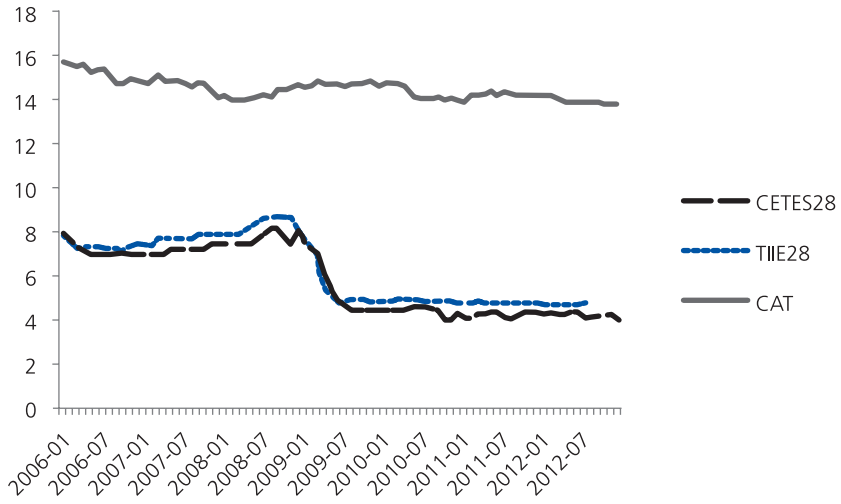


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Al mantener las tasas de interés relativamente altas en México, el Banco de México contribuyó a evitar fluctuaciones importantes en el tipo de cambio hasta septiembre de 2008. Sin embargo, ante el agravamiento de la crisis en ese último mes, la paridad pasó de 10.66 pesos por dólar a 12.42 en diciembre. La depreciación continuó hasta llegar a 14.65 pesos por dólar en marzo de 2009. A partir de entonces inició un proceso de recuperación del peso: en diciembre de 2009 cerró a 12.86 pesos por dólar y en 2010 a 12.39 (**gráfica 2**).

Durante 2006 y 2007, las tasas de los CETES se mantuvieron estables, mostrando solo ligeros aumentos. En 2008, para minimizar la fuga de capitales relacionada con el colapso de Lehman Brothers, las autoridades aumentaron levemente las tasas, pero las bajaron a partir de septiembre para contrarrestar la caída de la actividad económica (**gráfica 3**).

Gráfica 3
Tasas de interés en México, Cetes a 28 días, TIIE a 28 días y Costo Anual Total (CAT)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Durante el segundo semestre de 2011, la incertidumbre provocada por la crisis europea debilitó nuevamente la paridad del peso respecto al dólar. Esta situación se mantuvo durante el primer semestre de 2012, por lo que el tipo de cambio llegó a 13.92 pesos por dólar en junio, pero se estabilizó durante el segundo semestre y cerró el año con una cotización de 12.86 pesos por dólar.

6.4 La crisis europea tuvo efectos en la inversión extranjera directa y más moderada en las exportaciones.

A inicios de 2010 aumentó el nerviosismo en los mercados financieros internacionales por los altos niveles de endeudamiento público de varios países europeos, los cuales debieron hacer frente al incremento de las tasas de interés de su deuda. Algunos gobiernos tuvieron dificultades para financiar los déficit fiscales y dar servicio a la deuda existente, como fue el caso de Grecia y Portugal (Ventura & Aridas, 2011). Ante esta situación, los inversionistas demandaron mayores sobretasas por los riesgos de las deudas soberanas de países que tenían déficit presupuestales y altos niveles de endeudamiento. Por el contrario, las naciones europeas estables –principalmente Alemania– se beneficiaron con la llegada de flujos de capitales (Oakley & Hope, 2010) y sus tasas de interés se redujeron a casi cero (Pop, 2011). Sin embargo, la apreciación de su moneda perjudicó a los sectores exportadores de algunos países, entre ellos, Suiza y Dinamarca ("Immer mehr...", 2012).

La reacción desfavorable de los mercados financieros afectó a Grecia, Irlanda, Portugal, España y Chipre, aunque el problema fue percibido como generalizado por el riesgo de contagio hacia otros países y la posible fractura de la eurozona ("How the euro...", 2011). Durante el primer semestre de 2011, la incertidumbre mundial derivó en la depreciación de las monedas de casi todas las economías avanzadas. Las medidas implementadas por las autoridades europeas y el Banco Central Europeo (BCE), como operaciones de refinanciamiento de largo plazo y la ampliación del colateral aceptable, calmaron el nerviosismo de los mercados, lo cual propició flujos de capitales hacia economías emergentes y una apreciación de sus divisas respecto al dólar estadounidense durante el segundo semestre.

Para mediados de 2012, la consolidación fiscal y las reformas estructurales de algunas naciones de la Unión Europea habían sido bien aceptadas por los mercados financieros, y esto ayudó a que bajaran las tasas de interés de los préstamos otorgados a naciones con problemas. En enero de 2013, España, Portugal e Irlanda demostraron que la estrategia había funcionado (Barley, 2013). Pero las tasas de la deuda soberana a largo plazo de Grecia y Chipre se mantenían arriba de 6% en octubre de 2012 ("Long term...", 2012)

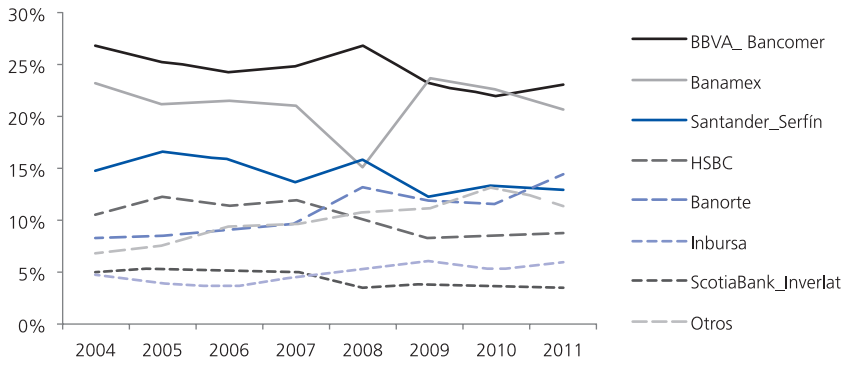
La crisis de la deuda soberana de los países europeos tuvo efectos principalmente en la inversión directa en México, que tuvo disminuciones considerables. La inversión extranjera europea directa en México pasó de 13,091.9 millones de dólares en 2010, a 6,782 millones de dólares en 2011 y a 3,545.8 millones de dólares en 2012 (Secretaría de Economía), lo que representa una contracción del 48.2% y 72.9% respecto a 2010. En lo comercial, después de la caída en las exportaciones a Europa en 2009 a 9,874 millones de dólares, las exportaciones tuvieron una recuperación de 2010 a 2012, teniendo aumentos anuales del 22.1% y 31.7% en 2010 y 2011, disminuyendo su crecimiento en 2012 al 6.1% anual, debido a la crisis europea.

6.5 Tener una banca sana, con medidas prudenciales adecuadas, permitió que la banca mexicana saliera de la crisis con una mínima afectación.

Al finalizar la era del Modelo de Desarrollo Estabilizador (1954-1970), empezó a crecer en México una industria bancaria más especializada que operaba bajo la marca y el respaldo de grandes grupos financieros. En la década de los 1970, se duplicó la cantidad de grupos financieros debido a las presiones regulatorias sobre la composición de dichas *holdings*. Sin embargo, la mayor participación de mercado se concentraba en solo cinco instituciones, situación que representaba un caldo de cultivo para prácticas de mercado que no promovían el desarrollo equitativo de los diferentes agentes económicos. Ese hecho sirvió de pretexto al gobierno mexicano para nacionalizar la banca en 1982, aunque tal decisión fue revertida hacia finales de la misma década. Durante los años posteriores a la re-privatización bancaria, que tuvo lugar entre 1990 y 1992, los socios nacionales de los bancos fueron cediendo su lugar al capital extranjero, lo que obligó tanto a reguladores como a regulados a profesionalizar su operación y permitió el establecimiento de prácticas internacionalmente aceptadas.

Antes de la Crisis Financiera de 2008, el sistema financiero mexicano operaba con más de 20 bancos, y siete de ellos concentraban aproximadamente el 90% de los activos de la banca comercial. A diferencia de lo que ocurrió en los países desarrollados, donde muchas instituciones emblemáticas se colapsaron, en México se mantuvo estable el número de instituciones bancarias. En todo caso, se observó una caída en la participación de mercado de los dos bancos más grandes: BBVA Bancomer y Citi Banamex (**gráfica 4**).

Gráfica 4
Participación de mercado por activo total de la banca comercial en México

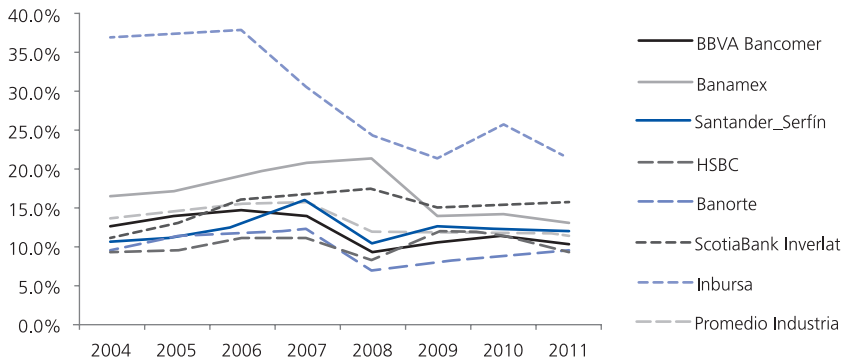


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Sin embargo, la reducción de la participación de mercado (*market share*) de los líderes no se debió a una contracción sostenida de sus activos, sino a la combinación de dos factores:

- Primero, un crecimiento limitado de la dupla frente a un desarrollo significativo de los activos del resto de los participantes del mercado, efecto particularmente notorio en 2008, cuando el crecimiento promedio de los activos de la banca mexicana fue de 49%, pero algunos de los grandes bancos no se vieron beneficiados por esa tendencia del mercado local. Los activos de Banamex, HSBC y Scotiabank tuvieron un crecimiento muy inferior al promedio.
- Segundo, al agudizarse la crisis europea en 2009, bajaron los activos de algunos bancos. La tendencia de esa variable en BBVA-Bancomer, Santander Serfin y HSBC, entre otros, tuvo una estrecha relación con el retiro de recursos por parte de sus casas matrices en España, Estados Unidos, Canadá y Reino Unido. Dichos recursos representaron, principalmente, la desinversión de utilidades retenidas, como lo muestra el Índice de Capitalización de la banca, que de haber tenido niveles superiores al 15% antes de la crisis, sufrió una abrupta caída a fines de 2008 a niveles del 12% (**gráfica 5**).

Gráfica 5
Capitalización de la banca comercial en México como razón de capital contable a activos (diciembre de cada año)

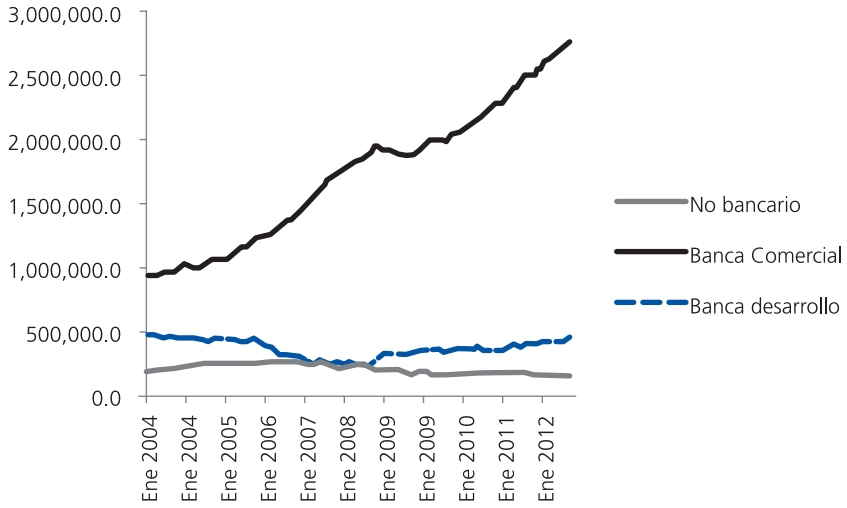


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

El manejo prudencial adoptado por el gobierno mexicano –lección aprendida después de dos severas crisis financieras en los 80 y 90– permitió al sector financiero nacional sortear de forma relativamente exitosa el escollo.

Sin embargo, las restricciones de liquidez apenas obligaron al sector bancario a limitar su oferta de recursos, salvo por una breve interrupción de la tendencia histórica durante 2008. En todo caso, la falta de liquidez golpeó a otros intermediarios no bancarios porque, en muchos casos, enfrentan restricciones en sus formas de captación y no fueron apoyados por la banca de desarrollo durante la crisis.

Gráfica 6
Cartera total de crédito por tipo de intermediario



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

6.6. Cuando hay una caída en los mercados, el endeudamiento excesivo puede poner en riesgo a la empresa, particularmente si está expuesta por posiciones apalancadas con derivados. Los casos de Comercial Mexicana, Grupo Industrial Saltillo, Gruma y Vitro son ejemplos de esta situación.

6.6.1 Comercial Mexicana

Controladora Comercial Mexicana opera cerca de 200 tiendas detallistas en todo el territorio nacional. Su objetivo es servir a diversos grupos de consumidores a través de ocho formatos de tienda con las marcas Comercial Mexicana, Mega, Bodega Comercial Mexicana, Sumesa, City Market, Fresko y Alprecio. La empresa también tiene una cadena de más de 70 restaurantes familiares bajo los nombres de Restaurantes California y Beer Factory.

Comercial Mexicana había tomado posiciones en derivados a través de contratos de deuda bancaria estructurada que la exponían en exceso a un debilitamiento del peso a cambio de reducciones en la tasa de interés pagada en escenarios más favorables. Este tipo de posiciones generó una exposición excesiva a fluctuaciones del tipo de cambio, aunada a una posición excesiva de deuda en dólares.

En octubre de 2008, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) suspendió la operación de las acciones de la empresa ("La Comer fue suspendida...", 2008) porque no estaba en condiciones de cumplir con dos obligaciones que suma-

ban aproximadamente 430 millones de dólares. La exposición era especialmente amplia para Banorte, que había dado a Comercial Mexicana un crédito quirografario por 1,000 millones de pesos, tenía una alianza para crear una Sociedad Financiera de Objeto Múltiple (SOFOM) para dar financiamiento y ofrecía ya diversos productos como préstamos a plazo, tarjetas de crédito, microseguros, entre otros ("Banorte, expuesto…", 2008).

Después, la renegociación se complicó por diversos factores: rumores de una posible bancarrota, solicitudes de concurso mercantil, conflictos con los proveedores para que surtieran las tiendas y consumidores que no entendían las implicaciones de la problemática que enfrentaba la empresa. El proceso culminó con una reestructuración por más de 1,500 millones de dólares (Espinosa, 2011).

6.6.2 Grupo Industrial Saltillo

Grupo Industrial Saltillo (GIS) es un consorcio de empresas diversas que tiene su sede en Saltillo, Coahuila, al norte de México. Manufactura y comercializa productos para los mercados de la construcción, automotriz y hogar. Operativamente, GIS está integrado por tres sectores industriales: Construcción (recubrimientos cerámicos para piso y muro, calentadores para agua, calefactores y conducción de fluidos), Fundición para Motores y Autopartes (fundiciones de hierro gris, hierro nodular y aluminio para monoblocks y cabezas para motores así como autopartes) y Hogar (enseres para mesa y cocina). Sus principales empresas son Vitromex, Cifunsa, Castech, Cinsa, Cerámica Santa Anita, y Brochas y Cepillos Éxito.

GIS tenía una posición en exceso de endeudamiento y posiciones en derivados. Fue suspendida durante varios meses en la BMV (Espinosa, 2010) y en 2009 tuvo que renegociar sus posiciones de derivados, lo que resultó en un adeudo de 152.4 millones de dólares al cierre de año por parte de su subsidiaria Manufacturas Vitromex ("GISSA adeuda", 2009). En 2010 tuvo que reestructurar una deuda de 45 millones de dólares de su subsidiaria Tecnocast, fundición dedicada a la manufactura de bloques y cabezas de hierro para motores a diésel ("Firmas mexicanas", 2010).

6.6.3 Gruma

Gruma es la empresa productora de harina y tortillas de maíz más grande del mundo. Comercializa diversas marcas, incluyendo Misión, Maseca y Guerrero. Fundada en 1949 como Molinos Azteca, S.A., tiene su matriz en Monterrey, México, y cuenta con subsidiarias en Estados Unidos, China, Inglaterra, Centroamérica y Venezuela.

En 2008 registró una pérdida de 684 millones de dólares por sus posiciones en derivados y el alza del tipo de cambio. De nada le sirvió tener resultados

récord en ventas netas y generación de efectivo ("Suspenden cotización de Gruma…", 2008). La empresa buscó ampliar los plazos de pago y logró cubrir sus obligaciones vendiendo una parte de las acciones de Banorte que tenía en su poder (Espinosa, 2011).

6.6.4 Vitro

Con más de 100 años de trayectoria, Vitro, S.A.B. de C.V. (BMV: VITROA) es el principal fabricante de vidrio en México y uno de los más importantes del mundo. A través de sus subsidiarias ofrece productos y servicios para satisfacer las necesidades de los mercados de envases de vidrio y vidrio plano. También produce materias primas, además de maquinaria y equipo para uso industrial.

Vitro tuvo una pérdida neta de 358 millones de pesos al cierre de 2008 debido a una serie de factores que lo colocaron en una situación precaria para hacer frente a sus obligaciones: deuda excesiva, caída de las ventas, encarecimiento de los energéticos y otros insumos, exposición apalancada a través de derivados y alta dependencia de los sectores de la construcción y automotriz (Martínez, 2009).

La lección que queda de todas estas experiencias es que apalancar ganancias a través de derivados puede resultar contraproducente, sobre todo si la exposición en derivados y deuda es excesiva. Los casos de Comercial Mexicana, Gruma, Grupo Industrial Saltillo y Vitro confirman la importancia de contar con una adecuada *administración de riesgos en la tesorería de la empresa*.

6.7. La confianza es fundamental en la relación de la administración con sus accionistas. Y para mantenerla, se debe procurar la transparencia e implementar una gestión integral de riesgos.

En la empresa, la administración debe generar confianza entre sus inversionistas. Para lograrlo, es clave la transparencia en el manejo de la información sobre los riesgos que enfrenta la compañía (Valencia-Herrera, 2009). Si se declara que la organización es de producción, comercialización o servicios, los riesgos en que incurra (y a los cuales expone a sus inversionistas) deben corresponder a su actividad. Debe evitar tomar posiciones especulativas que no correspondan a su ramo.

La administración de riesgos debe ser vista como una actividad integral de gestión de riesgos que da servicio a toda la organización. Es importante su establecimiento formal, aun cuando la exposición de la empresa se perciba como marginal. Los costos de una adecuada gestión de riesgos son fácilmente amortizables en el largo plazo si se considera a la empresa como un todo.

La gestión de riesgos no puede ser manejada con objetivos de corto plazo si tiene consecuencias en el largo plazo, por improbables que éstas sean. Ahorrar intereses

en el corto plazo no justifica que una empresa tome posiciones derivadas que pongan en peligro su sobrevivencia, aunque se considere relativamente baja la probabilidad de que ocurra un evento catastrófico.

Para realizar una adecuada gestión de riesgos, el ejecutivo financiero debe tener conocimientos profundos, particularmente sobre el uso de derivados.

6.8. Un programa agresivo de expansión empresarial, si bien puede impulsar el crecimiento en los escenarios adecuados, también puede implicar riesgos excesivos para la organización si los escenarios son desfavorables. Esto es especialmente cierto cuando se entra a una burbuja y hay suficientes indicadores de que su fin podría estar cerca.

A finales de 2007, cuando Cemex adquirió Rinker, la burbuja hipotecaria de Estados Unidos estaba a punto de estallar. En aquel momento, el ahorro de los hogares estadounidenses había caído a casi cero como porcentaje del ingreso disponible, y la razón de deuda a ingreso disponible había aumentado de 77% en 1990 a 127% al cierre de 2007. Esto se debió, en buena medida, a la contratación de hipotecas (*The end of the affair*, noviembre 20 de 2008) porque el crédito hipotecario chatarra había crecido en forma alarmante. El porcentaje de Hipotecas de Baja Calidad con respecto al total se había incrementado de un histórico 8% en 2004 a 20% en 2006 (Joint Center for Housing Studies, 2008).

Durante 2005 y 2006 se vivió el pico de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos. Un alto porcentaje del total de los contratos fue negociado a tasa flotante a pesar de que el pago de los créditos se dificultaría si subían los intereses. Pero imperó la esperanza de que esos créditos podrían ser refinanciados en términos más favorables. En 2006 y 2007, las tasas de interés empezaron a subir, y los precios de las casas comenzaron a bajar en Estados Unidos, lo que dificultó el refinanciamiento de las hipotecas. Esto propició que muchos clientes incumplieran con sus obligaciones y que las propiedades fueran rematadas por las entidades financieras otorgantes de las hipotecas para recuperar parte de su inversión. Pero esta medida no cambió la tendencia.

Cemex pagó 14,000 millones de dólares por Rinker, empresa australiana líder en la industria cementera de su país y con amplia presencia en el mercado de Estados Unidos. Para financiar esa compra, la empresa mexicana aumentó considerablemente sus pasivos ("Cemex compra…", 2007). Un año más tarde, la crisis financiera y el debilitamiento mundial del sector de la construcción obligaron a Cemex a llevar a cabo una reestructuración que implicó, entre otras medidas, el despido de 7,500 empleados durante el tercer trimestre de 2008 –más del 11% de su plantilla laboral total– para ahorrar 700 millones de dólares ("Despide Cemex…", 2009).

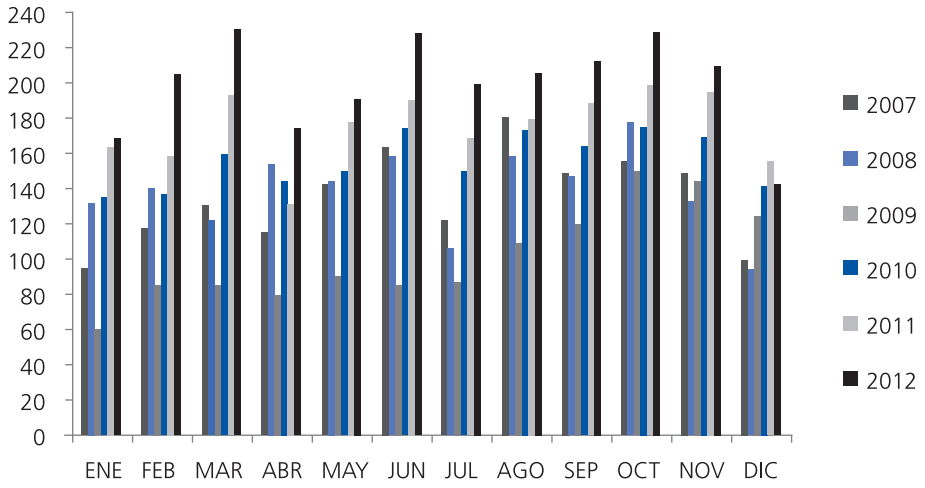
La cementera también vendió activos, como su planta ubicada en las Islas Canarias, que fue vendida en 420 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2008, y la operación australiana, que pasó a ser propiedad de Holcim mediante una transacción de 1,700 millones de dólares (Cemex, octubre 1 de 2009).

La tercera medida consistió en reestructurar la deuda. Fue así como la cementera mexicana logró aumentar su endeudamiento en moneda nacional, alargar los plazos de pago e incrementar la razón de apalancamiento contractual permitido por sus acreedores (Cemex, diciembre 22 de 2008).

Al momento de comprar Rinker, se sabía del debilitamiento del sector vivienda por la explosión de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. Era un factor de riesgo, pero también existía la posibilidad de una pronta recuperación. De cualquier manera, debido a la cantidad de deuda que tuvo que asumir para cerrar la adquisición, Cemex quedó en una situación vulnerable, con alto riesgo de caer en bancarrota. ¿Fue racional comprar Rinker? Definitivamente era una magnífica oportunidad, pero también implicaba muchos riesgos. Es posible que los directivos de Cemex hayan subestimado la probabilidad de que se presentara un escenario menos positivo porque se sentían atraídos por las bondades de la fusión si se concretaba un contexto favorable para el sector de la construcción en Estados Unidos. En todo caso, una crisis inmobiliaria mundial no era un factor considerado en la metodología que utilizaba Cemex para evaluar sus fusiones y adquisiciones (Vargas & Luna, 2012).

Los procesos de expansión, si bien nunca están libres de factores negativos, pueden exponer a las organizaciones a riesgos excesivos imposibles de anticipar. El tomador de decisiones debe considerar racionalmente todos los aspectos sin subestimar los escenarios poco favorables, aunque sean improbables por el simple hecho de que no han sucedido en la historia reciente. Un análisis de la probabilidad de pérdida esperada o valor en riesgo puede dar mucha luz sobre la exposición en caso de que tales escenarios poco favorables llegaran a presentarse.

Gráfica 7
Producción automotriz para exportación (miles de unidades)



6.9. La industria mexicana puede beneficiarse de una política articulada de desarrollo industrial, como ha sucedido en otros países.

Como se puede observar en la **gráfica 7**, las exportaciones de la industria automotriz mexicana cayeron en 2009, como sucedió en casi todos los países productores de automóviles, excepto en China e India. Si revisamos nuevamente la evolución de la demanda en Estados Unidos, es razonable que las exportaciones mexicanas sufrieran un decremento considerable ese año, sobre todo si consideramos que casi dos terceras partes de las exportaciones mexicanas tienen como destino final el mercado automotriz norteamericano. ¿Qué hicieron China e India para incrementar la producción? Ambos países tomaron medidas para incentivar el mercado interno: invertir en vías de comunicación, parques industriales, desarrollo de pymes y desarrollo sectorial.

Sin embargo, dichos estímulos serían insuficientes en ausencia de un conjunto integral de políticas sectoriales. En los casos de China e India, existen programas de largo alcance, con acciones específicas y claramente definidas en términos de plazo, monto, beneficiarios directos e indirectos y métricas para los efectos deseables. En cambio, el plan propuesto para México es sumamente ambiguo, al menos en la parte que es abierta al público. Desde una perspectiva gerencial y/o de rendición de cuentas, esa falta de claridad impide generar acciones concretas y medibles.

Una política de desarrollo sectorial podría incluir acciones como limitar –o de preferencia eliminar– la importación de autos usados, además de promover la venta y reventa de autos producidos y/o ensamblados en México. Otro ingrediente fundamental es la liberación de líneas de crédito para que sectores más amplios de la población tengan acceso a vehículos nuevos. No obstante, el crédito al consumidor

ha demostrado ser nocivo cuando se implementa sin responsabilidad, por lo que esta medida debería estar precedida por una campaña de educación financiera para micro y pequeños empresarios, así como para la población en general, con la participación de las autoridades educativas de todos los niveles, de las instituciones de educación públicas y privadas y de los propios grupos gremiales de concesionarios y armadoras.

7. Conclusiones

La economía mexicana está tan ligada a la de Estados Unidos, que una crisis en el vecino del norte tiene consecuencias en México, como se confirmó, una vez más, con la recesión de 2008 y 2009, que provocó una abrupta caída del PIB en México. Pero las consecuencias se pueden minimizar si los fundamentales se mantienen sólidos y el manejo de la política monetaria es apropiado.

Dado que los mercados de capitales de los principales países del mundo están interconectados, México debe buscar la forma de atraer y conservar los flujos de inversión.

El uso de derivados financieros puede provocar riesgos adicionales a los previstos en la administración de riesgos, particularmente si la regulación del país y la administración de riesgos de las instituciones financieras son inadecuadas y si, además, se presentan comportamientos generalizados faltos de ética y de toma excesiva de riesgos.

Las empresas pueden minimizar el riesgo que conlleva el manejo de derivados mediante controles y una adecuada administración.

El manejo prudencial en el sector bancario puede ayudar a enfrentar y superar una crisis como la crediticia, que tuvo alcances internacionales.

La destacada productividad de la industria automotriz mexicana sigue siendo un aspecto clave del desarrollo del ramo. Pero la producción debe tener una salida más diversificada para evitar la dependencia del ciclo económico de Estados Unidos. Nuestra industria automotriz debe explotar en forma más decidida sus tratados comerciales con el resto del mundo y desarrollar el mercado doméstico.

Los responsables de administrar las empresas deben generar confianza entre sus inversionistas valiéndose de la transparencia en el manejo de los riesgos. Una gestión integral de riesgos se justifica en muchas organizaciones, particularmente cuando existen riesgos de largo plazo que podrían atentar contra la sobrevivencia de la empresa.

Capítulo 11

Concentración de la propiedad y desempeño empresarial en tiempos de crisis: el caso mexicano

Karen Watkins Fassler
Investigadora
Centro de Investigación e Inteligencia Económica
CIIE-UPAEP

1. Introducción

De acuerdo con las últimas cifras encontradas en la base de datos de Gobierno Corporativo en México (proyecto de ciencia básica de Conacyt 2012, número 182259), aproximadamente 79% de las firmas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores son empresas familiares. Este entorno empresarial posiblemente repercute en los resultados corporativos, y su conveniencia o no se cuestiona ante el desempeño observado durante la reciente crisis financiera mundial.

Autores como Barca (1995) y La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) sostienen que la alta concentración de la propiedad impide el desarrollo de los mercados de capitales, lo cual limita el acceso a los recursos financieros y la inversión. Esto trae consigo altos costos de financiamiento, mayores niveles de riesgo empresarial y menor desempeño de las empresas. La relación negativa entre la concentración de la propiedad y los resultados empresariales es señalada también por Bennedsen y Wolfenzon (2000), Baek, Kang y Park (2004) y Maury (2006). En todos esos estudios se demuestra que los accionistas mayoritarios (especialmente de empresas familiares) expropian a los accionistas minoritarios, lo que actúa en detrimento de las ganancias corporativas. Y resulta más fácil hacer esto en tiempos de crisis financieras, por lo que los efectos perversos en los resultados de los negocios son aún mayores.

Por el contrario, Bunkanwanicha, Gupta y Rokhim (2008), Boubakri, Cosset y Guedhami (2005), así como Kim (2006), señalan que la alta concentración de la propiedad reduce los "problemas de agencia" y favorece el desempeño empresarial. Los dueños mayoritarios tienen el incentivo de monitorear las empresas para maximizar su valor. En estas condiciones, la expropiación a los dueños minoritarios no es la regla, sino la excepción. La alta concentración de la propiedad favorece el establecimiento de relaciones de largo plazo en las compañías, lo cual impacta positivamente en sus niveles de inversión y desempeño, aun durante episodios de crisis financieras.

Existen argumentos sólidos para suponer que la concentración de la propiedad puede condicionar la inversión y traducirse en un desempeño empresarial poco satisfactorio. Sin embargo, también puede favorecer los resultados corporativos, ya que reduce los "problemas de agencia" y permite el establecimiento de relaciones de largo plazo. Hasta el momento no existe consenso sobre la conveniencia de la concentración de la propiedad, particularmente en periodos de crisis financieras, y aunque hay vasta literatura al respecto sobre países desarrollados, los estudios que se han hecho en las economías emergentes son escasos.

En este capítulo se aborda la relación entre la concentración de la propiedad en manos familiares y el desempeño corporativo. Se parte del estudio de 87 casos de empresas no financieras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Para ello se presenta una comparación de los resultados financieros y operativos de empresas familiares *versus* no familiares durante el periodo 2008-2009.

Por empresa familiar se entiende aquella que tiene como principales accionistas a dos o más personas que comparten un mismo apellido. Si un fideicomiso de control, un fondo de inversión privado o una compañía en comandita por acciones tienen más del 30% de las acciones, se revisa la lista de los directores con la intención de verificar si se repiten apellidos. Para compañías pertenecientes a grupos empresariales, se revisa si el grupo es familiar o si se repite el apellido del principal accionista del grupo en otros accionistas principales.

Como variables de desempeño empresarial se toman el rendimiento sobre los activos (ROA) y el cociente P/E. El ROA se construye como la EBITDA (utilidad de operación más depreciación y amortización) sobre activos totales, por lo que es una variable que refleja el valor en libros. El cociente P/E se refiere al valor de mercado de las acciones (precio de cierre) sobre la utilidad neta por acción, es un indicador de valor de mercado. Ya que el desempeño empresarial no se relaciona únicamente con la concentración de la propiedad, resulta conveniente incluir como variables de control el tamaño de la empresa (medido de acuerdo con el número de trabajadores), el ramo (materiales, industrial, bienes y servicios de consumo no básico, productos de consumo frecuente, salud y telecomunicaciones), la productividad (ventas netas sobre *stock* de capital neto) y el apalancamiento (pasivo total sobre capital contable).

Los resultados del análisis de los datos arrojan evidencia en favor de la conveniencia de la concentración de la propiedad en manos familiares durante el periodo estudiado, el cual coincide con la Crisis Financiera Global y con el impacto de sus consecuencias en todos los mercados financieros del planeta. El análisis se organiza de la siguiente manera: en el apartado 2 se construye el marco conceptual para el estudio, en el 3 se presentan los resultados del trabajo y en el 4 se explican las conclusiones.

2. Marco Conceptual

2.1 Información asimétrica y problema de agencias

El problema agente-principal surge con la separación entre la propiedad y el control de las empresas, pues los objetivos que persiguen los administradores divergen de los que tienen los dueños (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Denis, 2001; Hutchinson y Gul, 2004). Los accionistas están interesados en maximizar el valor de la empresa, mientras que los ejecutivos buscan otros objetivos, entre los que se encuentran el poder, el salario y la estabilidad laboral.

La presencia de información asimétrica dentro de una organización agudiza el problema agente-principal (Tosi, Shen y Gentry, 2003). La información asimétrica implica que las distintas partes interesadas en una compañía tienen información diferente sobre la misma. Esto trae consigo dos problemas: selección adversa y riesgo moral. La selección adversa ocurre cuando alguno o algunos de los agentes económicos involucrados interactúan con la empresa de manera no deseable; es el caso

de los ejecutivos que buscan sus propios objetivos en detrimento de aquellos de los accionistas. En contraste, el riesgo moral se presenta cuando alguna parte esconde o distorsiona información corporativa; por ejemplo, cuando los administradores limitan a los inversionistas el acceso a la información.

En el modelo de mercado financiero (sistema externo), los administradores pueden expropiar a los accionistas, ya que la propiedad está diluida entre muchas acciones. Al diluirse la propiedad de las acciones, la ganancia individual que se obtiene por medio del mayor control corporativo es substancialmente contrarrestada por el costo asociado con ello. El poder excesivo de los ejecutivos –y las consecuencias que implica para los accionistas– es el eje del problema agente-principal en países como Estados Unidos y Reino Unido, por lo que ha sido ampliamente abordado en la literatura (Mishra y Bhattacharya, 2011).

En la mayoría de los países rige el modelo de partes interesadas (sistema interno), donde la propiedad de las empresas está concentrada en familias o grupos empresariales piramidales (Chong, Guillén, y Lopez-de-Silanes, 2009). En estas circunstancias, el conflicto de agencias se da básicamente entre accionistas mayoritarios (principales) y accionistas minoritarios (agentes). Aun si en principio ambos buscan maximizar las utilidades, el problema se basa en la manera en que las ganancias son distribuidas (o cómo se transfieren las pérdidas, de ser el caso).

2.2 Concentración de la propiedad y desempeño empresarial en tiempos normales y de crisis financieras

En periodos de crisis financieras, dada la destrucción del valor empresarial, resulta más atractivo expropiar a algunas partes interesadas de las firmas (Bennedsen y Wolfenzon, 2000; Baek, Kang y Park, 2004; Maury, 2006). Si los mecanismos externos de gobierno corporativo —mercados laborales, mercados de control corporativo y marco legal— no funcionan eficientemente (como sucede en muchas economías emergentes), es mayor la probabilidad de que se den estas acciones, lo cual deteriora aún más el valor de las compañías.

Existe evidencia de que en épocas de crisis financieras, las empresas familiares de economías emergentes reportan mejores resultados que las demás (Mitton, 2002; Baek, Kang y Park, 2004). Durante estos eventos, la lealtad y las relaciones a largo plazo —las cuales se fomentan en corporaciones con alta concentración de la propiedad— sostienen el desempeño empresarial. En cambio, los accionistas de empresas con poca concentración de la propiedad venden sus acciones con descuento, hecho que tiene un impacto negativo en el valor de las firmas (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 2000).

Diversos autores han encontrado que en tiempos normales se da una relación negativa entre el desempeño empresarial y la propiedad familiar. Barca (1995) y La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999) sugieren que la alta concentración de la propiedad familiar impide el desarrollo de los mercados de capitales, lo que limita el acceso a los recursos financieros y la inversión. Esto implica mayores costos financieros, riesgo empresarial y, por ende, menor valor corporativo.

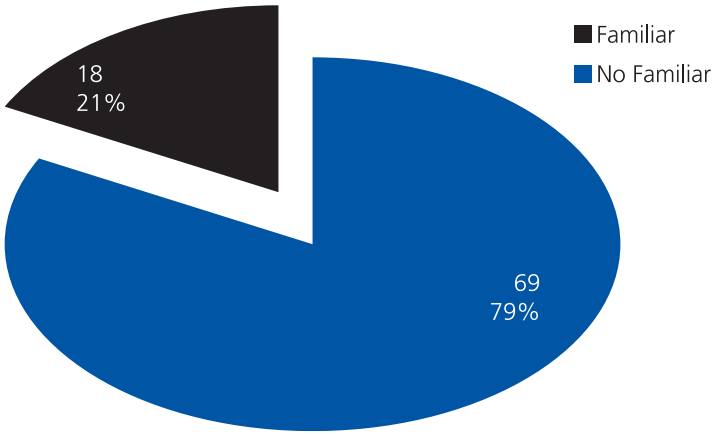
Por otro lado, es frecuente que las empresas familiares se organicen como grupos empresariales piramidales, que son organizaciones en las que compañías legalmente independientes son controladas por una cabeza de grupo a través de una cadena de relaciones de propiedad. Existe evidencia de que este tipo de estructuras favorecen los resultados corporativos en mercados emergentes, sobre todo en tiempos normales (Khanna y Palepu, 2000). Además de apoyar el comercio y el financiamiento interno, estas redes monitorean las firmas. La reputación es importante porque reduce los problemas de riesgo moral y selección adversa. Sin embargo, las ventajas de pertenecer a un grupo empresarial piramidal disminuyen en las crisis financieras (Joh, 2003; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 2000). De acuerdo a la literatura, estos arreglos son onerosos en términos de costos administrativos, falta de transparencia y mayores posibilidades de expropiación contra las empresas que se encuentran en la base de la estructura, lo cual tiene un efecto negativo en el desempeño empresarial.

3. Resultados

La **gráfica 1** muestra la distribución de empresas en la Bolsa Mexicana de Valores durante 2008 y 2009, según el tipo de propiedad, familiar o no familiar.

De las 87 empresas no financieras contempladas, 69 son familiares (79%) y 18 no lo son (21%). Este tipo de estructura de propiedad concentrada domina en la mayor parte del mundo, con excepción de Estados Unidos y el Reino Unido.

Gráfica 1
Distribución de empresas según tipo de propiedad



Las empresas familiares listadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante la Crisis Financiera de 2008 tuvieron mejor desempeño que las firmas no familiares. La **Tabla 1** muestra estos resultados para dos variables de desempeño: rendimiento sobre los activos (ROA) y el cociente P/E.

Con respecto al ROA, las empresas familiares no solo tuvieron mejor desempeño promedio que las no familiares, sino que las variaciones de ese desempeño fueron menores que en las compañías no familiares. La menor dispersión de los resultados en las firmas familiares denota un entorno empresarial más estable. Y esto tiene particular importancia en tiempos de crisis financieras.

Los resultados para el cociente P/E deben interpretarse con cuidado. Si bien pareciera que un valor más alto refleja mayor desempeño (lo cual es cierto para la empresa familiar), también hay que señalar que cifras superiores a 25 podrían reflejar una expectativa enorme de incrementos en las ganancias futuras o una burbuja financiera especulativa. Sin embargo, después de 2009 no ha habido un desplome abrupto del precio de las acciones en la Bolsa Mexicana de Valores, por lo que se puede intuir que esos altos valores estaban pronosticando incrementos sustanciales en el valor de las compañías. Contrario a lo observado con el ROA, el cociente P/E para empresas familiares muestra un resultado más disperso que para firmas no familiares. Esto se explica, en gran parte, por la eliminación de valores negativos de este cociente, los cuales reflejan un P/E indefinido y se presentaron más en las compañías no familiares.

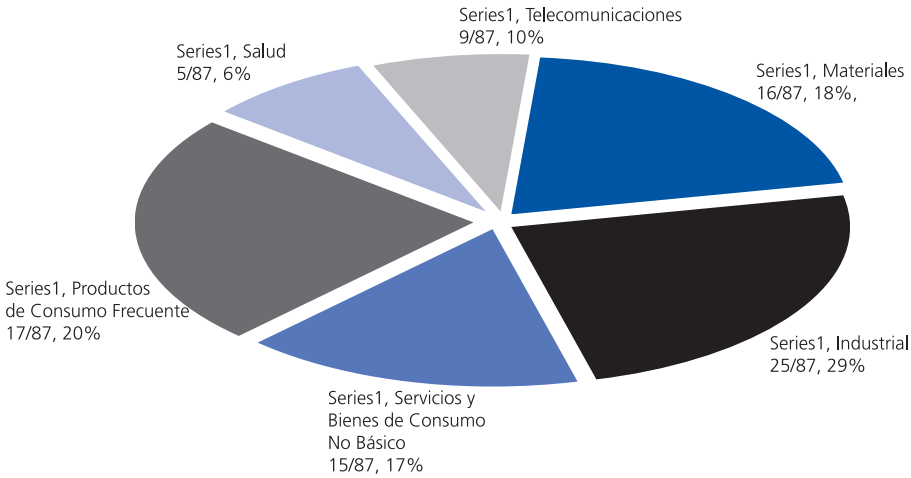
Tabla 1
Desempeño empresarial según tipo de propiedad

	Promedio	Desviación Estándar
ROA		
Familiar	0.12	0.08
No Familiar	0.1	0.11
Total	**0.11**	**0.08**
P/E		
Familiar	37.26	61.75
No Familiar	31.49	38.15
Total	**36.07**	**57.61**

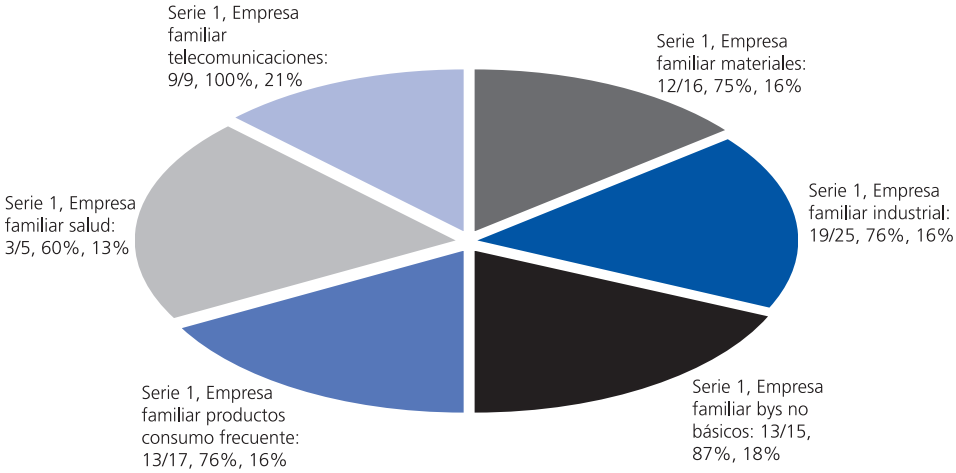
En la **gráfica 2** se dividen las 87 empresas por sectores. La mayor parte pertenecen al ramo industrial (25 de 87; 29% del total); en segundo lugar están las de productos de consumo frecuente (17 de 87; 20% del total). Las dos industrias menos representadas son telecomunicaciones (9 de 87; 10% del total) y salud (5 de 87; 6% del total). La **gráfica 3** muestra la distribución de las empresas familiares por industria. El sector donde tienen mayor presencia es telecomunicaciones (9 de las 9 empresas

en esta industria; 100% del total); y donde hay menos es en el sector salud (3 de las 5 empresas en esta industria; 60% del total).

Gráfica 2
Distribución de empresas por industria



Gráfica 3
Distribución de empresas familiares por industria



La **Tabla 2** permite ampliar el análisis al separar el ROA de las empresas familiares y no familiares en función de la industria a la que pertenecen. En términos generales, las que mejor se desempeñaron durante la Crisis Financiera fueron telecomunicaciones (la cual es 100% familiar) y productos de consumo frecuente, seguidas por salud y materiales. Los sectores que tuvieron los rendimientos sobre los activos más bajos

fueron el industrial y el de servicios y bienes de consumo no básico. Cabe señalar que en estos dos ramos se presentaron algunos valores negativos para el ROA. Y si bien sus dispersiones en el ROA son las menores observadas, no se trata de un elemento positivo, ya que tiene su raíz en que los valores máximos del ROA para estas industrias son también los más bajos.

Lo anterior es congruente con estudios previos sobre desempeño sectorial en tiempos de crisis, los cuales señalan que los consumidores se ajustan reduciendo primero su gasto en bienes y servicios no básicos, a los cuales se les conoce en la literatura económica como postres, ya que se hace la analogía de que el consumidor primero come y, si su presupuesto se lo permite, después pide postre. Con respecto al sector industrial, éste ha sido uno de los más perjudicados durante las últimas crisis financieras, y por lo mismo ha sido uno de los primeros en caer. Un ejemplo de ello es el descenso de la producción industrial en Estados Unidos, que inició en diciembre de 2007, aunque oficialmente la Crisis Financiera empezó en septiembre de 2008 (Watkins, 2011).

De los seis sectores, destaca que en todos –con excepción del de productos de consumo frecuente– el ROA promedio para la empresa familiar supera al de la firma no familiar. Esto es consistente con el hallazgo previo de que, en general, las compañías familiares listadas en la Bolsa Mexicana de Valores tuvieron mejor desempeño que los negocios no familiares durante la Crisis Financiera.

Tabla 2
ROA por Industria

	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo No Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Telecomuni-caciones
No Familiar						
Promedio	0.12	0.04	-0.01	0.22	0.14	No existe
Desv. estándar	0.11	0.07	0.08	0.05	0.05	No existe
Familiar						
Promedio	0.14	0.09	0.07	0.13	0.15	0.19
Desv. estándar	0.09	0.05	0.06	0.07	0.09	0.08
Total						
Promedio	0.14	0.08	0.06	0.15	0.14	0.19
Desv. estándar	0.10	0.06	0.06	0.08	0.07	0.08
Mínimo	0.01	-0.10	-0.07	0	0.07	0.08
Máximo	0.50	0.16	0.17	0.32	0.26	0.32

En la **Tabla 3** se muestran los resultados para el cociente P/E. Al igual que en el análisis para el ROA, uno de los sectores que presentó mayor valor (en este caso valor de mercado) durante 2008-2009 fue el de telecomunicaciones. Sin embargo, el ramo de servicios y bienes de consumo no básico aparentemente tuvo el mejor desempeño, lo cual no es consistente con la evidencia previa. Al hacer un estudio más a fondo, se encontró que gran parte de los valores negativos del cociente P/E se ubicaron en este sector (en empresas no familiares), pero fueron eliminados, y seguramente se estaría sobreestimando este cociente.

Los sectores con menor desempeño empresarial fueron el industrial (igual que en el ROA) y el de salud. Entonces, puede concluirse que al considerar tanto el ROA como el cociente P/E como variables de desempeño durante la crisis más reciente, el mejor resultado se observó en telecomunicaciones y el peor en el ramo industrial.

Es interesante notar que aunque, en promedio, la empresa familiar muestra un mayor cociente P/E, esta tendencia no es homogénea a nivel industrial. Si bien dos de los tres valores más altos se encuentran en la firma familiar (lo cual impulsa hacia arriba el valor medio para este tipo de empresas), solo en el sector de productos de consumo frecuente el cociente P/E de la empresa familiar supera al de la no familiar. Lo anterior podría evidenciar cierta penalización a la concentración de la propiedad por parte del mercado en tiempos de crisis financieras. La alta variabilidad del cociente P/E se debe a la volatilidad típica de los mercados financieros, particularmente en episodios convulsos.

Tabla 3
P/E por Industria

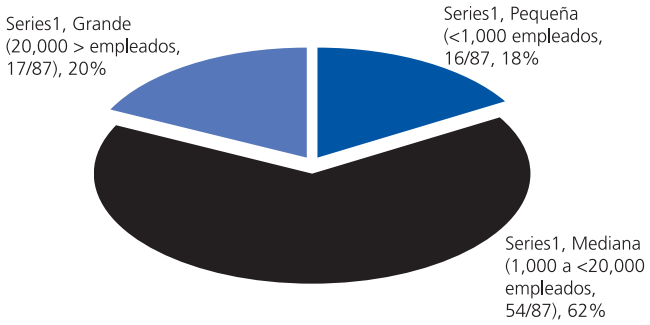
	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo No Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Telecomunicaciones
No Familiar						
Promedio	62.57	21.03	No disponible	24.27	26.82	No existe
Desv. estándar	77.31	12.03	No disponible	12.74	24.77	No existe
Familiar						
Promedio	26.28	20.72	76.77	30.24	17.16	56.99
Desv. estándar	44.18	24.61	83.53	33.32	5.85	116.61
Total						
Promedio	35.35	20.80	76.77	28.59	20.38	56.99
Desv. estándar	54.37	21.96	83.53	29	14.08	116.61
Mínimo	5.96	0.59	5.14	4.54	9.06	10.64
Máximo	196.75	120.45	269.7	112.24	55.38	425.25

La **gráfica 4** presenta la distribución de las empresas estudiadas según su tamaño. Se determinaron tres tipos de firmas: pequeñas (menos de 1,000 empleados); medianas (de 1,000 a menos de 20,000 empleados) y grandes (20,000 o más emplea-

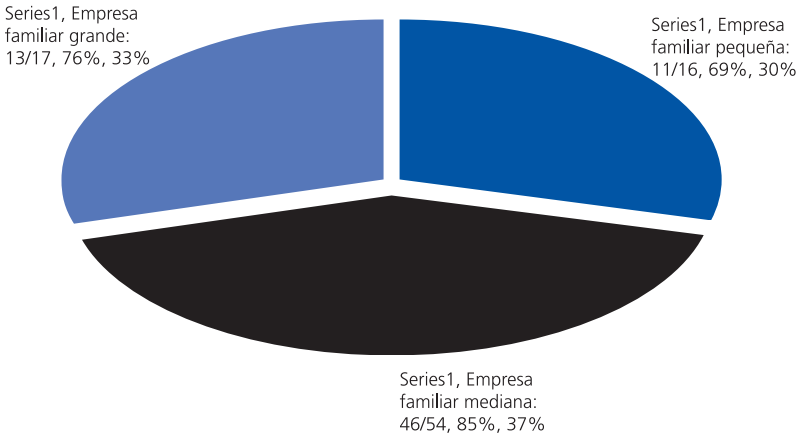
dos). De acuerdo a esta clasificación, la mayor parte de las empresas no financieras que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores durante 2008-2009 eran medianas (54 de las 87; 62% del total). La distribución de empresas pequeñas y grandes dentro del total es homogénea: 18% son pequeñas y 20% son grandes.

En la **gráfica 5** se muestra la distribución de las empresas familiares en función de su tamaño. Se aprecia que la mayoría de ellas se ubican en el segmento de empresas medianas: 46 de 54 (85%). Y donde tienen menor presencia es en el segmento de empresas pequeñas: 11 de 16 firmas (69%).

Gráfica 4
Distribución de empresas por tamaño



Gráfica 5
Distribución de empresas familiares según tamaño



Al separar las empresas por tamaño, se observa que, en promedio, las firmas grandes tienen el desempeño empresarial más alto en cuanto al ROA. Son seguidas por las medianas y, muy por debajo, se sitúan las compañías pequeñas. Estas últimas también presentan los valores mínimos y máximos más bajos y la mayor volatilidad

en cuanto al ROA promedio. Lo anterior es reflejo tanto de la concentración de la propiedad, como del efecto del tamaño en los resultados corporativos. Esta información se resume en la **Tabla 4**.

En cuanto a los resultados por tamaño según el tipo de propiedad, se encontró que, independientemente del tamaño, las empresas familiares exhiben mayor rendimiento sobre los activos que las no familiares. Este hallazgo se presenta especialmente en las firmas pequeñas y, en cierto grado, en las grandes. Con respecto a la dispersión de los datos alrededor del ROA promedio, las empresas familiares medianas (que representan la mayor parte de la muestra) tienen menor volatilidad que sus contrapartes no familiares. Sin embargo, para las pequeñas se observa lo contrario, aunque la diferencia no es muy significativa.

Tabla 4
ROA por tamaño

	Pequeña	Mediana	Grande
No Familiar			
Promedio	0.03	0.12	0.14
Desviación estándar	0.07	0.12	0.08
Familiar			
Promedio	0.05	0.12	0.15
Desviación estándar	0.09	0.07	0.08
Total			
Promedio	0.05	0.12	0.14
Desviación estándar	0.09	0.08	0.08
Mínimo	-0.10	-0.07	0.04
Máximo	0.26	0.50	0.32

Al considerar el cociente P/E de acuerdo con el tamaño de las firmas, la **Tabla 5** señala que los mejores resultados se percibieron en las empresas medianas y grandes –muy por encima de las firmas pequeñas–, lo cual es consistente con los resultados para el ROA. De acuerdo con el mercado, las compañías con mejores perspectivas de crecimiento de valor después de la crisis son las medianas familiares y las grandes no familiares. También son las que muestran mayor variabilidad en los resultados, lo cual indica que el cociente P/E no es homogéneo dentro de estos grupos. Como ya se advirtió, hay un efecto industria que favorece a esta dispersión. Al igual que en el ROA, el cociente P/E señala que, en términos generales, las firmas familiares se desempeñaron mejor que las no familiares.

Tabla 5
P/E por tamaño

	Pequeña	Mediana	Grande
No Familiar			
Promedio	18.47	23.97	50.66
Desviación estándar	8.79	16.73	60.99
Familiar			
Promedio	19.92	42.62	28.2
Desviación estándar	28.08	72.27	27.16
Total			
Promedio	19.29	40.06	34.19
Desviación estándar	21.32	67.63	39.17
Mínimo	5.96	0.59	10.64
Máximo	88.53	425.25	196.75

La exposición previa evidencia que las empresas familiares listadas en la Bolsa Mexicana de Valores tuvieron mejor desempeño que las no familiares durante la Crisis Financiera de 2008-2009. El argumento puede ser la reducción de los costos de agencias y el mayor compromiso por parte de los dueños de las compañías familiares, lo cual favoreció la inversión y los resultados corporativos durante este periodo.

Este marco de análisis puede enriquecerse si se incorpora el comportamiento de otras variables relacionadas con el desempeño empresarial, como el apalancamiento y la productividad. La **Tabla 6** muestra que, en promedio, las empresas familiares se encontraban menos apalancadas que las no familiares, lo cual representa una ventaja, pues tuvieron más libertad para enfrentar la Crisis Financiera. En cuanto a la productividad, las firmas no familiares tuvieron un mejor desempeño. Pareciera entonces que uno de los retos de la empresa familiar en México es incrementar su productividad.

Tabla 6
Apalancamiento y productividad según tipo de propiedad

	Apalancamiento	Productividad
No Familiar		
Promedio	1.24	6.21
Desviación estándar	1.24	13.62
Familiar		
Promedio	0.99	5.29
Desviación estándar	5.88	11.35
Total		
Promedio	1.04	5.48
Desviación estándar	5.29	11.81

4. Conclusiones

Este capítulo presenta evidencia a favor de la concentración de la propiedad empresarial en manos familiares utilizando como caso de estudio 87 firmas no financieras que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores durante la crisis financiera de 2008-2009.

Tomando como variables de desempeño empresarial el ROA y el cociente P/E, los resultados de las empresas familiares, que constituyen el 79% del total de las firmas, superan a los de las firmas no familiares. Más aún, pareciera que la variabilidad de estos resultados es menor en las empresas familiares que en las no familiares, lo cual sugiere un ambiente de menor incertidumbre para las primeras, incluso en tiempos de crisis financieras. Esta evidencia proporciona argumentos en pro de la concentración de la propiedad para favorecer las relaciones de largo plazo y sirve como herramienta para reducir el problema agente-principal, lo cual se relaciona con un mejor desempeño empresarial.

Cuando se incorporan al análisis el tipo de industria y el tamaño, se llega a la misma conclusión: las empresas familiares tuvieron mejor desempeño en el periodo analizado. Al separar las firmas con base en la industria, el mejor resultado correspondió al sector de telecomunicaciones, y el peor al ramo industrial. Además, este último ha sido uno de los más perjudicados a nivel mundial durante las últimas crisis financieras, y uno de los primeros en caer.

En cuanto al tamaño de las empresas (pequeñas, medianas y grandes), las pequeñas tienen el desempeño más bajo y la mayor variabilidad en sus resultados. Esto refleja que enfrentan más riesgos y dificultades, así como costos de financiamiento más altos, en especial en tiempos de crisis financieras.

Al tomar en cuenta el apalancamiento y la productividad, se observó que las empresas familiares están menos apalancadas que las no familiares, lo cual representa una ventaja porque son menos vulnerables a las crisis financieras. No obstante, las compañías no familiares son más productivas.

Si bien algunos economistas y financieros insisten en la impertinencia de la concentración de la propiedad por su impacto en los resultados corporativos, este capítulo arroja evidencia a favor de la misma. Incluso, a mediano plazo, la concentración de la propiedad en manos familiares y la protección de los inversionistas minoritarios podrían impactar positivamente en el desarrollo de los mercados financieros. La solución a la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los dueños mayoritarios se basa en dar más poder y derechos a los accionistas minoritarios, que es la esencia de las legislaciones recientes en todo el mundo.

Una de esas legislaciones es la nueva Ley del Mercado de Valores de México, que entró en vigor el 28 de junio de 2006. Entre sus normas, establece que al menos el 25% de las juntas directivas deben estar compuestas por directores independientes, que se deben crear comités de prácticas corporativas formados por directores independientes, que se deben otorgar más derechos a los accionistas minoritarios al disminuir el porcentaje de acciones necesarias para designar directores, convocar a asambleas extraordinarias y demandar civilmente a ejecutivos o directores.

Se espera que a medida que aumente la protección a los inversionistas minoritarios, se aprovecharán aún más las ventajas propias de la concentración de la propiedad. Esto es importante a raíz de los recientes escándalos corporativos vividos en Estados Unidos, que fueron provocados, en gran parte, por problemas de agencias relacionados con la dispersión de la propiedad.

Capítulo 12

La respuesta de las empresas exitosas ante la Gran Recesión

Roberto J. Santillán-Salgado
Profesor de Finanzas
EGADE Business School
ITESM, Campus Monterrey
Rafael Fernando Torres Sánchez
Asesor de Fusiones y Adquisiciones de Negocios
Ernst & Young
LLP, Nueva York, EU

"What does not kill me, makes me stronger"
Friedrich Nietzsche

Introducción

La turbulencia económica y financiera experimentada entre 2007 y 2013 no solamente trajo consigo efectos negativos, sino que también creó grandes oportunidades para que las empresas mejoraran sus procesos administrativos, su rentabilidad y su posición financiera. Esto es especialmente relevante en el caso de aquellas que durante las últimas dos décadas se habían enfocado a incrementar su participación de mercado gracias a una disponibilidad relativamente abundante de crédito y a la marcha, sin grandes sobresaltos, de la economía.

En este capítulo proponemos explorar la manera en que la Gran Recesión permitió a un buen número de empresas asignar un rol cada vez más estratégico a las áreas funcionales de su administración. Aunque sería injusto afirmar que la influencia de la crisis quedó acotada a unas cuantas áreas, nuestro análisis se concentra en la dirección de finanzas, el departamento de compras, la tesorería y la gerencia de recursos humanos.

Además, exploramos el creciente atractivo de México como destino de inversión por sus variables económicas que superan a las de países desarrollados (nivel del endeudamiento gubernamental, estabilidad fiscal, crecimiento lento, pero con gran potencial ante la perspectiva de una nueva generación de reformas económicas), sus abundantes recursos naturales y la creciente demanda de productos y servicios propiciada por el "bono demográfico" y la cercanía a Estados Unidos.

1. El nuevo rol del CFO[1]

La turbulencia e incertidumbre del entorno económico en los años recientes ha dado lugar a una profunda transformación del perfil del Director de Finanzas o *Chief Financial Officer* (CFO), cuyo objetivo prioritario es maximizar el aumento de los ingresos y elevar el rendimiento financiero. Por esa razón, su responsabilidad debe ir más allá de informar con precisión sobre el desempeño de la empresa. Actualmente se ha convertido en un agente activo en muchos de los procesos de toma de decisiones en todos los niveles de organización. Su misión es prevenir riesgos manteniendo una visión global de la estrategia del negocio y mantener un balance de los resultados financieros.

El rol tradicional del CFO consistía en ser el responsable de llevar el registro adecuado de las operaciones del negocio y, de manera natural, también le correspondía identificar, cuantificar y documentar los éxitos y tropiezos de la compañía. Al cabo de un ejercicio fiscal, elaboraba un reporte de los resultados financieros de cada

[1] KPMG, 2012, Delineando Estrategias, Transformación del Director de Finanzas: El Nuevo rol del CFO.

trimestre o año, se involucraba en la administración de funciones financieras (tesorería y contabilidad, entre otras). Además, cuidaba el flujo de efectivo, el uso de los recursos, y tomaba decisiones presupuestales. Enseguida se presentan algunos de los principales cambios generados por la acumulación de experiencia durante el periodo de alta turbulencia en los mercados financieros:

Identificación y mitigación de riesgos. La quiebra de Enron y Lehman Brothers, así como los desfalcos financieros (el caso de Bernard Madoff, por ejemplo), detonaron la transformación del papel del CFO, cuyas responsabilidades actualmente se asocian con la identificación y diseño de planes de acción para mitigar los riesgos que podrían representar una amenaza para la permanencia del negocio, los cuales se reflejan en los estados financieros y los reportes a los accionistas.

Al darse a conocer públicamente el uso de prácticas irregulares de contabilidad por parte de grandes empresas públicas y comprender los efectos catastróficos resultantes de la pérdida de confianza de los mercados (Enron, Tyco, Xerox, entre otras, a principios del siglo), la autoridad gubernamental respondió con la promulgación de nuevas leyes y regulaciones para mejorar la transparencia y precisión de los reportes elaborados por las áreas financieras de las empresas públicas y privadas. Las compañías auditoras y calificadoras fueron objeto de presión por parte de la opinión pública y del gobierno para que mantuvieran una independencia absoluta respecto a sus clientes e identificaran con mayor oportunidad cualquier irregularidad en la conducción del negocio. Las nuevas circunstancias imponen una gran responsabilidad al CFO.

Adicionalmente, durante los últimos años se han modificado las leyes en materia de precios, empaque, uso de energía y agua, políticas laborales, etcétera. En cada caso, existe la posibilidad de que se presenten descuidos u omisiones que pueden tener consecuencias económicas al afectar la reputación de las marcas o la imagen corporativa ante clientes, empleados, accionistas y proveedores. Frente a la creciente complejidad de la regulación, aun las empresas que están menos reguladas corren el riesgo de informar mal al fisco y llegar a ser objeto de sanciones económicas.

Existen algunas áreas de administración de riesgos que son responsabilidad directa del CFO. En otras, tiene una influencia importante, y en algunas más solo requiere estar informado o enterado. Incluso en el caso de aquellas áreas de riesgo que son responsabilidad de otras áreas o subsidiarias, el CFO debe estar al tanto de cualquier eventualidad y asegurarse de que no impactará en los resultados del negocio.

Comunicación. Si en el pasado el CFO estaba circunscrito a sus funciones, teniendo poco o ningún contacto con otras áreas de la organización, excepto en lo concerniente a la generación de la información necesaria para integrar los estados financieros, quienes ahora ocupan este puesto se han visto obligados a incorporar a sus funciones habilidades de comunicación y relaciones públicas.

El CFO tiene la obligación de exponer la situación financiera a los accionistas y explicar no solo lo que ya ha ocurrido, sino los posibles escenarios futuros.

Tiene que asegurarse de que su actividad agregue valor al negocio y participar en la definición de estrategias. Por ejemplo, al elaborar los presupuestos y los pronósticos de mercado, o al decidir cuál debe ser la estrategia de administración de riesgos, el CFO debe estar seguro de que las decisiones tengan una apropiada relación costo-beneficio. Y, a medida que la empresa avanza en su consolidación e incursiona en los mercados bursátiles, la responsabilidad del CFO aumenta, pues debe garantizar que las múltiples decisiones en las que interviene creen valor, no solo a los ojos del Director General o que se vean reflejadas en los estados financieros, sino que sean juzgadas positivamente por los mercados (y repercutan favorablemente en el precio de la acción), empleados, bancos y proveedores.

Es sabido que las bolsas de valores penalizan el precio de las acciones cuyas emisoras no cumplen con su presupuesto o metas de crecimiento. La explicación es que ese incumplimiento sugiere que no hay un correcto control del negocio, de los riesgos o de los mercados (divisas, tasas de interés, regulación ambiental o fiscal, entre otras). Los analistas bursátiles suelen ser jueces severos, y de inmediato destacan cualquier tipo de inconsistencia entre lo planeado y lo logrado una vez descontados los factores del entorno, por lo que no es raro que un CFO se vea obligado a abandonar su puesto por errores, normalmente involuntarios, en esta materia.

Liquidez. Derivado de la contracción del crédito en los últimos años, una responsabilidad del CFO que ha ganado relevancia es la de asegurarse de tener un flujo de efectivo suficiente para apoyar el crecimiento de la empresa y, de ninguna manera, que se convierta en un impedimento. Lo anterior implica convencer a los acreedores financieros de la solidez financiera actual y futura para obtener líneas de crédito y préstamos suficientes y oportunos. En tiempos de contracción del financiamiento, corresponde al CFO implementar estrategias como el apalancamiento con proveedores y la reducción de los días de crédito con los clientes.

Interacción. Corresponde al CFO garantizar que la información financiera sea veraz, completa y razonable, pero, particularmente, que esté disponible y que sea utilizada oportunamente por los diversos departamentos en la toma cotidiana de decisiones. Por ejemplo, si el Departamento de Compras no recibe información suficiente y oportuna para monitorear el consumo y el precio promedio negociado con los proveedores, así como los requerimientos del Departamento de Producción e información sobre las órdenes de los clientes, no podrá maximizar el valor que le agrega al negocio.

Acceso, nivel de detalle y confidencialidad de la información. Aunque lo esencial es tener información oportuna y veraz, también debe ser suficiente para cada público. Las empresas tienen un enorme flujo de datos que frecuentemente son difíciles de interpretar y, por lo mismo, solo se aprovecha una mínima parte. En tal sentido, el CFO puede contribuir a lograr un mejor resultado si la información llega

a los responsables de tomar decisiones. Corresponde al CFO trabajar en conjunto con el área de Tecnologías de la Información con el propósito de que los usuarios obtengan la información indispensable para desempeñar sus actividades. También es muy importante vigilar que los usuarios cuenten con permisos y privilegios en la red interna de la empresa para tener acceso a la información que requieren, pero es necesario imponer ciertas restricciones para que no se haga un uso inapropiado de la misma. Esto tiene relevancia por el incremento de la rotación de personal, lo cual da lugar al riesgo de que exempleados puedan compartir información confidencial del negocio.

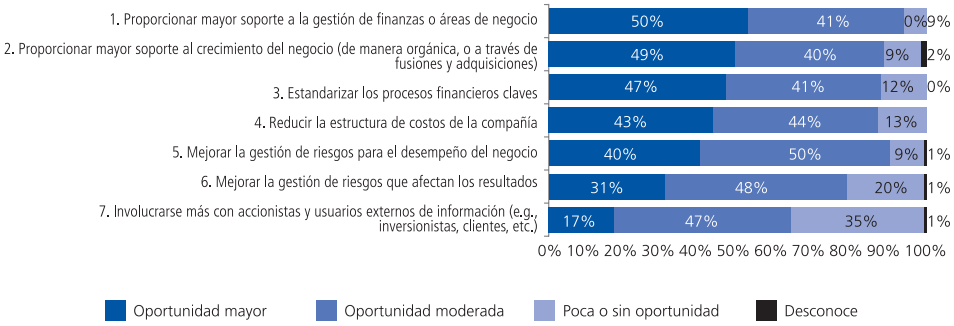
El CFO debe asegurarse de contar con las aplicaciones informáticas que le permitan recopilar, consolidar y reportar la información al menor costo y en el menor tiempo posible, ya que le corresponde vigilar los indicadores claves de desempeño (*Key Performance Índices*, o KPI, por sus siglas en inglés) y estar al tanto de las alarmas que se activan cuando hay una desviación en las métricas. También debe analizar esos flujos de información y seleccionar lo más relevante para que el Director General y el Consejo de Administración puedan tomar mejores decisiones. Si las ventas cayeron por debajo de las estimaciones, podría existir algún riesgo en la recuperación de las cuentas por cobrar; pero, si se vendió más de lo pronosticado, entonces el riesgo se puede presentar en el abasto de materias primas y de otros insumos productivos.

Inteligencia en la consultoría externa. Dada la compleja variedad de agentes participantes en la toma de decisiones, el CFO debe contar con apoyo externo para determinadas tareas, sobre todo en las empresas que operan distintos negocios, que tienen subsidiarias y cuentan con operaciones en varios países, o que están sometidas a diversas normas contables. En tales circunstancias, es más fácil que ocurra una distracción o que un riesgo no contemplado cause problemas.

A continuación se presentan algunas oportunidades y riesgos para la agenda y el rol del CFO:

Gráfica 1
Oportunidades para el CFO

¿En qué medida las siguientes actividades de mejora crean oportunidades para la mejora del desempeño de su empresa en los próximos dos años?



Fuente: "A New Role for New Times: Opportunities and Obstacles for the Expanding Finance Function", reporte preparado por CFO Research Services en colaboración con KPMG, publicado en marzo del 2011.

Gráfica 2
Elementos que ponen en riesgo la función del CFO

¿En qué medida los siguientes temas ubican su función financiera en riesgo de no alcanzar sus objetivos?

Fuente: "A New Role for New Times: Opportunities and Obstacles for the Expanding Finance Function", reporte preparado por CFO Research Services en colaboración con KPMG, publicado en marzo del 2011
Nota: El estudio, realizado durante el otoño del 2010, por CFO Reserach Services (a unit of CFO Publishing LLC), incluye respuestas de 443 profesionales incluyendo 34% CFO's, 26% Directores de Finanzas, 10% Contralores, 9% VP de Finanzas, 5% CEO, 16% otros; en términos geográficos, la muestra se levantó 45% en América del Norte, 28% en Asia, 23% en Europa, 5% en el resto del mundo. Los porcentajes no suman 100% debido al redondeo.

Como resultado de la crisis económica del periodo 2007-2012, los accionistas se han tornado más activos en la evaluación y administración de sus portafolios de inversiones. Por lo tanto, se han visto en la necesidad de estar mejor informados sobre sus inversiones. Deben conocer y monitorear los riesgos y el retorno de inversión

durante el tiempo que sea necesario para materializar el retorno esperado. Debido a esto, las expectativas, responsabilidades y retos del CFO han aumentado. Pero los cambios no solo representan mayores responsabilidades, sino también la oportunidad de agregar valor y hacer que se logren los objetivos de la estrategia del negocio.

2. El Nuevo Rol del Tesorero

Tanto los CFO como los Consejos de Administración están aumentando los controles internos y la frecuencia de los reportes financieros para administrar de manera más eficiente los riesgos financieros. Debido a que el Departamento de Tesorería es un área muy relacionada y funcionalmente dependiente de la Dirección de Finanzas, también han surgido cambios en el ámbito de competencia del Tesorero.

A partir de 2007, las principales actividades del Tesorero, tales como el levantamiento de capital (fondeo) y la gestión de efectivo y liquidez, se han vuelto más críticas para el negocio. Incluso, algunos Tesoreros han agregado mayor valor a sus actividades al involucrar a asesores externos para optimizar la calidad y oportunidad de sus decisiones. El resultado de dichos cambios ha sido una mayor capacidad para diseñar estrategias de cobertura, particularmente en actividades como la compra y venta de divisas, préstamos en los mercados donde el costo del financiamiento es menor –aun cuando se trate de monedas distintas de la propia–, y una mejor administración de la liquidez y del capital de trabajo.

Ahora bien, debido a que desde el inicio de la crisis las empresas se han enfrentado a un ambiente económico caracterizado por la contracción del crédito, el comportamiento desfavorable de las principales variables macroeconómicas y la volatilidad de los mercados, los Tesoreros se han visto obligados a realizar actividades adicionales para lograr los objetivos de su plan de trabajo:

1. **Incrementar el efectivo y reducir la deuda**. Durante el lapso transcurrido entre el momento en que la crisis comenzó a causar problemas y el momento en que los gobiernos estuvieron en condiciones de dar una respuesta para recuperar la estabilidad del sector bancario, las empresas padecieron la falta de créditos en un entorno de alta volatilidad en los precios de todos los activos financieros, en las tasas de interés y en el tipo de cambio. En muchos casos, incluso se enfrentaron a la desaparición de mercados completos por la iliquidez. Por lo tanto, para aquellas empresas con deuda en moneda extranjera, se volvió prioritario reducir sus pasivos y su exposición cambiaria, así como negociar nuevas líneas de crédito en su moneda funcional y convertir, hasta donde fuera posible, activos no prioritarios en efectivo.

   Algunos Tesoreros comenzaron a explorar modelos alternativos de financiamiento, principalmente a través de su cadena de suministro, con la intención de liberar flujo de efectivo anteriormente destinado a capital de trabajo mediante el apalancamiento con sus proveedores o a través del retraso o reducción de las compras de activo fijo o gasto en mantenimiento (CAPEX).

Al aplicar este tipo de medidas, es necesario evaluar, en conjunto con las áreas de Compras y Producción, qué nivel de apalancamiento y retraso es aceptable sin comprometer la capacidad de crecimiento del negocio y sin incurrir en el riesgo de interrumpir la producción debido a una demora en la entrega de materia prima y otros insumos.

2. **Ejercer control interno y emplear instrumentos derivados**. Las quiebras de Enron y de Lehman Brothers son ejemplos de cómo la prensa y otros medios de comunicación se encargan de poner en evidencia a empresas que tienen un manejo deficiente de los instrumentos derivados. Como resultado de esas bancarrotas, las autoridades encargadas de diseñar la regulación aplicable a los participantes en el mercado han creado normas para prevenir este tipo de riesgos. Además, se ha hecho más estricto el escrutinio de los controles internos del área de Tesorería por parte de los diferentes niveles ejecutivos de la organización. Una muestra de este riesgo es el impacto de la volatilidad del tipo de cambio en indicadores financieros como márgenes, rentabilidad, obligaciones por créditos bancarios y flujo de efectivo.

   Muchas compañías han destinado recursos al desarrollo e implementación de controles para las operaciones del área de Tesorería y para verificar que los niveles de exposición a distintos tipos de riesgo y el uso de instrumentos derivados estén alineados con las políticas internas del negocio.

3. **Agilizar la gestión de cobranza**. Debido al incremento del saldo de las cuentas por cobrar, las empresas han aumentado la frecuencia con la que se monitorea y gestiona la cobranza.

   Algunos Tesoreros encontraron que la información sobre la recuperación de saldos de los clientes difería según el área que elaboraba el reporte: Tesorería, Fiscal, Contabilidad o Ventas. Por eso, algunas compañías decidieron asignar recursos para que las herramientas tecnológicas disponibles facilitaran la interacción de estas áreas. Es decir, que todos los funcionarios involucrados tuvieran acceso a la documentación de las negociaciones con clientes y a la información actualizada del sistema, además de estar en constante comunicación entre sí.

4. **Hacer la planeación fiscal**. El diseño, implementación y monitoreo de estrategias fiscales es una poderosa herramienta para lograr tres objetivos: 1) mejorar la situación financiera, 2) evitar incurrir en pagos inesperados por la falta de la documentación pertinente y 3) liberar efectivo atrapado en saldos por recuperar. Como resultado, varias empresas han aumentado la frecuencia con la que se llevan a cabo ajustes y estimaciones de los pasivos fiscales y las deducciones posibles. De ser un tema que se discutía una vez al año, generalmente cuando se presentaba la declaración anual, ahora se aborda mensualmente.

El temor a incurrir en pérdidas por el uso de instrumentos derivados ha aumentado desde que se anunciaron los escándalos que desencadenaron la reciente Crisis Financiera. El incremento de las regulaciones y la optimización de la liquidez han creado un escenario en el que los Tesoreros trabajan para implementar acciones que permitan hacer más eficiente su administración del efectivo, lo que se evidencia con la reducción del endeudamiento y del exceso de efectivo. Debido a ello, el área de Tesorería ha tomado un lugar primordial en la agenda de la alta dirección.

3. El nuevo rol del Director de Compras

La reducción de costos se ha convertido en una de las prioridades de los empresarios. Desde que comenzó la Gran Recesión, la mayoría de los negocios han dedicado gran parte de sus recursos a identificar las deficiencias operativas. Y debido a que el Departamento de Compras es un área muy relacionada con la generación de costos y gastos, ha adquirido un rol cada vez más estratégico en la agenda diaria de los empresarios.

Como resultado de la crisis, se aceleró la velocidad del cambio, la volatilidad de los mercados y el comportamiento de los consumidores. Las compañías enfrentan hoy la necesidad de reaccionar a un mercado cambiante reevaluando su modelo de negocios y sus estrategias de mercado, no solo para alinearlos con las tendencias del momento, sino para capitalizar el beneficio económico a corto plazo.

En ese sentido, el área de Compras ha desempeñado un rol importante para ayudar a los empresarios a lograr sus objetivos y a estar preparados para la incertidumbre. La reducción de costos ya no es la única prioridad de esta área, también se enfoca a identificar oportunidades para mejorar la cadena de suministro y así agregar valor desde un punto de vista estratégico.

Para lograr este cambio, algunas empresas han empezado a involucrar al área de Compras en otros procesos. Por ejemplo, durante la fase de planeación y definición de la estrategia corporativa, se le asigna la responsabilidad de investigar las características de los proveedores (capacidad instalada y utilizada, tecnología, etc.); buscar alternativas de materias primas e insumos productivos; evaluar la política de precios, tiempos de entrega, costo del flete y calidad, entre muchas otras tareas. Una vez que se cuenta con esta información, Compras se suma al plan estratégico para asumir una postura más proactiva al renegociar la relación comercial con los proveedores y, de ser posible, obtener eficiencias en costos y mejoras en calidad.

Después de 2008, año que se caracterizó por la volatilidad del precio de diversas materias primas, la estrategia de desarrollo de la cadena de suministro ha adquirido un rol clave para minimizar el riesgo de que se pare la producción y se deteriore el flujo de efectivo.

Sin embargo, no todas las empresas han logrado mejorar el desempeño de su departamento de Compras debido a lo difícil que resulta transformar su función tradicional, caracterizada por una actividad recurrente de negociación de contratos y precios. Estos son algunos de los retos que han enfrentado al intentar darle un sentido más estratégico:

1. **Involucramiento con la alta gerencia en la definición de opciones estratégicas**. Aunque el área de Compras ha merecido cada vez mayor atención de parte de la alta gerencia, muchas de sus funciones aún no ocupan un lugar relevante en la definición de la estrategia. En ese sentido, todavía no está al mismo nivel que las áreas de Finanzas, Mercadotecnia y Comercial. En efecto, las limitaciones en la comunicación y el involucramiento tardío de los responsables de Compras en la toma decisiones estratégicas dificultan el aprovechamiento de todo su potencial.

   No obstante que su involucramiento oportuno en el desarrollo o mejora de las oportunidades de negocio ha probado generar excelentes resultados, es común que el departamento de Compras sea incorporado a la toma de decisiones hasta el final del proceso, principalmente para completar acuerdos con los proveedores, dar el visto bueno a los términos de la negociación o cerrar acuerdos que la alta gerencia no fue capaz de concluir. Lamentablemente, en tales circunstancias, resulta muy difícil contribuir de manera significativa a la creación de valor en la empresa.

2. **Mejora de los sistemas de información y de los canales de comunicación**. Las tecnologías de la información y un sinnúmero de soluciones para administrar de manera más eficiente la cadena de suministro permiten tener una comunicación fluida del área de Compras con los proveedores, con Producción y con los clientes. Sin embargo, las empresas medianas o pequeñas generalmente no cuentan con las herramientas más avanzadas. Los sistemas rara vez son diseñados para generar información sobre los consumos de materias primas y otros insumos de producción, así como de los costos asociados. Y sirven mucho menos para apoyar el proceso de planeación y control de la producción. A lo anterior hay que agregar que las condiciones económicas no han sido favorables para hacer inversiones en tecnologías de la información.

   En la medida en que Compras reciba información oportuna sobre los productos prioritarios de la estrategia comercial, estará en posibilidad de mejorar y formalizar la relación con los proveedores. Y al incrementarse el volumen de compras por contrato, se pueden lograr beneficios estratégicos, como mejoras en precios, descuentos, o bien, minimizar el riesgo de que un proveedor incumpla sus compromisos, ya sea en lo concerniente a calidad o puntualidad de la entrega, entre otros aspectos.

En resumen, han cambiado las expectativas que se tienen de Compras. De ser un área no prioritaria que solo funcionaba como un canal de comunicación porque los accionistas y los altos directivos decidían con qué proveedores trabajarían, ha pasado a involucrarse en el diseño, implementación y evaluación de acciones para optimizar la cadena de suministro y mitigar riesgos (interrupción de la operación). Y es de esperarse que continúe destacando como una función generadora de valor.

4. El nuevo rol del Director de Recursos Humanos

Tradicionalmente, el Director de Recursos Humanos se ha circunscrito a su función administrativa: 1) pagar las retribuciones al personal, 2) contratar, 3) tener comunicación con los empleados y el sindicato y 4) garantizar el cumplimiento de las normas laborales y de seguridad social (IMSS, SAR e Infonavit). En el nuevo entorno, sus actividades se han ampliado, y ahora se espera que: 1) participe en la creación de un ambiente laboral apropiado para que el desempeño de los empleados sea óptimo, 2) contribuya a la estrategia de negocio, 3) tome parte en la generación de información clave para la toma de decisiones y 4) se involucre en la identificación, desarrollo y retención de talento (quizás el rol más solicitado).

La Gran Recesión detonó un ambiente caracterizado por mayores exigencias para optimizar los procesos administrativos, reducir costos y agregar valor mediante el replanteamiento de la estrategia corporativa, entre otros desafíos. Esto cambió la forma en que el CEO y el Consejo de Administración enfrentan los desafíos del capital humano, y como resultado de ello, el rol y las responsabilidades del Director de Personal han evolucionado. A continuación se exploran algunos de los nuevos retos:

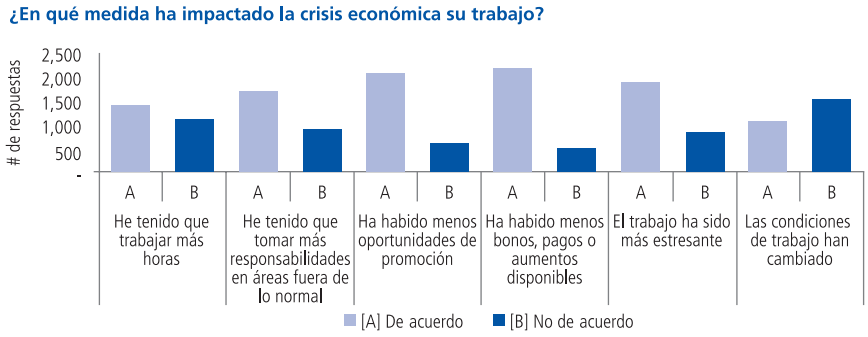
1. Crear y mantener un ambiente laboral motivador. Convertir o mantener la empresa como un lugar atractivo para los empleados de mejor desempeño es uno de los retos principales del Director de Personal debido al deterioro del compromiso laboral provocado por la reciente crisis económica, aunque también influido por la evolución de las tecnologías de la información (existe la incertidumbre de ser desplazados) y los esquemas de compensaciones (más flexibles y sujetos a mayor competencia).

Entre 2007 y 2009, se deterioraron los indicadores financieros de México y se presentó una contracción de la demanda interna, al mismo tiempo que bajó el volumen de exportaciones, principalmente las dirigidas a Estados Unidos, que son las más importantes. Ante este panorama, varios conglomerados extranjeros con operaciones en el país se vieron en la necesidad de cerrar líneas de negocio, lo cual generó despidos masivos. A partir de entonces, surgió una percepción de incertidumbre en la continuidad del negocio, con todas las consecuencias emocionales y psicológicas que ello conlleva, y la manifestación más evidente fue el debilitamiento del compromiso laboral.

Las siguientes citas, obtenidas de diversas fuentes, evidencian este problema:

1. "Durante la reciente crisis financiera, el compromiso laboral entre los empleados con mejor desempeño disminuyó más rápidamente que para el resto de los empleados".[2]
2. "Los empleados más comprometidos con sus organizaciones proporcionaban un 57% más de esfuerzo y presentaban un 87% menos de posibilidades de renunciar en comparación a empleados que se consideraban no comprometidos".[3]
3. Una encuesta aplicada a empleados del sector bancario en 2013[4] ilustra cómo cambiaron las condiciones de trabajo durante la reciente crisis económica, incluyendo incremento de las horas de trabajo, aumento de responsabilidades, menos oportunidades de promoción y mayor estrés.

Gráfica 3
Impacto de la crisis sobre las condiciones de trabajo de los empleados bancarios



Fuente: "Tendencias globales de empleo en el sector financiero", Michael Page Banking & Financial Services, 2013.
Nota: El estudio incluye respuestas de 3,800 personas de 47 países en América del Norte, América Latina, Europa y región del Pacífico.

El deterioro del compromiso laboral representa un riesgo potencial para la continuidad del negocio. La posibilidad de que personal clave abandone la empresa y que ello impida concretar las estrategias que demandan las condiciones del mercado, puede poner a la compañía en una situación desventajosa, no solo para responder a los retos de la industria, sino también para aprovechar las oportunidades de mercado. Cuando una organización no tiene personal experimentado, toma más tiempo alcanzar el desempeño operativo y financiero deseado, en especial si la estrategia involucra planes de crecimiento.

[2] PwC Saragota data.
[3] Corporate Executive Board, The Role of Employee Engagement in the Return to Growth, *Bloombeg Businessweek*, August 2010.
[4] Tendencias globales de empleo en el sector financiero, Michael Page Banking & Financial Services, 2013.

2. Estimular el compromiso laboral. El desarrollo de las tecnologías de la información ha acelerado la difusión de las noticias y el intercambio de información entre la gente. Por ello, cada día es más común que los empleados tengan su *currículum* circulando en páginas de Internet, aunque no estén considerando cambiar de empleo. Además, se enteran de las promociones dentro de su empresa, o de vacantes y esquemas de compensación en la competencia. Esto contribuye al deterioro del compromiso laboral e incrementa la rotación de personal si no se desarrollan planes de carrera o esquemas de retención para los empleados con alto potencial. La encuesta 2013 de Michael Page para empleados bancarios reportó que "58% de los encuestados tiene una cuenta de Linkedin,[5] y 1 de cada 3 la utiliza para búsqueda de empleo".[6]

3. Mejorar los esquemas de compensación. Atraídos por la globalización y el Tratado de Libre Comercio para América del Norte, conglomerados como Ford, GM, Dana, Nestlé y GE, entre muchos otros, iniciaron operaciones en México como parte de su estrategia de *outsourcing* u *offshoring*, o simplemente para aprovechar las oportunidades que ofrecía el mercado nacional. Como resultado de ello, muchos mexicanos han sido contratados con planes de compensación más favorables que los que ofrecen las empresas locales (generalmente familiares). Esto ha derivado en la mejora de los esquemas de remuneración. De ahí que uno de los retos más importantes del Director de Recursos Humanos sea evaluar continuamente los planes de compensación de todos los niveles de la organización y mantener la empresa como la opción más atractiva de trabajo para los empleados de mejor desempeño.

Es importante recordar que cada empleado es único y que las empresas deben desarrollar esquemas de compensación convenientes para ambas partes. Ante la crisis económica, algunas compañías mejoraron su portafolio de beneficios con diversas medidas, como otorgar más días de vacaciones al año, permitir que los empleados trabajen de manera virtual desde su casa, ofrecer planes de medio tiempo, etcétera. No hay que olvidar que aunque "siete de cada diez empleados valoran el ingreso en efectivo, también aprecian el reconocimiento en su trabajo, la capacitación, la estabilidad y las perspectivas de futuro. En conclusión, la decisión de trabajar en una empresa no es solo por dinero" (Michael Page, 2013).

Michael White, CEO of Direct TV, dijo: "Enfrentémoslo, existen aproximadamente 80 millones de *Baby Boomers* (personas que nacieron entre 1940 y 1960), quienes se retirarán a la edad de 65 años en los próximos cinco y siete años, los cuales van a ser reemplazados por aproximadamente 40 millones de *Gen Xers* (personas que nacieron entre 1960 y 1980). La proporción es de dos a uno, por lo que es recomendable iniciar el desarrollo de la nueva generación de ejecutivos, o no estarán listos para la transición" (Michael Page, 2013).

[5] Linkedin es una página de internet donde se comparte información personal sobre la carrera profesional, educación y habilidades utilizadas frecuentemente por reclutadores.
[6] Tendencias globales de empleo en el sector financiero, Michael Page Banking & Financial Services, 2013.

A esto se suma que hoy nos enfrentamos a una generación de *millennials* (personas nacidas entre 1980 y 2000) que exigen más, lo quieren ahora y cuestionan a sus empleadores.

4. Participar en el desarrollo y ejecución de la estrategia de negocios. Es importante que el Director de Recursos Humanos entienda el modelo de negocios y el mercado, de tal manera que participe en el desarrollo de la estrategia de negocios. Esto se materializa cuando provee información y comentarios sobre los requerimientos de capital humano actuando como consultor externo para facilitarle al CEO la toma de decisiones sobre el negocio actual y las oportunidades futuras de inversión.

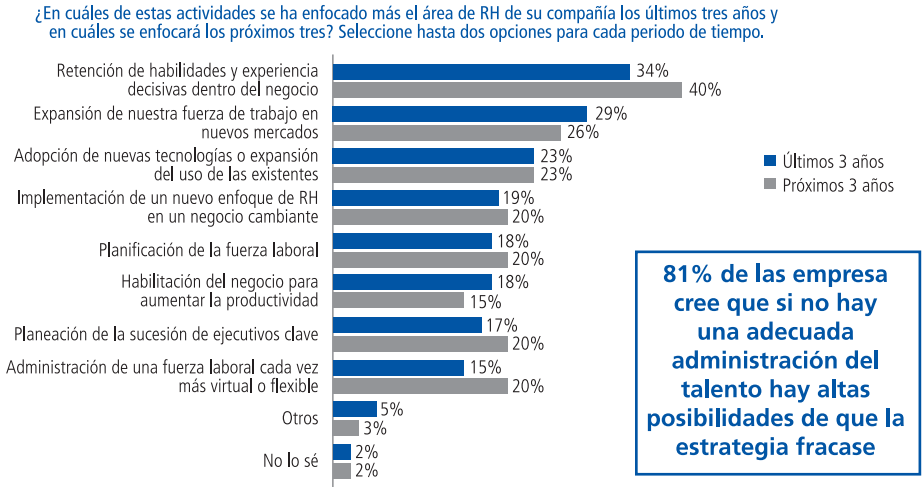
Si la estrategia de negocios implica un crecimiento orgánico de las operaciones actuales, la disponibilidad de recursos humanos con el talento deseado será crítica para capitalizar las oportunidades. Las empresas deben asegurarse de que la planilla laboral refleje y soporte el plan de negocios, por lo que el reto implica tener la capacidad y oportunidad de identificar qué habilidades se necesitan, cuántos empleados, dónde y cuándo, para generar el retorno esperado. Es decir, el Director de Recursos Humanos debe planear no solo para el presente, sino para los siguientes tres o cinco años. Anteriormente, el director de cada área elegía a sus colaboradores, fijaba los salarios y distribuía los bonos con base en los objetivos cumplidos. Decidía si se requería un perfil experimentado o un recién graduado. Hoy, el trabajo es conjunto: el Director de Recursos Humanos se asegura de que cada nueva alta esté contemplada en el organigrama y en el presupuesto; también verifica que el empleado reclutado cumpla con los requerimientos de los directores de área y, particularmente, tiene una base de candidatos para reaccionar oportunamente a los requerimientos de recursos humanos que demanda el plan del negocio.

Una encuesta realizada en 2012 entre profesionistas que se desempeñan como CEO reveló que la limitada disponibilidad de personas con el talento y las habilidades requeridos es un problema. "Solo el 30% de los CEO se sienten tranquilos porque serán capaces de encontrar el talento que necesitan en los siguientes tres años. Un 25% de los CEO indicó que no fue capaz de reaccionar ante una oportunidad de negocios, o la tuvo que retrasar, por contratiempos en el ámbito del capital humano. El 60% de los CEO están planeando dedicar más tiempo al desarrollo e implementación de una estrategia de liderazgo y atracción de talento en sus negocios".[7]

El reto que enfrenta el Director de Recursos Humanos es muy importante, como lo evidencia una encuesta que señala que "81% de las empresas creen que si no hay una adecuada administración del talento, hay altas probabilidades de que la estrategia fracase".[8] A continuación se presentan algunas de las actividades en las que se ha enfocado el área de Recursos Humanos durante los últimos tres años.

[7] "PwC, 2012, Delivering results through talent, The HR challenge in a volatile world".
[8] *Ibidem*.

Gráfica 4
Principales áreas de interés de la función de Administración de Recursos Humanos en los últimos años (2009-2012)



81% de las empresa cree que si no hay una adecuada administración del talento hay altas posibilidades de que la estrategia fracase

Fuente: *Rethinking Human Resources in a Changing World*, KPMG 2012.

5. Tomar decisiones con base en información precisa y oportuna. Debido a que la reducción de costos fue una de las medidas más recurrentes durante y después de la fase más álgida de la Gran Recesión, la precisión de la información solicitada por el CEO al Director de Recursos Humanos ha aumentado significativamente. Además, el intercambio de información con los entes regulatorios (comunicación con las autoridades de seguridad social, tributarias, etc.) se ha incrementado en términos de cantidad y frecuencia de reportes.

Es difícil que los CEO puedan anticipar las necesidades de capital humano (cantidad de empleados, costos y habilidades), especialmente en empresas pequeñas y medianas con recursos limitados y escasa información histórica y de mercado. Con base en ello, se puede decir que es muy probable que muchas compañías estén tomando decisiones sin contar con información precisa. Por esa razón, es vital que el Director de Recursos Humanos informe a la alta dirección sobre las necesidades de infraestructura tecnológica para soportar la operación actual y esperada en términos de reportes sobre el capital humano.

Basta citar uno de los resultados de una encuesta reciente: "Una minoría de los CEO (16%) indicó que están recibiendo la información sobre capital humano que necesitan para la toma de decisiones con el grado de detalle deseado".[9]

[9] Tendencias globales de empleo en el sector financiero, Michael Page Banking & Financial Services, 2013.

5. Resumen

La recesión económica cambió significativamente la forma en que el CEO y el Consejo de Administración enfrentan los desafíos del capital humano. En el mismo sentido, el rol y las responsabilidades del Director de Recursos Humanos han evolucionado. El capital humano es parte de la agenda diaria de la alta dirección, y el área de Recursos Humanos tiene el compromiso de agregar valor tangible a la empresa, por eso es primordial que cuente con los mismos recursos financieros y tecnológicos que tienen otras áreas estratégicas.

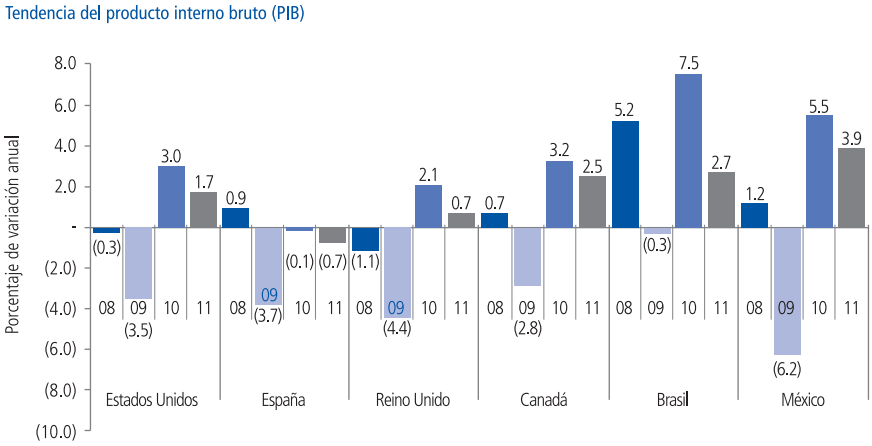
Cualquier inversión en infraestructura, materia prima o activos es un desperdicio de recursos si la compañía no cuenta con las personas idóneas para generar, procesar, utilizar y analizar la información de mercado que sirve de base para diseñar las estrategias de comercialización y con el personal necesario para operar los activos y tomar decisiones.

6. México como destino de inversión

En el proceso de recuperación de la Gran Recesión, se ha observado un cambio en las inversiones que proceden de los países desarrollados y tienen como destino las naciones emergentes. Entre estas últimas está México, que resulta atractivo por la estabilidad de las variables macroeconómicas, las ventajas demográficas, el bajo nivel de endeudamiento gubernamental y la abundancia de recursos naturales.

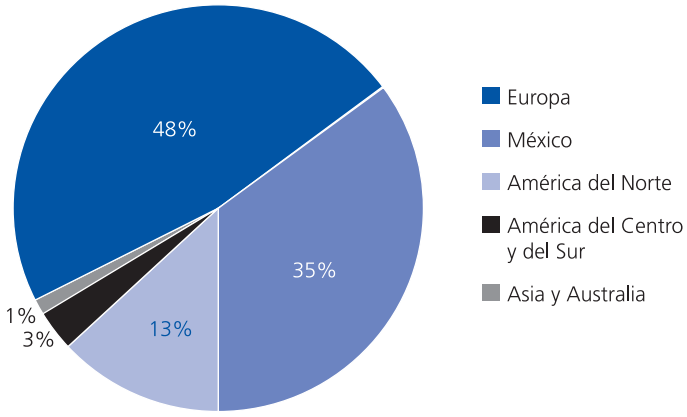
Como resultado de ello, son muy altas las expectativas de crecimiento de las empresas locales y extranjeras, y tanto los accionistas como la alta dirección están aprovechando este escenario para definir e implementar un plan estratégico que impulse el desarrollo de los negocios.

Gráfica 5
¿Qué país llama la atención del público inversionista desde 2010?



Fuente: Global Finance.

Gráfica 6
Región de origen de los compradores de empresas mexicanas del 2010 al 2012 (USD 74,400 millones)



Fuente: Información pública y análisis de los autores.
Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe superior a 5 millones de dólares y con un cambio significativo en la tenencia accionaria.

El "bono demográfico". En términos de población, México ocupa el lugar número 11 en el mundo. Con 112.3 millones de habitantes, el país se caracteriza por una creciente demanda de productos y servicios. Esto se explica por dos razones: 1) 29.7 millones de personas tienen entre 15 y 29 años de edad; 2) aproximadamente 32.5

millones de personas tienen menos de 15 años.[10] Por lo tanto, es un país de gente joven, con una edad promedio de 26 años, indicador que lo ubica por encima de Colombia (28.3 años), Brasil (28.9 años), Estados Unidos (36.8 años) y los países europeos (más de 40 años).[11] Por lo que respecta a urbanización, los mexicanos muestran una tendencia creciente a vivir en ciudades. Entre 2000 y 2010, la población urbana pasó de 71.3% a 78%.[12]

En otras palabras, México representa un mercado potencial actual de 79.8 millones de personas adultas,[13] al que se sumarán otros 32.5 millones a medida que los niños y adolescentes alcancen la edad productiva. Esta tendencia, en conjunto con el porcentaje de urbanización, ha detonado la demanda de productos y servicios como educación, vivienda, hospitales e infraestructura, entre otros.

Remesas. En 2012, residían en Estados Unidos aproximadamente 12 millones de personas nacidas en México[14] –33.7 millones de mexicanos si se considera a los de segunda y tercera generación–.[15] En 2011, ingresaron a México 22,803 millones de dólares por concepto de remesas. La remesa mensual promedio fue de 326 dólares.[16]

Considerando que alrededor de 350 mil hogares mexicanos recibieron remesas en 2010, que el 57% de ellos se encuentran en localidades rurales y en zonas de baja y media marginación, y que el principal uso de las remesas es el consumo, incluyendo el gasto en educación, queda claro que las remesas –segunda fuente de ingresos del país después del petróleo– contribuyen a incrementar la demanda de productos y servicios.

[10] INEGI.
[11] http://www.nationmaster.com; Wikipedia.
[12] CIA fact book.
[13] La cifra de 79.8 millones de personas resulta de restar al total de la población, 112.3 millones, los 32.5 millones menores a 15 años.
[14] Current Population Survey (CPS), que elabora el Bureau of Census y el Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.
[15] Fundación BBVA Bancomer, Anuario de migración y remesas México, 2013.
[16] Banco de México.

Gráfica 7
Sectores Favorecidos por el "Bono Demográfico" y las Remesas

Atractivos indicadores macroeconómicos. El panorama macroeconómico de México ha mostrado indicadores alentadores a partir de 2007:

Tabla 1
Principales Indicadores Macroeconómicos para México (2007-2012)

Indicador	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflación (1)	3.76%	6.53%	3.57%	4.40%	3.82%	4.60%
TIIE (28 días) (1)	7.94%	8.70%	4.90%	4.80%	4.80%	4.80%
Cetes a 28 días al final del periodo (1)	7.44%	7.97%	4.51%	4.45%	4.31%	4.26%
Tipo de cambio (2)	10.93	13.21	12.69	12.37	13.77	13.11
Bolsa Mexicana de Valores (3)	29,537	22,380	32,120	38,550	37,077	40,830
Riesgo país (4)	152	362	165	144	185	159

Fuentes: (1) Banco de México, (2) Secretaría de Hacienda, (3) INEGI y (4) J.P. Morgan-Chase.

Bajos niveles de inflación y de volatilidad del tipo de cambio. El manejo prudente y responsable de la política monetaria ha contribuido a mantener la inflación anual en niveles de un dígito. Y como resultado de las políticas económicas aplica-

das durante la última década, México ha logrado controlar la depreciación del peso contra el dólar de Estados Unidos.

Tendencia positiva de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Con la excepción del año 2008, cuando la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales afectó su comportamiento, la BMV mantiene una trayectoria ascendente, al registrar una Tasa de Crecimiento Anual Promedio Compuesto de 6.7% entre 2007 y 2012.

Reducción del riesgo-país. Desde 2008, el riesgo-país medido con el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) de J.P. Morgan ha experimentado una tendencia decreciente. El 11 de noviembre de 2012, se ubicó en 139 puntos, por debajo de los 154 puntos de Brasil y los 209 de Argentina.[17]

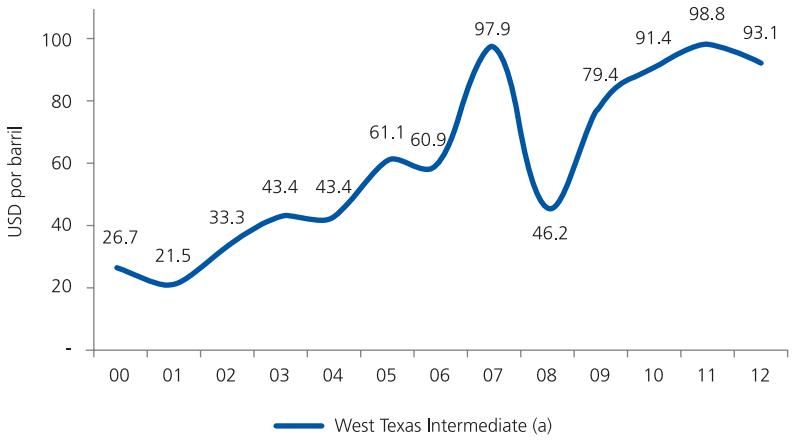
El Producto Interno Bruto ha mostrado una tendencia positiva por las siguientes razones:

1. Precios favorables del petróleo. Siendo el petróleo el principal producto de exportación y la mayor fuente de ingresos del gobierno mexicano, el incremento del precio por barril que se ha registrado desde 2008 se ha convertido en gasto público aplicado a diversos rubros, incluyendo infraestructura y servicios.

En los últimos años han sido descubiertos nuevos yacimientos, lo que significa que si se mantiene la tendencia actual del precio por barril, los ingresos derivados del petróleo continuarán solventando la creciente demanda de productos y servicios.

[17] Ver:http://eleconomista.com.mx/sistema-financiero/2012/11/11/riesgo-pais-mexico-registra-alza-semanal

Gráfica 8
Comportamiento del precio internacional del petróleo WTI entre 2000 y 2012



Fuente: U.S. Energy Information Administration (http://www.eia.gov).
Nota: (a) La cotización reportada corresponde al último día de operación de cada año.

2. Recuperación del sector manufacturero. Este ramo industrial se ha visto beneficiado por el bajo costo de la mano de obra, la oferta de mano de obra calificada, convenios comerciales (11 tratados de libre comercio que involucran a alrededor de 40 países) y bajos costos de transportación debido a la cercanía con Estados Unidos, principal destino de las exportaciones mexicanas.

Tabla 2
Producción de Vehículos Automotrices en los 10 principales países productores (2007-2012)

000s	Ref.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 5Y
China	1.	8,882	9,299	13,791	18,265	18,418	19,272	*16.8%*
Estados Unidos	2.	10,781	8,694	5,731	7,761	8,654	10,329	*(0.9)%*
Japón	3.	11,596	11,576	7,934	9,626	8,399	9,943	*(3.0)%*
Alemania	4.	6,213	6,046	5,210	5,906	6,311	5,649	*(1.9)%*
Corea del Sur	5.	4,086	3,827	3,513	4,272	4,657	4,558	*2.2%*
Brasil	6.	2,977	3,216	3,183	3,658	3,406	3,343	*2.3%*
India	7.	2,254	2,332	2,642	3,537	3,936	4,145	*13.0%*
México	8.	2,095	2,168	1,561	2,345	2,680	3,002	*7.5%*
España	9.	2,890	2,542	2,170	2,388	2,354	1,979	*(7.3)%*
Francia	10.	3,016	2,569	2,048	2,228	2,295	1,968	*(8.2)%*

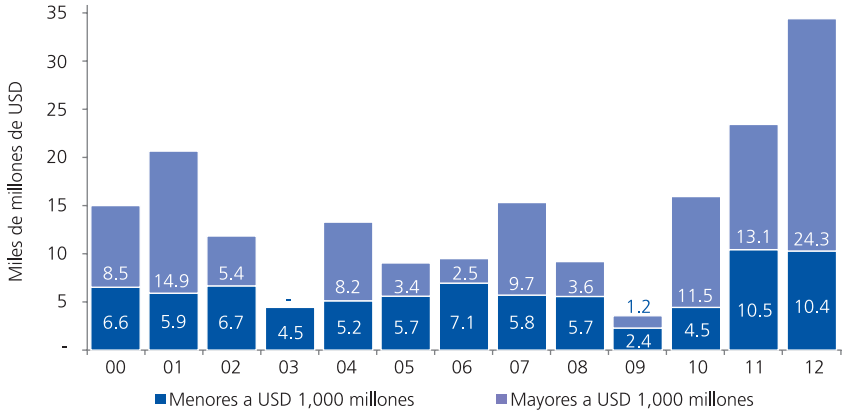
Nota: CAGR 5Y = Tasa de crecimiento compuesto anual del 2007 al 2012.
Fuente: International Organization for Motor Vehicle Manufacturers (OICA)

Como resultado de la creciente demanda de productos y servicios, acompañada de indicadores macroeconómicos positivos, México ha mejorado su atractivo como destino de inversión, lo cual se demuestra con la adquisición de empresas mexicanas por parte de inversionistas extranjeros, actividad que en 2011 y 2012 reportó cifras históricas en cuanto al monto de las transacciones: 23,600 millones de dólares y 35,200 millones de dólares, respectivamente. También aumentó el capital privado disponible para Latinoamérica: 8,100 millones de dólares en 2010 y 10,300 millones de dólares en 2011. A continuación se explican algunas tendencias sobresalientes:

3. Adquisición de empresas mexicanas. El incremento en la actividad de Fusiones y Adquisiciones de empresas es evidente incluso excluyendo las megatransacciones (operaciones superiores a 1,000 millones de dólares). La adquisición de empresas mexicanas (menos las megatransacciones) ascendió a 10,500 millones de dólares en 2011 y 8,200 millones en 2012, cifras que sobrepasan el promedio anual de 6,100 millones de dólares entre 2000 y 2012.

En términos de volumen, se concretaron 56 transacciones en 2011 y 57 en 2012, números que también superan el promedio de 48 transacciones por año entre 2000 y 2012. Otro dato importante es que el valor promedio de las transacciones fue de 190 millones de dólares en 2011 y 140 millones en 2012.

Gráfica 9
Adquisiciones de empresas mexicanas por inversionistas internacionales entre 2000 y 2012



Fuente: Información pública.
Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe mayor a 5 millones de dólares y con un cambio significativo en la tenencia accionaria. La reducción de la actividad en 2002 se atribuye a la incertidumbre financiera generada por las empresas de Internet (dot.com bubble), y la baja de 2009 es atribuida a la reciente Crisis Financiera.

De 2010 a 2012, los inversionistas extranjeros realizaron 95 transacciones con un valor total de 46,500 millones de dólares. Por su parte, los inversionistas mexicanos concretaron 70 operaciones por un monto de 25,700 millones de dólares.

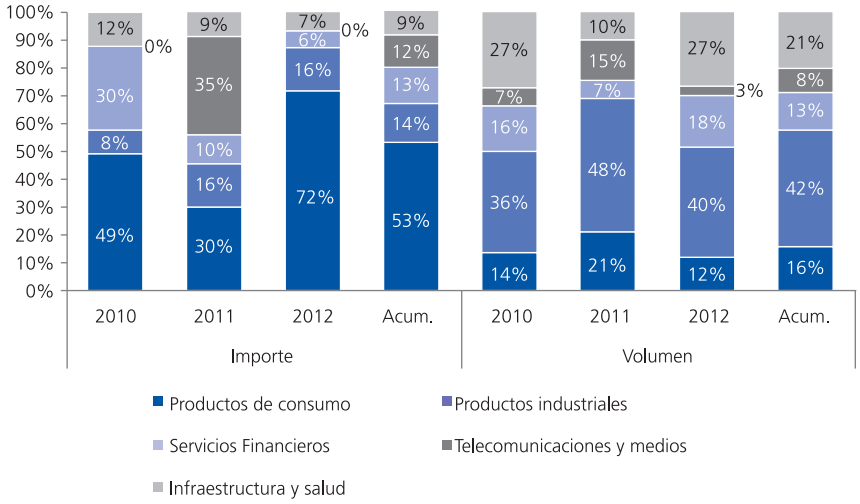
Tabla 3
Región de origen de los compradores de empresas mexicanas entre los años 2000 y 2012

USD miles de millones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	desde 2010
Importe de las transacciones:														
Otros Europa	1.3	3.3	1.3	0.2	1.7	1.2	1.6	3.8	2	0.1	7.8	0.5	21.6	29.9
México	2.7	1.4	1.8	2	2.9	2.7	4.1	7.3	2.8	1.2	4.5	17.9	3.2	25.7
Estados Unidos	1.2	13.6	6.1	0.9	1.1	2.5	2.4	1.5	1.1	0.4	0.4	1.5	6	7.9
España	9.6	2.2	2.6	0.4	4.1	0.3	1.2	2	2.9	0.4	2.6	2.2	0.7	5.4
América del centro y sur	0.1	0	0.1	0	3.1	2.3	0	0.3	0.1	0.1	0.2	1.4	0.1	1.7
Canadá	0.3	0.1	0.1	0.8	0.3	-	0.1	0.5	0	0.2	0.5	0.1	0.4	0.9
Asia y Australia	-	0.2	-	0.1	0.2	-	0.1	-	0.3	1.3	0.1	0	0.5	0.6
Total	**15.2**	**20.8**	**12**	**4.5**	**13.4**	**9.1**	**9.6**	**15.4**	**9.3**	**3.6**	**16**	**23.6**	**32.5**	**72.2**
Volumen de las transacciones:														
Otros Europa	5	7	6	2	11	6	6	6	12	3	6	4	7	17
México	12	17	12	15	19	26	24	18	18	15	20	28	22	70
Estados Unidos	10	8	21	6	12	13	18	14	14	5	7	10	12	29
España	9	7	7	3	6	3	10	5	5	5	2	2	4	8
América del centro y sur	1	1	3	2	2	3	4	3	2	1	2	6	4	12
Canadá	3	3	3	3	5	-	5	4	3	5	5	9	7	21
Asia y Australia	-	1	-	5	3	-	3	-	2	2	2	2	4	8
Total	**40**	**44**	**52**	**36**	**58**	**51**	**70**	**51**	**56**	**36**	**44**	**61**	**60**	**165**

Fuente: Información pública y análisis de los autores.
Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe mayor a 5 millones de dólares y con un cambio significativo en la tenencia accionaria. La reducción de la actividad en 2002 se atribuye a la incertidumbre financiera generada por las empresas de Internet (dot.com bubble), y la baja de 2009 es atribuida a la reciente Crisis Financiera.

Desde 2010, las industrias más activas en términos de importe han sido las de productos de consumo (53%) y las de productos industriales (14%). Por lo que respecta a volumen, las primeras representan 16% y las segundas 42%.

Gráfica 10
Adquisición de empresas mexicanas por sector de actividad entre 2010 y 2012



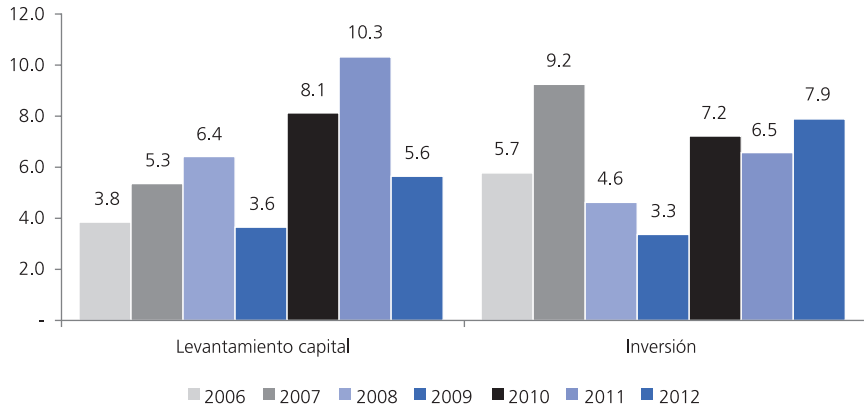
Fuente: Información pública y análisis de los autores.
Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe mayor a 5 millones de dólares y con un cambio significativo en la tenencia accionaria.

4. Captación de capital privado. América Latina ha captado la atención del capital privado y emprendedor porque conjunta países emergentes que tienen variables macroeconómicas favorables, recursos naturales y creciente demanda, especialmente Brasil, México y Colombia. Según datos de Latin American Private Equity and Venture Capital Association, más de la mitad (aproximadamente 60%) de los recursos levantados por fondos con presencia o interés en América Latina tienen un enfoque regional.

Los fondos de capital privado concretaron 237 transacciones en 2012, un crecimiento de 37% con respecto al año previo (173 transacciones). Brasil fue el país más activo en 2012 al captar 72% del capital invertido y 62% de las transacciones.[18]

[18] LAVCA, press release as of March 2013, Private Equity And VC Investing In Latin America Hits 5 Year High In 2012.

Gráfica 11
Levantamiento de Capital e Inversión de Capital Privado en América Latina (2006-2012)



Fuente: Latin American Venture Capital Association (LAVCA).

En contraparte, algunas empresas mexicanas decidieron incursionar en nuevos mercados al realizar 41 transacciones en el extranjero por un valor total aproximado de 19,900 millones de dólares en el periodo 2010-2012. Como se aprecia en la siguiente tabla, las regiones más atractivas fueron Europa y Estados Unidos.

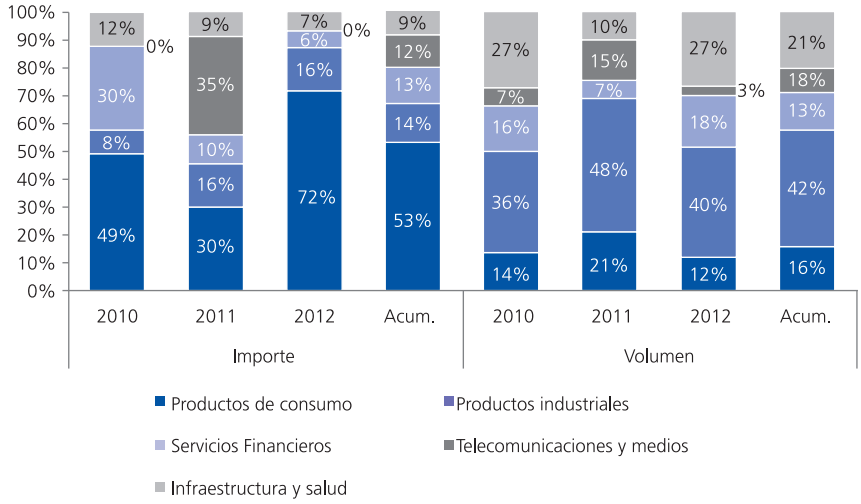
Tabla 4
Adquisiciones de empresas extranjeras por parte de mexicanas entre 2000 y 2012

USD miles de millones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	desde 2010
Importe de las transacciones:														
Europa	0.3	-	0	-	5.8	-	0.6	-	0.1	-	3.6	1.4	8.4	13.3
Estados Unidos	3	0.8	1.6	0.4	0.5	0.4	0.6	0.3	3	3.5	2.8	0.4	1.6	4.8
Otros América	0.1	0.9	4.1	1.6	0.9	1.2	3.8	1.6	1.4	0.4	0.3	0.1	0.7	1.2
Asia y Australia	-	0.1	0.6	-	-	-	0	15.6	-	-	-	-	0.7	0.7
Total	3.4	1.8	6.4	2	7.2	1.6	5	17.4	4.4	3.9	6.7	1.9	11.4	19.9
Volumen de las transacciones:														
Europa	1	-	1	-	1	-	2	-	1	-	2	8	8	18
Estados Unidos	6	5	6	3	2	5	7	2	8	9	3	5	5	13
Otros América	2	6	5	6	5	8	9	12	11	7	1	4	4	9
Asia y Australia	-	1	2	-	-	-	2	1	-	-	-	-	1	1
Total	9	12	14	9	8	13	20	15	20	16	6	17	18	41

Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe mayor a 5 millones de dólares y con un cambio significativo en la tenencia accionaria.
Fuente: Información pública y análisis de los autores.

Desde 2010, las industrias más activas han sido las de telecomunicaciones y productos industriales. En términos de importe, captaron 56% y 23%, respectivamente. En volumen, se ubicaron en 17% y 37%, respectivamente.

Gráfica 12
Distribución por industria de las empresas mexicanas adquiridas por extranjeros (2010-2012)



Fuente: Información pública y análisis de los autores.
Nota: Solo se incluyeron transacciones anunciadas con un importe de transacción mayor a cinco millones de dólares y con cambio significativo en la tenencia accionaria.

7. Es tiempo de actuar

Entre las gravísimas consecuencias que tuvo la Gran Recesión para las empresas, uno de los factores positivos fue que representó una oportunidad para retomar la mejora continua en las diferentes áreas administrativas. En este trabajo se analizó el desarrollo del proceso administrativo, particularmente en las áreas de Finanzas, Compras, Recursos Humanos y Tesorería.

Como resultado de ello, gran parte de las compañías que sobrevivieron cuentan hoy con una posición financiera que se caracteriza por su bajo nivel de endeudamiento, ciclo corto de capital de trabajo y alto nivel de efectivo. El siguiente reto para los altos directivos y ejecutivos de las áreas estratégicas es atacar nuevos mercados, ya sea a través de adquisiciones o crecimiento orgánico.

No todas las empresas fueron capaces de sobrevivir durante el periodo de incertidumbre financiera, por lo que es común encontrar regiones desatendidas que constituyen una oportunidad para incrementar la presencia de mercado o encontrar competidores al borde de la quiebra. Adicionalmente, las valuaciones de activos son considerablemente más bajas que antes de la crisis.

En cuanto al capital humano, es común que en periodos de recesión haya despidos masivos o reducciones de la planilla laboral. En ocasiones, pierden su trabajo profesionistas experimentados, quienes optan por aceptar vacantes con un salario menor y un limitado potencial de crecimiento, por lo que ahora, en lo que parece ser el periodo de recuperación, es fácil encontrar candidatos talentosos y con experiencia.

En cuanto a la estrategia corporativa, es imprescindible aumentar la competitividad de las áreas administrativas mediante acciones concretas: reducir los costos y maximizar las capacidades; incrementar la satisfacción del cliente y la calidad de los productos y servicios; mejorar los procesos y el desempeño; innovar y desarrollar nuevos productos.

La manera en que las empresas enfrenten estos retos determinará cuáles lograrán capitalizar las oportunidades surgidas de las condiciones extraordinarias del presente, cuáles apenas lograrán sobrevivir y también cuáles desaparecerán. Resulta esencial adoptar una actitud vigilante y propositiva ante un entorno incierto, pero también lleno de oportunidades.

Capítulo 13

Los avances en la disciplina de Administración de Riesgos: una Lectura Retrospectiva de la Gran Recesión

Jorge Arturo Martínez González
MG Risk
Egade Business School
ITESM, Campus Monterrey

1. Introducción

En la primavera de 1996, *Harvard Business Review* publicó un artículo titulado "The new religion of risk management", de Peter L. Bernstein. Era el preámbulo de un libro que meses más tarde publicaría el mismo autor, *Against the gods: the remarkable story of risk*.

En ambos trabajos, Bernstein revisa los descubrimientos de la estadística, la contabilidad, la economía y las matemáticas que nos han permitido entender –y de cierta forma controlar– el riesgo. El autor presenta una crónica del intenso interés que había generado el tema dadas las cuantiosas pérdidas que fueron satanizadas por la prensa especializada como fracasos de administración de riesgos. Se hablaba de Procter & Gamble, Bankers Trust, Orange County, Metallgesellschaft y de muchos casos más.

En los años siguientes, y a pesar de las advertencias, el mercado ha experimentado más crisis financieras, muchas veces provocadas por la volatilidad de precios, pero frecuentemente también combinada con imprudencia de parte de los miembros de la administración y de la junta de accionistas. La crisis de Asia en 1997 y la de Rusia y Brasil en 1998; la caída de las empresas *dot.com* en 1999; la crisis de 2001 y otras más leves en países de todo el mundo han hecho que el gremio financiero cuestione sus herramientas cuantitativas y su modelo de gobierno corporativo.

Finalmente, hace poco más de cinco años, la economía mundial registró pérdidas como no se veían desde 1982, con la Crisis de la Deuda Externa de los países emergentes o, incluso, desde la Gran Depresión de 1929, lo cual puso en entredicho todo el avance de la ciencia y la práctica de la administración de riesgos logrado hasta entonces.

En los análisis de la Crisis Financiera que comenzó en el verano de 2007, un comentario recurrente es que, de alguna manera, la administración de riesgos falló y que hubo errores en el manejo de riesgos por parte de numerosas instituciones financieras en todo el mundo. Aunque el hecho de que una institución incurra en una pérdida extraordinariamente alta no significa que haya fallado la administración de riesgos, o que la organización haya cometido un error; al tratarse de un evento repetido simultáneamente en distintas latitudes, la duda encuentra mayor sustento.

Por lo tanto, al hablar de la Crisis Financiera detonada por las Hipotecas *Subprime* y de los problemas de las instituciones financieras durante la crisis, un análisis responsable debe asegurase de que si su gestación y consecuencias puede atribuirse a errores en la administración de riesgos, se presenten argumentos válidos. De lo contrario, cualquier cambio en la práctica de administración de riesgos como respuesta a las críticas, puede llegar a ser contraproducente y crear expectativas infundadas entre los miembros de la alta dirección y entre el público inversionista.

El presente capítulo pretende ordenar algunas de las lecciones y los cambios de regulación que han resultado de la Crisis Financiera, para discernir cómo podrían darle una nueva forma –posiblemente más eficiente– a la manera en que los bancos y las firmas enfrentan y gestionan sus riesgos.

Después de repasar las lecciones de la reciente crisis internacional, se expone la perspectiva de la industria ante la nueva regulación, para luego relatar los cambios previsibles en el papel del Consejo de Administración y sus órganos facultativos en la gestión del riesgo corporativo. El capítulo cierra con una meditación sobre lo que traerá el futuro para la industria, sus jugadores, la herramienta de Administración Integral de Riesgos de Empresa (ERM, por sus siglas en inglés) y la economía global.

2. Lecciones de la Crisis Financiera de 2008 y cómo se ha adecuado la industria al aprendizaje

2.1 Los inicios de la crisis

La industria de bursatilización hipotecaria y su mercado secundario sufrieron una gran transformación durante el periodo 2003-2007. El porcentaje de participación de las bursatilizaciones de intermediarios distintos de las agencias estatales pasó de cerca del 20% al 55%. Sin embargo, el crecimiento de largo plazo para estas firmas se gestaría a través de innovaciones en la estructura de los productos y operaciones para que las compañías originadoras fueran capaces de mantener o mejorar su atractivo. Los múltiplos de estas firmas se mantenían, en promedio, en niveles relativamente bajos, lo cual indicaba que el mercado descontaba su dificultad para crecer en un entorno de diversificación y, al mismo tiempo, las convertía en potenciales presas para adquisiciones agresivas.

Adicionalmente, el tema regulatorio no avanzó al mismo compás que los desarrollos de la industria. Los estándares de capital regulatorio no diferenciaban entre los riesgos relativos a diferentes productos hipotecarios, como los préstamos llamados *prime* o *subprime*. Sin embargo, el riesgo inherente y el capital requerido para respaldar las operaciones con cada uno de esos productos eran, en realidad, muy distintos. Mientras que en términos regulatorios se requería un coeficiente de capitalización de 4% para ambos productos, este múltiplo podría ser relativamente alto para la hipoteca *prime*. No obstante, el producto *subprime* definitivamente requería de un coeficiente más elevado. Todo esto fue el inicio de una gran bola de nieve que nadie pudo controlar.

2.2 Algunas de las principales razones de la crisis

La crisis crediticia reveló fallas en los procesos de administración de riesgos. Los bancos, por ejemplo, tuvieron que descubrir por sí mismos que su subestimación del riesgo de liquidez había creado un peligro grave a nivel sistémico. Más aún, existió una falta significativa de transparencia acerca de la exposición de cada parte del

sistema, y las instituciones financieras no fueron proactivas en la búsqueda de la información que no estaba disponible.

De cualquier forma, identificar y entender los riesgos individuales no es suficiente. La administración de riesgos debería tomar en cuenta interconexiones y posibilidades remotas. Los eventos de baja probabilidad y alta severidad, como los ataques del 11 de septiembre de 2001, el tsunami de 2004 y la Crisis Financiera 2007-2009 definitivamente pueden ocurrir. Todos estos hechos no estaban considerados en las distribuciones de probabilidad de la experiencia histórica (y menos en el contexto del mundo hipotecario), y todos ellos generaron altos costos económicos y humanos. Afectaron a personas, regiones e industrias que geográficamente se encontraban muy lejos del epicentro de la catástrofe.

A pesar de lo anterior, estos fenómenos no deberían ser una razón para caer en una parálisis. La administración de riesgos podría mejorar significativamente al considerar eventos extremos, emplear escenarios de *estrés* y calibrar los enfoques cuantitativos con opiniones expertas. El arsenal de herramientas actual es impresionante, pero los modelos tienen sus límites, por eso los tomadores de decisiones deben ser astutos en sus supuestos. Ni el modelo más sofisticado de medición integral puede sustituir la experiencia y el buen juicio.

En opinión de este autor, entre las principales razones del desastre financiero de 2008 es posible identificar tres grupos: 1) debilidad en la supervisión, regulación y estándares contables, 2) prácticas poco efectivas de administración de riesgos y 3) generación de incentivos y comportamientos perversos.

El primer grupo corresponde a las causas más fáciles de corregir porque, son las fallas o limitaciones de los organismos reguladores y del entorno supervisor de la industria financiera. En primer lugar, las instituciones supervisoras contaban con una estructura inadecuada para dar seguimiento a las operaciones de la industria, lo que provocó que el monitoreo de las prácticas de los bancos en cuanto a la administración de riesgos no fuera suficientemente robusto para señalar vicios o prácticas inadecuadas. En términos específicos, también se puede señalar que los reguladores no estaban a la par de los negocios cada vez más complejos que se estaban gestando. Por ejemplo, no existía un requerimiento adecuado de capitalización para la cartera que sería colocada en el mercado bursátil, lo cual creó incentivo para sacar los activos riesgosos de los balances de las instituciones sin que las reservas de quienes vendían y compraban padecieran el castigo correspondiente.

Las prácticas de administración de riesgos no fueron suficientemente disciplinadas para alertar de los peligros potenciales. Muchas instancias no tenían una visión integral de los riesgos, ni llevaron a cabo una adecuada medición de los mismos. Rara vez se consideraron riesgos interconectados o el efecto dominó que podría presentarse en una situación extrema. Los riesgos de liquidez no estaban adecuadamente modelados y no existían prácticas ni planes de contingencia robustos. Además, las situaciones de *estrés* establecidas fallaron por completo.

En el tema crediticio, los modelos también demostraron su incapacidad predictiva. No había escenarios extremos suficientemente severos que se equipararan a la realidad de los sucesos, y el enfoque no consideraba una visión hacia adelante, sino fija. En general, se puede decir que los modelos de valuación resultaron insuficientes y que se tuvo demasiada confianza en las valuaciones externas, así como en las evaluaciones de las calificadoras. El riesgo vinculado a la reputación estaba subestimado y los controles operacionales eran débiles.

El último grupo de causas a las que se puede atribuir la crisis incluye los incentivos perversos que llevaron a las instituciones a tomar posiciones con un riesgo exacerbado. Algunas compañías no contaban con una adecuada alineación de sus apetitos de riesgo respecto a las estrategias de negocio, y la transparencia de la comunicación sobre los registros de ciertas operaciones no era satisfactoria. A ello se suma que los esquemas de compensación de algunos ejecutivos incluían excesivos incentivos de corto plazo, situación que generó una cultura de avaricia extrema en algunos originadores de operaciones que, eventualmente, se contagió al gremio completo.

2.3 Características de las firmas que sobrevivieron

A diferencia de las firmas financieras que no sobrevivieron a la volatilidad de los mercados y a la astringencia del crédito, algunas lograron superar la crisis y salir relativamente fortalecidas. Las características de las operaciones de dichas compañías son lecciones valiosas que los reguladores y la industria deben tomar en cuenta.

En primer lugar, la supervisión de la administración jugó un rol clave. Prevaleció, sobre todo, un diálogo constante y claro entre los directivos de distintas líneas del negocio y los responsables de las funciones de control. Si era necesario, los asuntos podían escalar rápidamente porque no había controles burocráticos excesivos. Otro punto importante es que estas firmas contaban con un balance positivo entre el apetito de riesgo y los controles de riesgo, generando así una convivencia sana entre la seguridad y la capacidad de aprovechar oportunidades. Por último, en la mayor parte de las empresas sobrevivientes, los altos ejecutivos tenían experiencia en los mercados de capitales, por lo que ya habían experimentado condiciones de *estrés* en los mercados financieros y conocían las posibles consecuencias.

Otro acierto de estas firmas fue la forma en que llevaron a cabo la administración de la liquidez. La Tesorería estaba alineada a las funciones de administración de riesgos fomentando las prácticas internas y fortaleciendo la cultura corporativa. Adicionalmente, en la mayoría de los casos había un plan de incentivos para que, a través de mecanismos internos de valuación, se llevaran a cabo los procesos que finalmente resultaron fundamentales para definir la exposición de liquidez.

En lo que respecta a la administración de riesgos y las pruebas de *estrés* para escenarios extremos, las empresas supervivientes utilizaron múltiples herramientas para contabilizar diferentes supuestos implícitos, los cuales eran constantemente modificados para evaluar la sensibilidad de los modelos. Más aún, contaban con una gran

variedad de métricas, pero quizás lo más importante fue el balance entre la información cuantitativa y cualitativa que fue utilizada para tomar decisiones.

Por último, en el tema de valuación, las empresas que superaron la crisis con éxito relativo tenían prácticas muy distintas de las utilizadas por las que sucumbieron. En primer término, los procesos internos para retar las valuaciones eran rigurosos, sin importar si dichas valuaciones provenían de fuentes externas o internas. También había una cultura de valuar los activos internamente, por lo que no se dependía de las fuentes externas más allá de lo mínimo necesario. Pero la diferencia más importante residía en la experiencia interna para llevar a cabo valoraciones independientes. Quizás esta última característica fue la que salvaguardó la integridad de numerosas instituciones, y definitivamente provino de una sólida cultura organizacional impulsada desde las altas esferas.

2.4 Un post mórtem de riesgos en tres partes: *Subprime*, Derivados en México y LTCM

1. El caso de la crisis subprime. En los años previos a 2006, gracias a los avances en el análisis cuantitativo de riesgos, las tecnologías de la información y la ingeniería financiera, el futuro del mercado inmobiliario era promisorio. La realidad después de la Crisis Financiera es muy diferente y ha dejado a la industria buscando explicaciones de cómo pudo ocurrir un error de una magnitud sin precedentes. En el centro de los eventos que dieron forma a la situación actual de la industria hipotecaria se encuentra una falla en la medición del desempeño ajustado por riesgo utilizada en las instituciones responsables de originar, dar servicio y bursatilizar los préstamos hipotecarios.

La expansión de las actividades de numerosas instituciones financieras hacia productos riesgosos relacionados con créditos hipotecarios –los cuales terminaron por generar grandes pérdidas–, era una estrategia que tenía como objetivo hacer crecer el negocio. Conforme pasó el tiempo, los inversionistas creyeron que el potencial de crecimiento de las instituciones especializadas en hipotecas era efectivamente ilimitado debido a una variedad de razones. Una de ellas fue la transformación de hipotecas en *commodities* por medio de un mercado bursátil con estándares muy laxos, lo cual ayudó a las instituciones hipotecarias a mantener costos de deuda y *spreads* de intereses muy bajos.

Para entender de qué manera las mediciones de desempeño y los objetivos de crecimiento que fijaba la administración actuaron como incentivos para usar estrategias más riesgosas, hay que analizar la razón Precio/Utilidad (P/E, por sus siglas en inglés). A pesar de que tiene limitantes muy conocidas, la métrica P/E sigue siendo muy importante para los inversionistas al momento de evaluar el potencial de crecimiento de una firma.

Uno de los factores principales de la razón P/E es el Retorno sobre el Capital (ROE). Cuando se mantienen constantes todos los factores, un ROE más alto significa una

razón P/E más alta. Encontrar maneras de hacer más atractiva la acción para los inversionistas por medio de una razón P/E más alta –que envía la señal de prospectos de crecimiento altos– es, naturalmente, un objetivo estratégico si se dejan de lado consideraciones relacionadas con el riesgo. Sin embargo, en un esfuerzo por crecer, la firma tendría que identificar inversiones que excedieran su retorno requerido, por lo que tendría que entrar en, o desarrollar, nuevos productos y actividades que ofrecieran márgenes mayores. Por lo tanto, si una firma basa su ROE en la cantidad de capital que requieren las regulaciones, y si no existe diferencia entre el monto del capital requerido para diferentes tipos de hipotecas, esa institución tiene un incentivo para seleccionar hipotecas más riesgosas cuyo rendimiento esperado es más alto.

Una mejor solución habría consistido en introducir el capital económico en el modelo de riesgo-retorno para reflejar de manera más exacta los riesgos subyacentes de los activos. Una discusión más a profundidad revelaría que la implementación de este tipo de métricas no es un ejercicio trivial. Ejecutar una estrategia como ésta requiere entender las deficiencias de las medidas estándar del ROE que usa la administración, así como el compromiso de tener los datos y la infraestructura analítica necesaria para construir métricas apropiadas.

Tomar decisiones con base en una medida de retorno que no refleja el riesgo puede resultar en asignaciones de portafolio potencialmente peligrosas.

Las técnicas para medir el Retorno en Capital Ajustado por Riesgo han existido por muchos años y son relativamente conocidas. Entonces, ¿por qué las instituciones hipotecarias no adoptaron una medida que reflejara el Retorno Ajustado por Riesgo de una manera más exacta? La respuesta más simple es que desarrollar estimados confiables del capital económico requerido para las hipotecas requiere tener mucha información y hacer un análisis profundo que solo se encuentra al alcance de unas cuantas instituciones que poseen un departamento técnico sofisticado.

Con el propósito de responder a los estándares de Basilea II, los bancos más grandes se dedicaron a desarrollar procesos para generar resultados del capital requerido basado en riesgo. Sin embargo, esos modelos y requerimientos todavía no estaban en uso cuando empezó el *boom* de la bursatilización de hipotecas.

Debido a la falta de capacidad para desarrollar modelos basados en capital económico, las medidas de rentabilidad tendían a ser simples cálculos del ROE usando el capital requerido por las regulaciones como la definición de capital económico, sin serlo en sentido estricto. Por lo tanto, a falta de los requerimientos de capital basado en riesgo que diferenciaran el riesgo hipotecario de acuerdo a sus atributos subyacentes, un modelo de decisiones que tuviera la intención de maximizar el ROE y con ello hacer más atractiva la firma para los inversionistas, llevaba a los administradores de las instituciones hipotecarias a tomar decisiones equivocadas sobre el tipo de préstamos que debían crear. Viendo a futuro, los bancos deben abandonar las métricas simples basadas en el ROE y, en su lugar, usar las distintas medidas de Retorno Ajustado por Riesgo. Desde un punto de vista analítico, esto implica invertir en datos y tecnología para hacer estimaciones confiables.

2. El caso de los derivados en México. El año 2008 será recordado como el año en el que los derivados traicionaron a la mayoría de los corporativos mexicanos, y a esto hay que añadir –como historia que no es nueva– que a los derivados se les sataniza en todos los países, pero en particular en México, a pesar de que el crecimiento de los nocionales de los derivados alrededor del mundo muestra una tendencia claramente contraria a las campañas en su contra. Pretender vivir sin ellos es una insolencia contra el buen gobierno corporativo y la inteligente gestión de las finanzas de una compañía. Pero erigirse en su contra en una actitud desafiante es directamente equiparable a darle de patadas al aguijón.

Pero, entonces, ¿por qué ocurrió este "tsunami" de pérdidas a lo largo y ancho de las regiones y en los sectores mexicanos durante 2008? ¿Los capitanes de finanzas fueron imprudentes o se entregaron a la avaricia?

La verdad sobre éstas y otras interrogantes está lejos de ser develada, pero el tiempo arrojará luz sobre lo que en esta etapa es solo teoría y especulación. Eso es lo que ocurrió con Procter & Gamble y Bankers Trust en los 90, o con Enron y sus auditores en 2002. Pareciera que las crisis sacan a la luz todo lo que no es sostenible en el largo plazo, sea tramposo o simplemente imprudente.

Una teoría simple es que los corporativos mexicanos se cubrieron de sus exposiciones a insumos a tasas de interés y precios accionarios como deben hacerlo cada año, pero la expansión económica mundial de cinco años solo les permitió llevar a cabo un proceso de gestión de riesgos descuidado; uno que daba licencia de tentar a la suerte reduciendo los costos de la cobertura (haciéndola menos eficiente) y añadiendo apalancamiento sobre las ganancias. Todo esto como resultado de un proceso que no exigía hacer, de manera efectiva y permanente, pruebas de *estrés* de los escenarios extremos sobre el valor de las posiciones, los estados financieros de la firma o la cuenta de colateral que debe depositarse en efectivo al intermediario que vende el derivado.

Una historia que el tiempo también aclarará es que un intermediario poderoso y creíble –de los que cayeron en desgracia en 2008– ofreció junto con un sindicato coberturas sobre el tipo de cambio mexicano contra el dólar de Estados Unidos (también lo hizo con empresas brasileñas), utilizando una estructura que fue conocida como TARN (*Targeted Redemption Notes*) y que básicamente ofrecía el derecho a vender los dólares a un tipo de cambio de referencia cercano a los 11.50 pesos y que pagaba la diferencia si caía por debajo de ese valor, pero hasta cierto punto (cobertura limitada). A cambio, obligaba al cliente a pagar la diferencia si el tipo de cambio subía más allá de la paridad de referencia, pero multiplicada por un factor de dos o más veces.

En términos de ingeniería financiera, esto era una posición consistente con una opción *put* comprada con dos opciones *calls* vendidas, pero con detalles adicionales, como el hecho de que esto se repetiría de manera mensual o trimestral durante algunos años o que las opciones tuvieran una barrera abajo, arriba o ambas.

Entonces, ¿fue imprudente esa estrategia? Para una empresa que no tiene ingresos en dólares, se trata de una especulación y, más que imprudencia, es una barbaridad. Pero para quien recibe dólares, la posición está dentro de los cánones y resulta más o menos correcta. Quizás el hecho de que la pérdida sea doble puede verse como algo innecesario, más motivado por la avaricia que por la prudencia. Quizás fue un descuido no haber considerado que el tipo de cambio podía irse hasta 13 o 15 pesos por dólar en ejercicios de simulación sobre el balance y el estado de resultados, pero hay que recordar que esta crisis nos sorprendió a todos.

En conclusión, las respuestas cortas a las preguntas planteadas al inicio de esta sección son éstas: las pérdidas se producen porque los equipos de finanzas no tienen suficiente experiencia con los derivados, los cuales son necesarios, pero requieren de muchísimo cuidado. En todo caso, las circunstancias vividas no fueron normales; 2008 fue un año atípico que seguramente no se repetirá en otros 50. Es improbable que los intermediarios hayan engañado a sus clientes, pero sí hicieron su trabajo sin advertir todos los riesgos. Tampoco es probable que los capitanes fueran imprudentes (solo descuidados), pero sí es fácil caer en la avaricia (ahorrar y obtener un seguro menos perfecto, especialmente cuando el tomador de decisiones se encuentra en el lado ganador del juego).

Como mencionamos en párrafos anteriores, las empresas mexicanas contrataron derivados con un sindicato de intermediarios liderados por un banco de inversión de Nueva York que ya desapareció, al menos con su nombre propio. El caso es curioso, especialmente a la luz de una Crisis Financiera cuya magnitud no habíamos enfrentado desde 1929, y tampoco su expansión geográfica. Además, la volatilidad, ingrediente clave para evaluar los derivados, escaló a niveles increíbles.

Para tener un punto de referencia, basta recordar que la bolsa de Estados Unidos ha mostrado una volatilidad de 20% anual, pero durante 2008 se elevó a más de 80%. Lo que seguramente ocurrió fue que los corporativos mexicanos no vieron venir ese aumento de la volatilidad. Así que, para quien vendió *calls* para financiar un *put* (derecho de venta de dólares) porque cubrió sus exportaciones contra el riesgo de que el peso se revaluara (como muchos creyeron en agosto de 2008), esa volatilidad fue la que provocó enormes pérdidas.

Un *call* que daba el derecho a comprar a 10.90 pesos en un plazo de un año, con la volatilidad de 6% anual de agosto y considerando un monto de 100 millones de dólares –para que los montos sean realistas con respecto a lo que contrataron las compañías mexicanas–, costaba 13 centavos de peso por cada dólar, o bien, 13 millones de pesos. Recordemos que el típico corporativo exportador vendió (no compró) dos de estos *calls* para financiar su *put*, que por las mismas cantidades y cubriéndole contra caídas del peso debajo de 10.90 por dólar, le habría costado 39 millones de pesos o 39 centavos de peso por cada dólar de exportación cubierto (como el tipo de cambio en esos días estaría cerca de 10.20 pesos, y se podía vender a 10.90 pesos con el *put*, había valor positivo de al menos 70 centavos). Así que, en total, pagó 13 millones de pesos por esta operación, pues de los 39 millones del *put*, le restamos dos veces los 13 millones de los dos *calls*.

Ahora bien, como el intermediario está a ganancia contra la empresa mexicana si el tipo de cambio se va a 11 pesos o más, o si la volatilidad aumenta, o ambas cosas, le pide a la empresa que deposite efectivo en una cuenta de margen colateral cada vez que eso ocurre. Y como la situación citada de hecho ocurrió, la empresa recibía diariamente correos electrónicos sobre llamadas de margen para ser cumplidas en 24 horas o menos. Veamos cómo.

A medida que aumenta la volatilidad, el valor de los *calls* vendidos por la empresa sube 4 centavos por cada punto extra, y desde agosto de 2008 se incrementó hasta 70%, aunque se ha estabilizado en 40% (34 puntos más). Esto significa una pérdida de 1.36 pesos por cada dólar, por cada *call*. Es decir, 270 millones de pesos que se tienen que depositar como margen. Además, el valor de los *calls* y *puts* cambia cuando se mueven las tasas de interés, y claro, cuando se altera el precio del dólar, factor que afecta a razón de 55 centavos de peso por cada peso que se deprecia el valor de un dólar. Así que, con el movimiento de 4.55 pesos, se genera una pérdida de 250 millones de pesos por dos (por ser dos *calls*), es decir, 500 millones de pesos. Ahora bien, las pérdidas no se suman de forma directa porque hay efectos cruzados; el efecto completo habría sido, para este ejemplo, una pérdida de 840 millones de pesos.

En conclusión, las empresas que contrataron una TARN para cubrir todas sus exportaciones usando estructuras de opciones de venta financiadas con ventas de opciones de compra (un *put* comprado más dos *calls* vendidos), habrían perdido cerca de 58 millones de dólares por cada 100 millones de dólares que querían cubrir. Si encima de esto no se concretaron las exportaciones planeadas, el desbalance es aún mayor y la probabilidad de quiebra aumenta a razón del doble por cada 10 puntos que el apalancamiento existente pasa a la cota de 50%. Va a ser difícil que el mexicano olvide este golpe, pero debemos ver hacia adelante y aprender de las caídas, analizar los riesgos a conciencia y entender mejor el proceso de la avaricia y los conflictos de interés que tienen los intermediarios financieros. La opinión de un experto externo siempre dará una visión objetiva e independiente del panorama.

3. El análisis por partes del caso LTCM. Para estudiar los fracasos de la administración de riesgos de una manera concreta, podemos recordar los problemas que enfrentó el *hedge fund Long-Term Capital Management* (LTCM) en 1998, pues el planteamiento general de su historia es muy conocido (mas no el análisis detallado). El caso es muy útil para definir cuándo debe concluirse que un modelo de administración de riesgos falló. Con base en este ejemplo, podemos generalizar qué decisiones son erróneas en el tema de administración de riesgos y cuáles son correctas. Algunos eventos son considerados por la prensa financiera como fracasos en la administración de riesgos cuando en realidad no lo son. Además, existen muchas formas en las que puede fallar la administración de riesgos; de hecho, debemos preguntarnos si pueden aprovecharse los errores para mejorar la práctica, y creo que la respuesta es sí.

En 1994, dos ex *traders* de Salomon Brothers y dos académicos que poco tiempo después serían laureados con el Premio Nobel de Economía, comenzaron el *hedge fund* LTCM. El fondo produjo rendimientos excelentes, con promedios por encima del 30% en el periodo 1994-1997. Pero en agosto y septiembre de 1998, después del *default* de Rusia en su deuda denominada en rublos, los mercados de capitales mundiales entraron en crisis, y el fondo LTCM perdió casi todo su capital. Antes de su colapso, contaba con 4,700 millones de dólares en capital y 100,000 millones de dólares en activos. Además, el importe teórico de sus derivados ascendía a un millón de millones de dólares. Para mediados de septiembre, el capital había caído más de 3,500 millones de dólares, y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York coordinó un rescate que resultó en la inyección de 3,650 millones de dólares por parte de instituciones financieras privadas.

Pero, ¿cuál es el rol de la administración de riesgos si se adjudica una pérdida de 70% del capital –descalabro que requiere un rescate coordinado entre bancos y que incluye una inyección de 3,650 millones de dólares de capital nuevo– al fracaso en la administración de riesgos? Y conociendo los roles concretos de la herramienta, ¿qué representaría un fracaso en su gestión?

En una empresa común, el rol de la administración de riesgos es definir los riesgos que enfrenta la firma, informar sobre esto a quienes toman las decisiones riesgosas y, finalmente, administrar y monitorear dichos riesgos para asegurar que la empresa solo esté expuesta al nivel de riesgo acordado por la alta dirección y el Consejo de Administración. Generalmente, una compañía especifica una medida de riesgo junto con mediciones adicionales. Cuando esa medida excede la tolerancia al riesgo de la empresa, se toman acciones para reducirlo. De igual manera, cuando la medida de riesgo es muy baja para la tolerancia al riesgo de la empresa, ésta toma acciones y aumenta su riesgo.

Como las compañías generalmente se preocupan más por las pérdidas inesperadas, una medida de riesgo frecuentemente usada es *Value-at-Risk* (VaR), que es una medida de *downside risk*. VaR es la pérdida máxima que una empresa puede tener en un periodo de definido, con un cierto nivel de confianza. Por ejemplo, si se utiliza un nivel de confianza de 99%, y una compañía tiene un VaR de 35 millones de pesos en un plazo de un día, la firma tiene una probabilidad de 1% de incurrir en una pérdida mayor a los 35 millones de pesos el día siguiente.

En el caso del fondo LTCM, los administradores sabían los riesgos que enfrentaban, y conscientemente decidieron tomarlos. El solo hecho de que los retornos fueran muy altos no indica que la administración de riesgos haya fracasado (usando la definición que explicamos en párrafos anteriores). La historia nos indica que, en el otoño de 1997, los administradores del LTCM consideraron su rendimiento alcanzado hasta entonces –rondaba el 17%– y concluyeron que deseaban dar a sus inversionistas un rendimiento mayor, parecido al de los dos años previos, que había llegado a más del 40%. A fines de 1997, el fondo LTCM tenía un capital de 7,400 millones de dólares, y los administradores decidieron devolver el 36% del capital a sus inversionistas.

Con menos capital, el LTCM podría seguir haciendo las mismas operaciones, pero incrementando el apalancamiento del fondo, con lo cual –si todo resultaba como estaba planeado–, los administradores podían aumentar el retorno potencial de sus inversionistas. Hicieron esta promesa a costa de incurrir en pérdidas potenciales más altas si las cosas no salían bien (de nuevo, a sabiendas). La pregunta es si puede considerarse el aumento del apalancamiento como una decisión imprudente de administración de riesgos. Especialmente a la luz del hecho de que los administradores del fondo estaban plenamente conscientes de que deseaban esa exposición. Ellos sabían perfectamente los riesgos y las ganancias potenciales que conllevaba apalancar el fondo.

Es como si se calculara el valor de un proyecto incluyendo la estrategia de apalancamiento con un Valor Presente Neto positivo. Si el valor de los activos cae, el capital del fondo bajará más rápido debido a ese apalancamiento.

Muchos han señalado que este caso es emblemático de lo que sucede cuando el riesgo no es manejado correctamente. Sin embargo, de acuerdo con la crónica de la toma de decisiones, la administración de riesgos no podía haber sido mejor, por eso es injusto y erróneo concluir que fracasó. De hecho, los administradores asumieron riesgos que no debieron haber tomado, pero eso no significa una falla en el sistema de administración de riesgos, porque tenían pleno conocimiento de lo que estaban haciendo.

Creo que el problema fue que no se contabilizó con claridad el riesgo que sería necesario soportar por cada punto de retorno que se ganaría, y si esto estaba dentro del canon acordado. Las decisiones dependen del apetito de riesgo de la institución; a su vez, ese apetito es definido por la alta dirección y el Consejo. La tolerancia al riesgo que asume una organización es el corazón de la estrategia de la empresa y de la manera en que busca crear valor para sus accionistas. La determinación de incurrir en un riesgo conocido puede tener resultados negativos, aun y cuando en el momento en que se toma la decisión, la expectativa sea incrementar la riqueza de los inversionistas. Por lo tanto, en el caso del fondo LTCM, la decisión estuvo alineada con los mejores intereses de los inversionistas.

Los administradores de riesgos pueden estimar si una acción es rentable para una compañía porque tienen capacidad para evaluar la cantidad de capital que se requiere para llevar a cabo dicha acción. Sin embargo, una acción que no es rentable para un cierto nivel de apetito de riesgo puede llegar a serlo si la firma incrementa su apetito de riesgo, ya que se requiere menos capital para concretar la acción deseada. Decidir si vale o no la pena tomar un riesgo alto depende de la estrategia de la organización. Y los administradores de riesgos ajustan los insumos de la ecuación para lograr el Retorno Ajustado por Riesgo según la tolerancia acordada.

En conclusión, la función de administración de riesgos no previene pérdidas, aunque haya un buen manejo de riesgos. Se puede incurrir en grandes pérdidas cuando los tomadores de decisiones concluyen que asumir riesgos grandes y conocidos crea valor para la compañía si las cosas salen de acuerdo al plan.

3. Cambios en la regulación y la nueva panorámica de riesgos

3.1 Una pobre preparación institucional a pesar de que hay más herramientas

En 2008, cuando apenas comenzaba la Crisis Financiera, surgió un problema derivado de la laxitud de la regulación: la idea generalizada de que la administración de riesgos robustecía la capacidad de las firmas para lidiar con la incertidumbre. Mientras más directores expresaban que podían estar tranquilos cuando enfrentaban circunstancias de incertidumbre y riesgo, las fallas persistentes de los sistemas de administración de riesgos y los cambios constantes en el contexto legal sugieren que la situación no estaba tan sosegada como parecía.

De acuerdo a diversas encuestas, pocos directores aplicaban la administración de riesgos con un enfoque disciplinado:

- Solo 17% de los directores de empresas de Estados Unidos reportaron que sus consejos de administración habían conformado un inventario de riesgos. Y 48% señalaron que sus consejos podían jerarquizar riesgos o tener acceso a información estructurada, como los mapas de riesgo, que son resultado de un proceso de evaluación de riesgos.
- Casi el 60% de los directores reconocieron que carecían de un entendimiento apropiado sobre la forma en que las distintas partes de la compañía interactuaban en el portafolio total de riesgos de la empresa.
- A poco menos del 30% de los directores entrevistados les preocupaba que sus colegas comprendieran los riesgos más importantes. Sin embargo, en los sectores de banca y seguros, los directivos reportaron menos diferencias en cuanto a conocimiento de riesgos que sus pares en los ramos no financieros.

Los directores de empresas de los sectores no financieros tuvieron variaciones significativas entre las distintas industrias, y piensan que se puede aprender de las mejores prácticas de otros sectores. Casi el 75% de los directores que participan en múltiples consejos de administración señalaron que hay variaciones significativas en la capacidad de administración de riesgos entre compañías y ramos industriales. De nuevo, los bancos y las aseguradoras tienen las mejores calificaciones, lo que se entiende considerando las restricciones regulatorias y la complejidad financiera de sus productos y servicios.

A pesar de estos cambios, no ha habido un esfuerzo para regular a las empresas no financieras más allá de ciertas directrices que la industria ha adoptado y cuyas tendencias tienen una buena dirección: a) en la Ley Corporativa del Estado de Delaware, se hicieron cambios en la Regla de Prudencia en los Negocios para pedir a los directivos que fueran "responsables de asegurar la existencia de sistemas efectivos de control y cumplimiento y su falle en esto los haría culpables de las pérdidas que resultaran"; b) el mercado de valores de Nueva York requiere que todas las empresas listadas "discutan políticas con respecto a la evaluación y gestión de

riesgos, incluyendo sus mayores exposiciones a pérdida, así como los pasos que la administración ha tomado para monitorear y controlar esas exposiciones", y c) en 2005, la Comisión del Mercado de Valores (SEC, por sus siglas en inglés) aprobó una reforma para que todas las firmas hagan públicos sus factores de riesgo al llenar sus reportes trimestrales 10-K y 10-Q, que son fundamentales para empresas que cotizan en bolsa.

3.2 La responsabilidad de los reguladores en el ámbito local y global

La regulación es un aspecto ineludible de la vida económica de cualquier nación –y del mundo como un todo–, no solo porque las firmas deben operar dentro de los límites definidos por las autoridades, sino porque la regulación bancaria, en particular, ha sido una fuente de innovación y de la adopción de prácticas y procedimientos de administración de riesgos que han permeado en numerosas instituciones bancarias y financieras.

A pesar de los beneficios de la regulación, una conclusión ampliamente aceptada es que las redes internacionales de reguladores no lograron seguir el paso a la globalización de los mercados financieros, además de que se presentó una falta de coordinación de las respuestas nacionales a los colapsos y explosiones que irrumpieron en la economía global en los años que siguieron a los episodios detonadores de Bear Stearns y Lehman Brothers. Más aún, en la gestación de la crisis, muchos reguladores no entendieron la forma en que los riesgos eran transferidos a través de los distintos instrumentos, fronteras e instituciones. Así, los distintos riesgos sistémicos que surgieron (los más importantes) son estos tres:

1.- La interacción entre sí de los desbalances globales en las cuentas agregadas de las naciones (los déficit de Estados Unidos, Inglaterra y demás países deudores, *versus* China, el mundo árabe y otros países acreedores), **2.-** los fenómenos generalizados de la expansión del crédito y **3.-** las burbujas en los precios de activos no fueron evaluados apropiadamente, ni sopesados, para poder ofrecer de forma equivalente —por organismos de vigilancia mundial como el FMI y Basilea—, una cabal preparación de directivas de emergencia coordinada y, menos aún, los procedimientos de actuación supranacional relevantes, cuando una crisis pone a los operadores de los bancos privados así como a sus gobiernos, ultimadamente, dedicados sólo a los procesos primarios, o bien, lo que le llaman actuar de forma inteligente en *survival mode*.

La dimensión internacional. Uno de los principales problemas del suprasistema –esto es, cuando se amplía el análisis al contexto global– no fue la falta de organismos internacionales, sino la ausencia de una jerarquía entre ellos, o la falta de capacidad de alguna autoridad multilateral para requerir a alguna otra –cualquiera– su actuación en un determinado horizonte de tiempo. Nadie estaba a cargo de nadie y no existía un sentido de urgencia o de prioridad dentro de la gran telaraña institucional. Al Comité de Basilea le tomó 12 años revisar su acuerdo de capital. Durante ese lapso, los mercados financieros cambiaron dramáticamente y emergió

un sistema bancario paralelo masivo que creó colosales montos de crédito fuera de las instituciones tradicionales. En palabras del gobernador del Banco Central de Inglaterra, las instituciones financieras son internacionales en sus vidas, pero locales en sus muertes, resaltando así la obligación moral del rescate por parte del país sede de una institución, a pesar de que las causas de sus dificultades se hayan originado en otra nación.

3.3 Principales lecciones: los cambios que han ocurrido y los que se avecinan

En respuesta a las ramificaciones que tuvieron las consecuencias de la crisis en el sistema financiero, el Grupo de los 20 (G-20) definió una agenda que ha generado una serie de reformas destinadas a proveer un nuevo marco regulatorio para mejorar la estabilidad financiera. Las reformas en marcha delinean una nueva arquitectura que pretende llamarse "Modelo Global e Integrado Prudencial", el cual se basa, por un lado, en estándares internacionales y, por otro, en la integración de distintas partes de la organización facultativa. Esta integración se realizará junto con la implementación de nuevas herramientas en lo técnico, lo procedimental y lo humano.

Así mismo, la crisis ha dejado lecciones que deben tener en cuenta los supervisores:

1. La política monetaria a nivel local debe incluir una meta de estabilidad financiera. Mientras que por más de tres décadas los bancos centrales han adoptado políticas enfocadas a contener la inflación a través del uso casi exclusivo de la tasa de interés, esa política genera desbalances en el mercado de créditos y puede llegar a producir burbujas y situaciones de precios inflexibles que deriven en una crisis. La estabilidad financiera y el control de la inflación difícilmente pueden ser logrados con la misma herramienta, por lo que a partir de la crisis, parece haber un consenso sobre el tema de la estabilidad financiera a partir del uso de instrumentos específicos. El Consejo para la Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (BCBS, por sus siglas en inglés) han creado una herramienta (*buffers* de capital) con una meta macroprudencial en un nuevo marco teórico bancario, está pensada para lograr un efecto contracíclico y mitigar los aumentos excesivos de crédito y sus consecuencias, así como la inflación no deseada en el precio de los activos financieros.
2. Se deben identificar –para posteriormente supervisar– las instituciones que presenten riesgos sistémicos mayores, los cuales deben ser entendidos como la dispersión de perturbaciones en la prestación de servicios financieros, lo cual tendría severas consecuencias en toda la economía. La existencia de Instituciones Financieras Sistemáticamente Importantes (SIFI, por sus siglas en inglés) se considera una de las principales causas de riesgo sistémico. Usualmente, estas instituciones son detectadas mediante criterios únicos, como su tamaño en función de su balance; sin embargo, la crisis del periodo 2007-2009 reflejó otros factores importantes que incrementan el riesgo sistémico. El primero de ellos está relacionado con problemas de liquidez, lo que implica situaciones de apalancamiento excesivo; el segundo son las relaciones

fuera de balance entre distintos bancos, especialmente a través de mecanismos de seguro de crédito, como los *Credit Default Swaps* (CDS). Entre los SIFI, el Consejo para la Estabilidad Financiera ha aislado la subcategoría "global SIFI", instituciones que tienen tal dimensión, que si afrontan problemas financieros o quiebran, causarían una sacudida al sistema financiero internacional. Para identificar estas instituciones, se utilizó un estudio que combinó diversos criterios de selección, incluyendo tamaño, interconexión, actividad global, complejidad y falta de sustitutos habilitados.

3. El rol del prestador de último recurso (*lender of last resort*) ha tenido cambios significativos. Esta función clásica, procedente de la literatura monetaria, es la que por tradición han desempeñado los bancos centrales para rescatar las instituciones que pueden poner en peligro el resto del sistema financiero. Durante los últimos 30 años, el esquema preponderante ha sido el "Modelo Prudencial Jerárquico", el cual está basado en dos directrices: 1) el principio de "ambigüedad constructiva", mediante el cual el Banco Central adopta una actitud ambigua y discrecional hacia bancos con dificultades financieras y 2) el principio de "redes de seguridad", protocolo que, incluyendo tareas de supervisión directa, toma en cuenta reglas prudenciales y de vigilancia, así como esquemas de garantías y solidaridad.
4. Durante la gran crisis, se estableció el principio de entidades Demasiado Grandes para Quebrar (*Too Big To Fail* o *TBTF*, por sus siglas en inglés) como una regla intangible del grupo de los siete países más industrializados del orbe (G-7). Como resultado de ello, se han gestado tres cambios en la función de prestador de último recurso. El primero es un cambio doctrinal, ya que se han dejado de lado los principios de ambigüedad constructiva y la doctrina que regía anteriormente: dejar quebrar a las instituciones insolventes. En segundo lugar, se observa una tendencia hacia la diversificación en la actuación de las autoridades como prestador de último recurso. Durante la crisis, por ejemplo, las tareas se repartieron entre a) Estados Unidos en el papel de garante principal de la recapitalización de operaciones y b) los bancos centrales, que se encargaron de proveer liquidez a los sistemas financieros nacionales. En tercer y último lugar, el *kit* de herramientas para llevar a cabo operaciones anticrisis se amplió a nuevos instrumentos. En Estados Unidos, el arsenal contra la crisis incluyó capitalizaciones directas a las garantías de instrumentos de crédito mantenidos en los balances de los bancos, incluyendo a instituciones con problemas, y en los bancos centrales, las intervenciones comprendieron provisiones de liquidez de largo plazo, así como compra de deuda soberana.
5. Se requiere un marco teórico para administrar las crisis, uno que esté diseñado para evitar el riesgo moral y que provea al contribuyente de protección contra sus flujos futuros al gobierno (ya que es él quien últimamente carga con el fardo de los rescates). Las acciones realizadas por los gobiernos y los bancos centrales después de la crisis,

en particular las relacionadas con los rescates a las instituciones con riesgo sistémico relevante (TBTF), generan una situación particular de riesgo moral (*moral hazard*), ya que todas las instituciones grandes pueden operar en un estado de "resolución atrevida", casi envalentonadas para actuar de forma imprudente, pues eventualmente deberán ser rescatadas por el riesgo que imponen al sistema completo. Por lo tanto, es una prioridad establecer nuevos regímenes de administración y solvencia dentro de las nuevas reformas, de tal manera que se preserve la economía nacional y sus ligas con los mercados financieros y de activos, se evite el riesgo moral y se proteja a los contribuyentes.

El G-20 y el FSB están diseñando un conjunto de reformas. Los principales componentes de esta agenda son los nuevos estándares bancarios y la arquitectura del sistema global de vigilancia y supervisión, junto con un paquete de pautas para la liquidación de instituciones financieras en problemas. Esto forma parte de un paquete de estándares bancarios llamados Basilea III, que se perfila como la principal herramienta para prevenir una futura crisis financiera.

Nuevos estándares bancarios. De acuerdo con los nuevos estándares de capitalización (*capital ratio standards*), los bancos deben mantener una cantidad de su capital en forma de reservas, como porcentaje de sus exposiciones ajustadas según el riesgo que representan.

El marco de acción de Basilea III (que entrará en vigor, dependiendo de las agendas de los gobiernos suscritos, entre 2013 y 2019), cambiará las herramientas prudenciales actuales:

- Incrementa los niveles del capital mínimo requerido y éste deberá tener mejor calidad en términos de liquidez y facilidad de acceso para la venta.
- Amplía la cobertura de riesgos.
- Crea una herramienta llamada *leverage ratio*, que no está ponderada por riesgos, pero toma en cuenta exposiciones fuera de balance y establece límites estrictos para riesgos relacionados con esas definiciones.
- Aplica un *buffer* de capital contracíclico que limite el crecimiento excesivo del crédito en las épocas de bonanza, quedando la masa de crédito expuesta al riesgo de no pago, ante giros de la economía hacia épocas de recesión.
- Establece un *buffer* adicional de capital para los SIB, que va de 1 a 2.5% de sus exposiciones totales. Está enfocado a reducir el riesgo sistémico y, en general, a limitar sus efectos sobre los costos colectivos de sofocar una emergencia financiera.

Nuevo modelo regulatorio financiero y organización supervisora. El empuje de la agenda del G-20 comienza a delinear una organización más sólida para el sistema financiero, una que vigile y supervise el estado actual de los órganos su-

pranacionales, las naciones y los SIB. Dicho paradigma podría calificarse como un "Modelo Prudencial Global e Integrado", ya que está fundado, por una parte, en la determinación de la autoridad para responder a la globalización financiera con una regulación global y, por otro lado, en el reconocimiento de que el riesgo sistémico y el moral requieren una política prudencial integral. Estas son las principales características del nuevo modelo:

- Establece un nuevo marco conceptual definido a nivel global. El programa del G-20 para la reforma del sistema financiero está basado en varios principios: promover regulaciones robustas y la integridad de los mercados financieros, reforzar la cooperación internacional y reformar las instituciones financieras internacionales, entre otros.
- Define reguladores orientados a cada sector. Para la banca, el BIS (Bank for International Settlements) y su órgano operador, el BCBS; para seguros, la International Association of Insurance Supervisors (IAIS), y para mercados de capitales, la International Association of Securities Commission (IOSCO).
- Crea estándares con un enfoque más amplio, por ejemplo, los efectos de la propagación de las líneas de autoridad en una institución financiera, herramientas de cultura y comunicación interna, así como paradigmas del comportamiento humano.

La meta del G-20 es que los países estén preparados para enfrentar la siguiente crisis financiera mundial con una reforma global regulatoria que contenga una arquitectura prudencial con características integrales e internacionales.

Los dos retos más importantes son la redefinición de estándares mundiales y la reforma europea del sistema financiero. Estos programas postcrisis buscan alinear el sistema financiero liberalizado para que coincida con las necesidades sociales y económicas actuales.

4. Visión de la gestión de riesgos desde el Consejo de Administración

4.1 Alineación de objetivos de *stakeholders* en dirección *top-down*

Ha habido muchas discusiones sobre los incentivos que tenían los ejecutivos durante la crisis crediticia. Muchos analistas argumentan que parte del problema es que los altos directivos tenían razones para asumir altos riesgos. Esto puede ser cierto, pero antes de hacer conclusiones, no hay que olvidar que científicos de la economía promovieron durante décadas la idea de que una manera de alinear los incentivos de los administradores de la empresa con los de los accionistas era hacer que los primeros tuvieran una participación importante en el capital del negocio. Los altos directivos de Bear Stearns y Lehman tenían cientos de millones de dólares en el capital de las empresas cuando estaban en sus puntos más altos. De igual manera, los socios-administradores de LTCM tenían en conjunto casi 2,000 millones de dólares

invertidos en su fondo a principios de 1998. Si esos porcentajes de patrimonio que estaban ligados al capital de la empresa no hubieran impulsado a los administradores a tomar las decisiones correctas, entonces, ¿qué podría haberlos incentivado?

Supongamos que una firma decide fijar su apetito por riesgo por medio de una calificación crediticia objetiva. Una vez que ésta es escogida, existen muchas combinaciones de riesgo y capital en la calificación meta. Para un nivel de apalancamiento dado, la empresa no tiene mucho espacio para maniobrar al momento de escoger su nivel de riesgo si planea mantener su calificación crediticia meta. Aun así, si aparece una oportunidad excelente, la organización puede usar menos apalancamiento para cargar con más riesgo, o simplemente puede ignorar su calificación crediticia meta.

En otras palabras, cuando los incentivos de los gestores (la Junta de Accionistas, el presidente, el CEO, los directivos de áreas clave como Comercial, Tesorería e, incluso, Riesgos) están alineados con el desempeño de la compañía, la teoría económica predice que la empresa en conjunto debe ganar más. Esto conlleva que la tolerancia por riesgo sea respetada y que la toma de riesgos esté en línea con esos objetivos; pero si, por el contrario, la toma de riesgos trae solo ganancias, no pérdidas ni castigos para el *stakeholder*, entonces se vuelve perversa, como sabemos ahora que ocurrió en la Crisis Financiera de 2008, y lleva al conjunto de administradores y gestores a buscar crédito sin temor alguno de sufrir en carne propia los reveses del mercado cuando la apuesta riesgosa se torna en contra, no de ellos, sino del capital de la empresa y de las posiciones de sus clientes.

4.2 Cómo descubrir las fallas en el proceso de administración de riesgos

A la luz de lo anterior, es imperativo analizar cómo puede fallar la administración de riesgos, conscientes de que la labor recae en forma *top-down* en la Junta de Accionistas, el Consejo, el CEO y las áreas operativas, y en forma *hands-on*, en la unidad de administración de riesgos. La manera correcta de hacerlo es comenzar con la forma en que definimos su rol en la gestión de la estrategia de la compañía como un todo (o de un fondo en particular). Si suponemos que se está usando el instrumento correcto de medición de riesgos (VaR o algún otro modelo, como la probabilidad de caídas), dos tipos de errores pueden ocurrir en el proceso de medir el riesgo: 1) los riesgos conocidos pueden ser medidos incorrectamente y 2) algunos riesgos pueden ser omitidos, ya sea por falta de identificación o porque se les considera irrelevantes.

Una vez que los riesgos son medidos, es necesario informar a los tomadores de decisiones. Un error en la comunicación a la alta dirección es también una falla en la administración de riesgos. Y después de que la alta dirección decide qué tipos de riesgos se pueden tomar, es tarea de la administración de riesgos asegurarse de que esos riesgos sean tomados. En otras palabras, los administradores de riesgos tienen que hacer lo que indica el nombre de su función: administrar el riesgo. Esta tarea puede incluir identificar apropiadamente las acciones para mitigar el riesgo, para cubrir algunos riesgos, e incluso rechazar operaciones o proyectos. Por último, otro

error que puede cometer un administrador de riesgos es fallar al elegir los instrumentos de medición.

Con base en lo anterior, podemos resumir que hay seis tipos de fallas en la administración de riesgos:

1. Medir incorrectamente los riesgos conocidos.
2. Omitir del análisis riesgos importantes.
3. Fallar en el proceso de comunicar los riesgos a la alta dirección.
4. Fracasar en el monitoreo de riesgos.
5. Manejar (mitigar, transferir, rechazar, aumentar) los riesgos incorrectamente.
6. Seleccionar instrumentos de medición de riesgo equivocados.

La administración de riesgos ha tenido avances significativos desde 1998. Aun así, las dificultades vividas durante 2008 han convencido a muchos observadores de que existen problemas muy serios con la administración de riesgos y que la gran crisis puede ser parcialmente explicada por fracasos en el manejo de riesgos. Pero es primordial hacer una distinción entre decisiones riesgosas que inesperadamente llevan a pérdidas y errores en la medición de riesgos. Aun así, la práctica puede mejorarse si se aprenden las lecciones que dejó la Crisis Financiera.

Las grandes crisis ocurren con la frecuencia suficiente para forzar a las instituciones a tomarlas en cuenta en la proyección de escenarios y en el análisis correspondiente de la salud financiera de la institución en diversos contextos. Este análisis no puede ser construido con modelos cuantitativos usando datos históricos, se debe partir del análisis económico para evaluar el impacto que tendría una caída en la liquidez y los efectos secundarios que son comunes en las crisis financieras. Para que estos análisis tengan un impacto positivo en la estrategia del negocio, deben estar fundamentados en la cultura de la empresa y en el pensamiento estratégico de la alta dirección.

4.3 El rol del Director de Riesgos (CRO) y su papel en el Consejo

La función del administrador de riesgos en jefe se ha expandido desde que terminó la crisis de 2008. No solo es un oficial de cumplimiento (el matemático y consumidor de reglamentos, medidor de desempeños) que eventualmente llega al puesto de contralor interno, sino un socio de negocios (delineador de la estrategia, participante en las decisiones de alto impacto y asesor económico), lo que podría llevarlo a ser director de Administración, de Finanzas o CEO.

En el futuro, el rol del Director de Riesgos (CRO) será una amalgama de estos dos extremos, combinando las habilidades suaves de estratega y capacidad negociadora y mediadora, con fuertes capacidades modelísticas y con la autoridad para liderar equipos que diseñen e implementen estudios técnicos que permitan dar respuesta a todas las preguntas de estrategia y táctica –¿Qué tendría que pasar para que el capital estuviera en peligro? ¿Cuánto debería ganar la compañía si incursionara en un

nuevo negocio? ¿Cómo se verían los números futuros de la compañía si el sistema financiero se moviera en una nueva dirección y la empresa se quedara sin absorber o desinvertir en otros negocios?. La habilidad de comunicar es del tipo suave, pero la de presentar reportes claros y concienzudos es dura, y el CRO debe tener mucho de ambas.

En cuanto a incentivos, el rol del CRO es convencer a los gerentes de línea y los operadores sobre los costos de tomar riesgos y las implicaciones de corto, mediano y largo plazo que pueden tener sus acciones en las Utilidades Ajustadas por Riesgos. El reto es relacionar acciones atrevidas, riesgosas y rentables con el resultado de largo plazo ajustado por riesgos, puesto que el de corto plazo puede convertirse en los bonos que animan tal actuación. En el futuro, los modelos de incentivos económicos para gerentes de línea deberán incorporar la solución a este *conundrum*.

El director de riesgos deberá balancear las demandas de un grupo muy heterogéneo de clientes, desde el Consejo de Administración (al que, en teoría, reporta directamente), los reguladores, la clientela interna –directores de Finanzas, Administración, Operaciones y Comercial–, además de los accionistas, los tenedores de deuda y el público en general. El ser responsable de transparentar el camino que deberá seguir la compañía requiere que la función de riesgos sea claramente definida en cuanto a contexto, enfoque, alcance y posición relativa en la maraña de órganos del gobierno corporativo de la organización. Cuando entrevisté a un gestor de riesgos de un banco que fue exitoso durante la crisis, me dijo: "Una de las grandes contribuciones del administrador de riesgos, quizás la más importante, haya sido el llevar una antorcha por donde quiera que anda y con ella proveer transparencia".

4.4. Conclusiones: ¿Quién debe administrar el riesgo y qué rol juega el Consejo?

A pesar de que los riesgos, los requerimientos y las regulaciones aplicables cambian mucho de industria a industria, y de forma transversal, tres grandes líneas parecen dar convergencia a todo: 1) El riesgo debe ser gestionado de forma por todos los miembros del Consejo, 2) El riesgo en el día a día debe ser manejado por los gerentes de línea y 3) El riesgo debe ser discutido en diversidad de foros internos.

Aún quedan puntos sujetos a la interpretación de cada empresa, y deberán ser definidos para lograr la transparencia que buscan la herramienta de riesgos y el ERM. Estos son algunos de los asuntos pendientes:

1. El Consejo deberá estar representado por un conjunto diversificado de habilidades y experiencias para asegurar la discusión y el debate.
2. El Consejo es el responsable de las consecuencias que tengan los riesgos tomados a sabiendas de los escenarios que podrían conducir a dichas consecuencias.
3. El Consejo podría formar un Comité de Riesgos (especialmente en la industria financiera, donde buena parte del negocio consiste en tomar riesgos) para delegarle las funciones de gestión directa y supervisión

técnica, pero los consejeros deberán asumir como responsabilidad propia, y al 100%, las resoluciones que tomen (en primer lugar el CEO y, en segundo, el presidente del Consejo).

4. Aunque las funciones de cumplimiento y control sean asignadas a un Comité de Auditoría (el Consejo podría quedarse con los asuntos vinculados a la estrategia), el Consejo no debe desligarse de la implementación de las resoluciones surgidas del comité.
5. La administración de riesgos es un conjunto de decisiones prácticas y tangibles, y su manejo debe estar en las manos de quienes operan. No obstante, debe haber un órgano, o al menos una función, que integre y consolide todo lo que ocurre en las líneas de negocio de la organización. Puede ser la Dirección de Riesgos, una unidad de riesgos que reporte al Comité de Riesgos o un oficial de cumplimiento que reporte al CEO.
6. Debe promoverse un libre debate sobre el tema de riesgos en general, aunque enfocando toda la energía a lograr una mayor transparencia y entendimiento de los riesgos y sus consecuencias. Se puede recurrir a seminarios, capacitación, reuniones del tipo *kanban*, campañas publicitarias, folletos, etc. Lo importante es buscar el equilibrio entre la extrema burocracia y la anarquía filosófica.

5. Futuro de la administración de riesgos como herramienta y como filosofía de *management*

5.1 De dónde viene y a dónde va la administración de riesgos moderna

El futuro de la administración de riesgos como herramienta no puede discutirse sin tomar como base las fuerzas y tendencias que le dieron origen, pues ahí está el *quid* de lo que deberá evolucionar y aquello en lo que podría convertirse.

En ese entendido, la administración de riesgos ha sido una herramienta fundamental de gestión corporativa desde hace tres décadas. Y se ha venido formando de tres corrientes claves de la empresa privada:

1. La relevancia de la calidad y el movimiento que surgió en los 80 en Japón inspiraron a los financieros a controlar e institucionalizar en grupos de trabajo las mediciones económicas y la estadística especializada para monitorear los vaivenes de valor de todo activo. Encuadraron esta decisión en una filosofía holística, tal como lo plantearon Deming, Ishikawa y Juran, entre otros.
2. La explosión de la ingeniería financiera y los derivados, instrumentos de cobertura que nacieron en los 70 y alcanzaron su auge en los 80, permitía apalancar o reconvertir las posiciones líquidas a una pérdida acotada o maximizada, en intercambio por rendimientos más eficientes en medidas como el *Sharpe Ratio* y los retornos absolutos.

3. Los eventos catastróficos que provocaron precisamente los derivados, la ingeniería financiera y el descalabro de los mercados mundiales de crédito, deuda emergente, *commodities* y propiedades a finales de los 80 y comienzos de los 90, llevaron a la urgencia de empaquetar y profundizar en una estructura corporativa que permitiera entender, medir, gestionar y resolver las pérdidas millonarias que estaban enfrentando los bancos.

Quizás el evento que condujo al desarrollo de la herramienta de riesgos por excelencia (el sistema *Value at risk*, desarrollado por el banco estadounidense J.P. Morgan en 1993) fue la caída del mercado de Japón y las cuantiosas pérdidas que el propio J.P. Morgan y todos los bancos relacionados con el mercado residencial y de valores japonés sufrieron en el verano de 1990. Unos años después, los desplomes en Estados Unidos, la recesión que causó la guerra en Iraq, así como la devaluación del peso mexicano y el Efecto Tequila en 1994, desembocaron en una resolución definitiva de los banqueros centrales y de organismos multilaterales como el Banco de Pagos Internacionales (*Bank of International Settlements* o BIS, por sus siglas en inglés), en el sentido de adoptar un código de medidas preventivas y correctivas en el tema de riesgos de mercado, liquidez y crédito, además de explorar y estudiar otras fuentes de pérdida potencial, como los riesgos de carácter legal, operativo y tecnológico.

Después publicar en 1994 la metodología y las bases de datos para calcular el *Value at Risk* (VaR), el CEO de J.P. Morgan, Dennis Weatherstone, hizo famoso su "reporte de las 4:15", que incluía todas las posiciones de riesgo del banco, ya considerados los efectos de los balances cruzados. En 1996, el grupo de científicos que desarrolló el software salió al mercado como una empresa pública llamada Riskmetrics Group. Su intención era vender asesoría a todos los bancos que necesitaran cumplir con las regulaciones que estaban surgiendo día a día y que tuvieran la urgencia de medir y controlar el riesgo en las posiciones abiertas. Un año más tarde, en 1997, la agencia reguladora de mercados financieros en Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission (SEC, por sus siglas en inglés), ordenó que todos los bancos reportaran sus exposiciones a instrumentos financieros derivados, y la mayoría de los bancos respondió incluyendo el *VaR* en sus estados financieros. Y en 1999, se adoptaron los acuerdos de Basilea II, ciudad suiza que es sede del BIS, el organismo que sentenciaría la implementación de medidas de control y medición de riesgos (recomendó las de estadísticas basadas en probabilidad, como el VaR) a través de su Comité de Supervisión Bancaria, que se reúne mensualmente en la ciudad citada.

Publicados hasta 2004, los acuerdos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, conocidos como Basilea II, basaban sus recomendaciones de prudencia financiera en tres pilares: 1) requerimientos de capital ajustados por riesgo, 2) revisión por parte de un supervisor externo y 3) disciplina de mercados. La gran crisis de 2007-2009 llevó a repensar los acuerdos para incluir elementos de riesgo operativo y de liquidez de forma más cuantitativa, con soluciones y una reserva de capital calculada con mayor detalle, lo que llevó al documento ahora conocido como Basilea III –actualización del Basilea II–, el cual tiene un horizonte de implementación para 2019.

Con base en esto, podemos imaginar un mundo que se dirige hacia lo que marcan las siguientes tres tendencias, que están profundamente enraizadas en el comportamiento humano:

1. El movimiento de la calidad seguirá siendo el modelo del movimiento de riesgos, y los estándares mundiales llegarán eventualmente a toda firma comercial, industrial y financiera, más allá de lo que Basilea exija a bancos y aseguradoras. Todo en un paquete institucional que irá evolucionando a modelos más aerodinámicos, justo como ha pasado con la calidad y sus hijos más modernos: Six Sigma, Black Belt y Lean Manufacturing.
2. El futuro traerá más ingeniería financiera, pues el hombre siempre ha buscado innovaciones que le permitan sacarle la vuelta a la regulación y a las ineficiencias que ésta produce en los mercados. Pero cuando esas innovaciones caen en manos de *traders* sin escrúpulos, llevan a nuevas crisis financieras y pérdida de confianza en los instrumentos que en principio se diseñan para aumentarla.
3. Los excesos en los mercados de crédito han sido, y seguirán siendo, una característica repetitiva de la historia financiera, por lo que veremos grandes olas, y dentro de ellas, ciclos de auge y caída en el uso de instrumentos sofisticados de crédito, seguidos de abuso de los mismos por parte de quienes no pueden lograr mayores eficiencias.

5.2 Una mirada a la gestión institucional de riesgos para los próximos 30 años

Más allá de la extensión de las tres tendencias que provocaron el auge de la gestión profesional de riesgos, vamos hacia un mundo en que imperarán siete fuerzas rectoras:

1. Estados Unidos será el centro de la economía mundial durante los próximos 50 años, por lo menos.
2. China irá tomando un papel cada vez más relevante en la economía mundial, lo cual traerá consigo mayor participación en la vida regulatoria y financiera global.
3. Los países emergentes seguirán añadiendo volatilidad a los mercados, en su camino hacia la madurez económica; el mundo desarrollado por su parte, después de haber sufrido y escarmentado con la gran crisis, tendrán que sobrellevar de nuevo –es decir, como ocurrió ya en las décadas de los 80 y 90– los efectos de la "adolescencia" de los países emergentes, cada vez que surjan nuevas burbujas de activos.
4. La pesada regulación que dejó la crisis impondrá una camisa de fuerza que generará mayor innovación e ingeniería –como en el pasado– con el propósito de buscar caminos para sortear los lineamientos, lo que a su vez provocará nuevas crisis de menor magnitud, pero más frecuentes.
5. Un mundo que ofrece productos más personalizados para gustos me-

nos masivos y más individuales debido a la corriente llamada *big data*, presenta una competencia invisible que amenaza a la empresa. Viene un mundo con enemigos nuevos y sin forma que exigen estándares totalmente nuevos de eficiencia, innovación y productividad.

6. Viene un mundo con grandes retos demográficos que demandará ingenio financiero para hacer rendir el sueldo de los pocos jóvenes, de tal forma que se pueda dar un trato digno a los muchos viejos en una telaraña intertemporal e internacional, y en un mercado laboral postindustrial.
7. El mundo que viene buscará soluciones sostenibles para la energía y el cuidado del medio ambiente, lo cual requerirá el uso eficiente del flujo de efectivo y esquemas de financiamiento adecuados para fondear proyectos de exploración.

A la luz de lo anterior, y tomando en cuenta lo expuesto en este capítulo, podemos resumir en siete principios lo que se debe esperar para la administración de riesgos:

1. Al igual que la calidad total (ver Box 1), la gestión de riesgos es una herramienta administrativa que se quedará como un arma esencial e insustituible para reforzar la productividad empresarial.
2. A diferencia de la calidad total, que es un movimiento básico en lo empresarial, pero hasta cierto punto lujoso en lo social, la gestión de riesgos (especialmente en el sector bancario) es una corriente que al exponer a las naciones a peligros sistémicos, se volverá cada vez más omnipresente, más estándar y más política, por lo que puede quedar sujeta a las fuerzas humanas detrás de los organismos rectores.
3. Al mejorar las coberturas de exposiciones de mercado, crédito y liquidez, la gestión de riesgos se irá estandarizando en soluciones que poco a poco se verán como los productos de la industria de los seguros. Los proveedores tendrán que reconocer que más creatividad e innovación sin empaquetar es sinónimo de pérdidas cuantiosas, fraude y quiebra.
4. Por el factor sistémico ya mencionado, el mundo financiero liderará la implementación de la herramienta, tal como lo ha hecho hasta ahora. Y en el ámbito empresarial, tanto comercial como industrial, la gestión de riesgos irá ganando terreno por la vía de los estándares, que fue la pauta que siguieron el movimiento de la calidad total, el ISO 14000 y corrientes similares.
5. El gobierno corporativo se volverá un elemento clave en la emisión de deuda y capital en los mercados regulados internacionales, así como en su fondeo a tasas competitivas.
6. La regulación que dejó la crisis impondrá una camisa de fuerza que, desafortunadamente, será la semilla de nuevas crisis, de menor magnitud, pero más frecuentes.
7. La mayor restricción a los bancos y las instituciones financieras para actuar en favor del retorno (mayores reservas requeridas, menor capital para prestar y para "jugar" en los mercados riesgosos) los expondrá

a un largo periodo de menor ROE (Retorno al Capital) en la industria. Por ende, tendrán mayor presión para incursionar en negocios que les permitan compensar esta pérdida, obligándolos a ampliar sus horizontes hacia sectores no tradicionales, como la consultoría, los seguros y el fondeo a empresas pequeñas, además de buscar oportunidades en otras naciones. Esto traerá nuevos retos, ya que tendrán que implementar una gestión integral (modelos *Enterprise risk management* por unidad de negocio), como lo hacen las empresas industriales.

5.3 Recomendaciones para el manejo de futuras crisis

Derivado de los reportes del Foro Económico Mundial, que se celebra anualmente en Davos, Suiza, y de su modelo de las "5i" basado en *insight*, información, incentivos, inversión e instituciones, se presentó el reporte *"Global risks 2007"*, el cual contiene recomendaciones que parecen ser muy prudentes en lo tocante a crisis sistémicas futuras y los principios de administración de riesgos:

- La innovación financiera creó la ilusión de que se incrementaría la eficiencia del sistema financiero al dividir los riesgos entre un amplio espectro de los participantes en el mercado. Sin embargo, el fracaso en la eliminación de la opacidad de muchos productos estructurados, que hubiera permitido hacer un análisis objetivo de lo que en realidad era una pirámide con muchas capas de apalancamiento, terminó por crear un gran riesgo sistemático. Por lo tanto, la administración de riesgos del futuro debe identificar las interconexiones y tomar en cuenta eventos de poca probabilidad/gran impacto. Y la gestión a nivel firma deberá ser coordinada tanto en el contexto nacional como el supranacional.
- Los mercados financieros siempre tienen que trabajar con información imperfecta y con riesgo moral. La transparencia es el antídoto para remediar las deficiencias que surgen de la distribución asimétrica de la información. El crecimiento de la burbuja de crédito puede ser relacionada, en parte, con el hecho de que los inversionistas no tenían conocimiento de la magnitud de los pasivos acumulados en los vehículos estructurados de inversión debido a la complejidad de su estructura y a que no eran cubiertos por los reportes consolidados de los bancos e instituciones financieras. En el futuro, la gestión de riesgos debe incluir, como objetivo primordial, informar a los *stakeholders* sobre el nivel y la dinámica de su exposición a los distintos riesgos y cuáles de ellos les llegan de manera indirecta.
- Los participantes en el mercado responden a incentivos económicos. La separación de la creación de riesgo y la propiedad del riesgo, que se creó en el modelo "Originar-para-Distribuir" (OTD), que introdujeron los bancos en los últimos 30 años, dio como resultado una caída en la calidad del proceso de *due dilligence* y en el sentido de responsabilidad. La gestión del futuro no deberá ser ciega a las razones que están detrás del surgimiento de ciertos productos innovadores, especialmen-

te a la luz de aparente éxito y popularidad.

- Los mercados financieros dependen de estructuras que apoyen el flujo de información y la resolución oportuna de las operaciones de mercado. Los *Credit Default Swaps*, por ejemplo, eran y siguen siendo operados únicamente en transacciones *over-the-counter*, y la resolución de contratos llegaba a tomar semanas (ahora días). Por lo tanto, crear una institución central que se encargue de estructurar el mercado de derivados crediticios y dejar que estos instrumentos sean operados en mercados regulados podría ayudar a mejorar la estructura del mercado y a reducir los riesgos por resolución y sistemáticos.
- La crisis crediticia global puso al descubierto un *gap* muy grande entre la gobernanza y la necesidad de mejorar los procesos de regulación y monitoreo. La estabilidad del mercado financiero es un bien público, y para tener mercados financieros globales, se requiere un esfuerzo mundial coordinado que permita mantener el valor de dicho bien público. La arquitectura financiera del futuro deberá tener un elemento que trascienda las fronteras nacionales. Para asegurar el éxito, las instituciones tendrán que contar con una representación en los órganos creadores de las reglas y estar de acuerdo con los procedimientos sistemáticos de castigo a quienes no cumplan.

BOX 1: Un estándar de calidad para riesgos financieros

Existe una relación muy cercana entre algunas herramientas corporativas, especialmente al considerar las etapas de implementación y los requisitos para su funcionamiento. Durante las décadas de los 80 y 90, la calidad total fue la herramienta por excelencia de las compañías manufactureras y de servicios, pero su auge terminó hace algunos años. El mismo fenómeno de innovación, aplicación integral, equipos de trabajo, manuales, estándares, mediciones, límites y filosofía estratégica se puede observar en varias herramientas corporativas, pero en especial en dos: la Administración Total de la Calidad en el ámbito de la ingeniería y la Administración Integral del Riesgo en las finanzas.

El principal punto de convergencia es el proceso de estandarización que se deriva de la implementación de la herramienta de calidad, cuyo objetivo es ingresar a los mercados internacionales con aprobación certificada. Esta estrategia recompensará a las empresas con la diversificación de las fuentes de ingreso, la ampliación de la base de clientes y relaciones de largo plazo con proveedores de clase mundial.

De esta forma, las empresas tienen una gran motivación para someter sus productos al minucioso examen que los organismos supranacionales de certificación de calidad aplican de forma generalizada a las compañías que buscan competir globalmente. Aun y cuando una firma no tenga planes inmediatos de salir al mercado de exportación, el estándar otorgado por la certificación le permite defender su posición frente a otros competidores directos o indirectos que llegan a la arena doméstica con productos certificados o aprobados.

De manera similar a este proceso, y con motivos ulteriores paralelos, fijar un estándar de calidad financiera permite a las compañías competir en el mercado global del capital. Si la empresa es un ente global, compite en cuatro mercados: 1) el mercado de sus productos y servicios en las líneas medulares de sus negocios; 2) el mercado global de capitales y flujos financieros; 3) el mercado del capital intelectual y 4) el mercado de su tecnología medular.

Con base en esta línea de pensamiento, la compañía debe buscar que sus productos, servicios y procesos, así como sus mediciones de desempeño financiero, cumplan con el estándar –en la acepción más técnica de la palabra–. De esta realidad surge la necesidad de los certificadores, las técnicas de medición y los controles aceptados internacionalmente, lineamientos que sobrepasan las fronteras de un sector, un país o una región económica.

Debe haber docenas de razones por las que a una empresa le convendría que sus estrategias y resultados financieros fueran cien por ciento comparables con los de otras compañías de su ramo o con aquéllas de su *clúster*. Consideremos algunas de ellas:

- Podría servir para jerarquizar a las mejores compañías acorde a los criterios de evaluación.
- Para agrupar a las que cumplen ciertos factores claves.
- Para hacer un proyecto conjunto con otra empresa.
- Para evaluar una fusión.
- Para adquirir otra firma o parte en ella.
- Para hacer inversiones intercorporativas.
- Para evaluar el desempeño de ciertos sectores o naciones.
- Para hacer estudios empíricos.
- Para emitir papel o capital en otros mercados.
- Para comprar una emisión de otra firma.
- Para calcular y proyectar el rendimiento de una inversión.
- Para considerar el riesgo que se toma al vincularse financieramente con una firma de otro país.

Aunque la industria había adecuado muy lentamente esta idea al sector financiero (los cambios que deben aplicar los bancos después de la crisis de 2008 podrían acelerar esta tendencia), las medidas que eventualmente se sujetarían a criterios estándar podrían ser indicadores financieros y de desempeño. Los siguientes son algunos de los que se consideran prioritarios:

- El flujo operativo (*cash from operations*), el resultado neto (*earnings*) y otros renglones de resultados previos, como EBITDA (*Earnings Before Interes, Taxes, Depreciation and Amortization*) y EBIT.
- La medida de *Return on Equity* (ROE) y *Return on Assets* (ROA).
- El *Weighted Average Cost of Capital* (WACC, por sus siglas en inglés) del presupuesto de gasto de capital.

- » La pérdida máxima probable en las posiciones de mercado *Value at Risk* (VaR) y en las posiciones netas de activos de la firma, *Capital at Risk* (CaR).
- » El valor agregado de la firma (EVA, por sus siglas en inglés).
- » El rendimiento ajustado por riesgo de los fondos de inversión (RAROC).
- » Las medidas de desempeño operativo, como la beta y el *Sharpe Ratio*, entre otros.

Adicionalmente, se requiere la estandarización de las exposiciones cambiarias de traducción para las compañías con plantas en el extranjero o inversiones en otros países; el reconocimiento de los contratos fuera del balance, como derivados y arrendamientos, y el cálculo de las principales razones financieras de análisis de liquidez, rentabilidad y eficiencia. Es lógico pensar que para lograr la medición concertada de los indicadores mencionados, es indispensable la estandarización de los procesos contables básicos, que son el insumo de los primeros.

Sabemos que la industria manufacturera ha respondido a la preocupación de los estándares de calidad con un sistema muy complejo de certificaciones otorgadas por organismos autorizados –el ISO 9000, por ejemplo–. Para la industria de las finanzas, el Comité de Basilea del BIS ha dictado una serie de requerimientos que aplican a los bancos e instituciones financieras complementarias, como ya lo explicamos. No obstante, para que tales lineamientos lleguen a las industrias de manufactura, servicios y agricultura, deben tomar el mismo cáliz que la filosofía y el método detrás de los certificados ISO. De esta manera han surgido las certificaciones del ISO 14001 al 14004, que comprenden estándares obligatorios para cumplir las regulaciones sobre emisiones peligrosas y la contaminación de aire y agua por parte de las empresas. Tales proyectos presentan una vinculación de la planeación financiera de riesgos con la conciencia ecológica y muestran de manera realista los principales indicadores de desempeño en cuanto a emisiones contaminantes, así como el plan financiero para resolverlas o erradicarlas.

Hace apenas unos meses, salió a la luz la serie ISO 31000, que trata de manera más directa los temas de riesgos y resuelve, de alguna forma, la brecha que existía entre la manufactura y las finanzas, la cual es importante cerrar considerando las causas de las últimas crisis mundiales (comportamiento fraudulento de todos los dueños de la información y de los reportes de posiciones de valuación y riesgos a nivel banco, bolsa e industria).

6. Conclusiones y pensamientos finales

La herramienta de ERM y la gestión del riesgo se han convertido en un sofisticado instrumento para salvaguardar el valor de una firma –y asegurar los que dependen de la compañía directa o indirectamente–, así como el sistema en que la organización está inmersa, sobre todo, el financiero. No obstante, el futuro de la gestión de riesgos pinta un panorama en el que la comunidad reconoce a los ejecutivos de gestión de riesgos como socios de estrategia, de tal manera que el ERM ayuda a crear valor viendo el riesgo como un insumo dentro del proceso que genera los retornos, las ganancias y también las pérdidas.

De un enfoque hacia el cumplimiento de las normas y la regulación aplicable, se pasará a incrementar el valor esperado. De igual manera, de una preocupación por mitigar los riesgos, el gestor buscará optimizarlos, lo que incluye tomar más de los buenos y dejar los que hacen más daño sin generar retorno.

De estar desconectado de la operación diaria y de la estrategia de largo plazo, enclaustrado en áreas *staff* y sin representación en el Consejo, su filosofía de riesgos –su forma de ver las cosas– pasará a ser parte de la operación del día a día y permeará en toda reunión y todo proyecto. Además, tendrá representación en las juntas de consejo y en sus órganos, un asiento y un voto clave en el gobierno corporativo.

Quizás ese superentrenado y minucioso bombero que hemos visto en las últimas dos décadas se convertirá en un agente de inteligencia de alto nivel, ése sin el cual el presidente no puede tomar decisión alguna (hablando en plano metafórico). De contralor a socio, de científico a estratega y de *staff* a consejero. En fin, se convertirá en aquel que lleva la antorcha de luz a toda decisión de impacto.

Capítulo 14

La regulación frente a la inestabilidad financiera

Juan Manuel Ugarte Chávez

Resumen

Desde hace más de dos siglos, la respuesta inmediata frente a periodos de inestabilidad y eventos de crisis financiera ha sido el perfeccionamiento de la regulación existente y la creación de más y mejores esquemas. Pueden encontrarse ejemplos de lo anterior en las ideas propuestas por Adam Smith en su obra *Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones* y en forma de prescripciones tanto en el *Bullion Report*[1] como en la Ley Dodd-Frank,[2] así como en la gran cantidad de medidas regulatorias sugeridas por el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) en los últimos cinco años.

Sin embargo, la crisis financiera, que se manifestó con mayor intensidad en 2007, puso en evidencia no solamente la incapacidad de la regulación tradicional para alcanzar el objetivo de la estabilización financiera y económica a nivel mundial, sino también la falta de sustento de las teorías existentes para explicar la realidad y ofrecer una plataforma sólida para la toma de decisiones por parte de los gobiernos de los países afectados.

La primera consecuencia fue el predominio de teorías fenomenológicas –que son las relativas a fenómenos específicos– sobre las teorías generales; y la segunda fue la falta de integración y orden en la aplicación de estas teorías fenomenológicas. Lo anterior ha dado lugar a un exceso de microrregulaciones, en su mayoría totalmente desintegradas.

El diseño y la ejecución de las medidas regulatorias en los ámbitos económico y financiero también reflejan nuevas formas de operación de los esquemas de regulación y supervisión a escala mundial. Con el nuevo liderazgo del Grupo de los 20 (G-20) y del Consejo de Estabilidad Financiera, se ha reducido significativamente la libertad soberana de los gobiernos nacionales para definir y ejecutar sus propias políticas económicas.

Frente a los riesgos globales, existe la necesidad de crear desarrollos teóricos que expliquen las nuevas condiciones de las relaciones económicas y financieras entre países, que orienten y den sustento al diseño de una regulación con base en la cual se pueda dar cumplimiento a los principios fundamentales de las sociedades humanas: alcanzar niveles más altos de bienestar a partir de un mejor y más eficiente funcionamiento de los mercados de trabajo, de bienes, de servicios y de capitales.

Las nuevas formas de regulación deberán estrechar los vínculos entre el sector financiero y el sector real de la economía, así como generar los vehículos de comunicación que permitan lograr por lo menos dos objetivos: una adecuada comprensión de los cambios continuos y la entrega de información suficiente, oportuna y veraz para la toma de decisiones. Asimismo, la regulación deberá incluir los mecanismos de ejecución que coadyuven a materializar mejores condiciones de negociación y cooperación entre los países. Estos requisitos son indispensables para dar congruencia a las aspiraciones compartidas de las economías del planeta.

[1] (The Online Library of Liberty, 2012)
[2] (U.S. Government Printing Office, Julio, 2010)

1. Introducción

A lo largo de la historia de la banca y las finanzas, y frente a los recientes fenómenos inusuales de la economía, se ha visto la regulación como la respuesta más rápida y efectiva para solucionar los problemas surgidos de la inestabilidad financiera y de las crisis bancarias. No hay que olvidar que algunos de éstos han tenido como consecuencia crisis económicas, aunque la relación causal no siempre se presenta en el mismo sentido (Kaminsky y Reinhart, 1996).

Desde finales del siglo XVIII, en su libro *Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones* (publicado el 9 de marzo de 1776), Adam Smith sugirió la intervención de los gobiernos para regular la actividad financiera cuando ello fuere indispensable para proteger el interés público, o para defender a la mayoría de la sociedad de cierto grupo de individuos. Para ello, utilizó como analogía un incendio en el bosque, el cual tiene que ser apagado para evitar un daño mayor, no obstante que la naturaleza, eventualmente, lo habría extinguido por sí sola.

También se presentan ejemplos de la necesidad de regular el sistema financiero, los bancos y las operaciones de los mercados de valores en el *Bullion Report*, en cuya elaboración participaron personajes de la Inglaterra de fines del siglo XVIII y principios del XIX, como Henry Thornton y David Ricardo. Ambos autores sostuvieron la necesidad de contar con reglamentaciones específicas para reducir los riesgos de las crisis financieras y bancarias, las cuales iban desde la participación del banco central hasta el establecimiento de reservas en oro y plata para garantizar la solvencia de las instituciones.

Buena parte del desarrollo de marcos normativos ha pretendido asegurar que las operaciones de los demandantes y oferentes de recursos financieros en los mercados se satisfagan adecuadamente en los términos que los mismos concierten, orientándose en todo momento a establecer condiciones que faciliten la función de creación e intermediación de recursos financieros. Asimismo, ha tenido como propósito fundamental establecer medidas prudenciales frente a situaciones irregulares para garantizar seguridad a todos los participantes en los mercados financieros, además de equidad de acceso proveyendo suficiente información y transparencia en las operaciones. Este propósito ha ido creciendo con la complejidad que ha caracterizado la interrelación de los mercados y las nuevas operaciones que se generan entre las instituciones y participantes.

Otro aspecto clave de la regulación es su papel como impulsora de la innovación en los mercados financieros. Ya sea en tiempos de tranquilidad, cuando los participantes tienden a buscar las mejores y más rentables opciones de inversión, o bien, en momentos de intranquilidad o inestabilidad en los que, mediante el desarrollo de nuevos productos y servicios, se pretende terminar con los ciclos negativos del financiamiento en las mejores condiciones para evitar pérdidas mayores.

La regulación ha estimulado la creación de productos y mecanismos financieros cuya máxima expresión –hasta la fecha– son los productos derivados y los mecanismos que garantizan la inmediatez en la ejecución de las operaciones en los mercados

financieros. Asimismo, sanciona situaciones irresponsables o de abuso por parte de algunos participantes, como los esquemas Ponzi, la contabilidad creativa y una multiplicidad de ejemplos de conflictos de interés.

2. Una visión resumida de los antecedentes

Así como la regulación ha sido entendida como una forma de establecer condiciones de equidad en la concurrencia de los participantes en los mercados financieros, también ha sido vista como la respuesta más rápida y eficaz para enfrentar situaciones de inestabilidad y de crisis financieras y/o económicas derivadas de las imperfecciones en los mercados financieros. Así fue en la Inglaterra de principios del siglo XIX, absorbiendo y considerando todas las experiencias propias y ajenas (las crisis de la plata y la quiebra de bancos en Inglaterra, además del caso de Holanda, principalmente) y en la crisis de los años 30 originada en Estados Unidos de América, en la cual se sentaron las bases de la reglamentación y supervisión modernas para los sistemas financieros del mundo capitalista, así como para las crisis recurrentes de fines del siglo XX en varias regiones del mundo.

Desde la ruptura de los tratados de Bretton Woods, las situaciones de inestabilidad financiera mundial, características de los países desarrollados y no desarrollados, han dado lugar al perfeccionamiento e incremento de los esquemas de reglamentación y supervisión de las instituciones financieras y de los participantes, ya sean empresas o inversionistas, configurando así la arquitectura de los sistemas y el fortalecimiento de las redes de seguridad de operación en los mercados. Un factor importante de esa arquitectura son las instituciones reguladoras y supervisoras actuales, tanto a nivel nacional como internacional.

Las situaciones de inestabilidad, alimentadas por la dinámica natural de los mercados, han provocado que se vuelva más compleja la comprensión de las operaciones financieras.

En todos los casos, los principios de las distintas teorías económicas y financieras fueron incorporados completamente a la reglamentación, de tal forma que la información proveniente de los nuevos esquemas sirviera de base para al diseño y ejecución de políticas, lineamientos y procedimientos. Esta actividad se ha ido transformando de manera continua y cada vez más rápido desde los años 70. Efectivamente, los vehículos para la transmisión de las ideas surgidas de la experiencia social y del quehacer de los gobiernos se encontraban definidos originalmente por dichos principios. No obstante, es de reconocer que la velocidad de los cambios también ha propiciado que los principios, aunque se modifiquen o adecuen continuamente, también presenten rezagos frente a la dinámica de la operación de los mercados.

Los gobiernos de los países, que tradicionalmente han servido como mecanismos mediante los cuales se transforman estas ideas y las demandas sociales de políticas públicas dirigidas a normar el funcionamiento de los mercados, también han sufrido

cambios en el origen, transformación y ejecución de las medidas y políticas orientadas a los mercados financieros.

Los procesos de inestabilidad financiera –cada vez más frecuentes a medida que avanza la globalización de las operaciones– han propiciado que se adecuen las normas aplicables a los flujos financieros, orientándose a generar condiciones de acceso equitativo a los participantes en las operaciones con el fin de ofrecer suficiente información para la toma de decisiones de inversión y ahorro, así como para garantizar la solvencia de las instituciones, no solamente desde el punto de vista económico, sino también moral.

El funcionamiento de los mecanismos gubernamentales para materializar estas ideas, sustentado en principios teóricos explicativos de las distintas situaciones en los mercados y capaces de transmitir toda la información necesaria para su buen desenvolvimiento, ha tenido que irse adecuando a las condiciones cambiantes de los mercados, de las operaciones y de las instituciones, asumiendo las nuevas condiciones de globalidad que los influyen.

Entre los cambios de mayor relevancia desde el punto de vista teórico, se encuentran los que fueron realizados a los marcos explicativos de las situaciones de inestabilidad y crisis, los cuales forman parte de las teorías generales y cuyas explicaciones normalmente se basan en la concepción de la libre movilidad de bienes y servicios y en la autocorrección de los precios de los activos financieros comercializados en los diversos mercados, incluyendo el de crédito. Dichos marcos también se fundamentan en una concepción de racionalidad de los participantes con base en la idea de un mercado donde la información puede ser originada, procesada y transmitida de manera oportuna, clara y eficiente a los tomadores de decisiones, y en el diseño de políticas públicas que puedan corregir las causas de la inestabilidad, tomando en cuenta las condiciones internas y externas que afectan a la economía y a las que van dirigidas dichas medidas regulatorias o políticas.

En el contexto internacional, hasta hace algunas décadas, las relaciones causa-efecto se encontraban bien definidas y claramente segmentadas con relación al origen de las operaciones, y su número era reducido. En consecuencia, así como las explicaciones de estas situaciones eran relativamente fáciles de interpretar y transmitir, las medidas y los instrumentos se diseñaban para dicho propósito específico. Así, los gobiernos podían tomar en consideración la mayoría de las condiciones internas y aquellas externas que les afectaban.

Los vehículos internacionales para expresar las ideas y realizar las propuestas para corregir los problemas de inestabilidad y otras situaciones de crisis se encontraban bien definidos en los años 1979-1980. A manera de ejemplo, se puede señalar que para propósitos de comercio y balanza de pagos, el vehículo principal era el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés), y ahora la Organización Mundial de Comercio (WTO, por sus siglas en inglés). Se complementan con la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

(UNCTAD, por sus siglas en inglés), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial (UNIDO, por sus siglas en inglés), la Organización Internacional del Trabajo (OIT), la UNESCO y la Organización Mundial de Normalización (ISO, por sus siglas en inglés), entre otras organizaciones que normalmente atienden asuntos relacionados con la industria, la tecnología, los mercados laborales, el crecimiento o el desarrollo económico, y que constituyen foros especializados para resolver problemas concretos derivados de las relaciones entre dos o más países.

Tradicionalmente, los vehículos para el tratamiento de los temas financieros y otros asuntos económicos eran el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y, en una materia más especializada, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés). Pero es importante señalar que el FMI y el BM fueron tomando fuerza en asuntos comerciales, incorporándolos a los acuerdos o programas financieros sectoriales realizados bilateralmente entre estas instituciones y los gobiernos nacionales, y con mayor énfasis cuando se manifestaron, de manera generalizada, los problemas de deuda externa durante los años 80.

Con la retroalimentación obtenida de todos estos vehículos (foros de expresión y negociación), el diseño de la regulación en las finanzas y la economía constituye una tarea importante de los gobiernos, que tienen la responsabilidad de transformar sus resultados en políticas públicas para hacerlos compatibles con las condiciones prevalecientes en sus economías. En consonancia con el ámbito internacional, una función complementaria consiste en reducir los desequilibrios estructurales tanto internos, entre los diversos sectores de la economía, como con el resto del mundo.

Hasta hace tres décadas, los grados de libertad para diseñar y ejecutar políticas públicas se encontraban prácticamente en manos de los gobiernos locales, si bien estos debían asumir las políticas y medidas acordadas y/o comprometidas con los organismos internacionales cuando éstos atendían situaciones o circunstancias particulares y temporales.

3. Elementos relevantes puestos de manifiesto con la crisis de 2008

Con la materialización de la crisis financiera en 2008, tomaron relevancia situaciones que habían sido contempladas en varios estudios académicos, así como en análisis realizados por participantes en el sistema financiero internacional. También surgieron hechos destacados en algunos sistemas financieros locales, a los cuales no se les había concedido la importancia debida. Esta crisis ha generado cuestionamientos sobre la validez de las teorías, sobre la práctica gubernamental, las instituciones y el funcionamiento de los mercados financieros. Desafortunadamente, las respuestas han sido muchas y, en ocasiones, erróneas. Las preguntas y respuestas se han multiplicado sin que se perciba cercana la conclusión de este proceso.

La crisis actual se materializó después de que quedaron al descubierto drásticos desbalances estructurales entre los sectores financiero y real de la economía mundial. Este fenómeno también había ido en aumento a escala nacional en muchos países. Como lo han señalado varios estudiosos de crisis, así como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, un aspecto vinculado al anterior fue el crecimiento de la profundidad financiera mundial y nacional de varios países, realizada sobre bases de instrumentos y mecanismos de liquidez reducida, acompañada de un fuerte endeudamiento de las empresas e instituciones no financieras, incluidos de manera significativa los gobiernos nacionales.

Se podía visualizar un escenario de mayor inestabilidad debido al crecimiento de los riesgos asumidos por empresas y organizaciones relacionadas con el capital de instituciones financieras, así como el crecimiento de instituciones financieras apoyadas en una mayor concentración de activos financieros específicos de mayor riesgo. Esto último planteaba –y finalmente propició– que se materializaran los problemas de concentración en cierto tipo de activos financieros comercializados internacionalmente, lo que generó una reacción oligopólica (Ugarte, 2004) entre los principales tenedores de papeles del sector inmobiliario y de vivienda, ampliándose la problemática hacia otros papeles corporativos.

La concentración de activos se vio estimulada por una regulación (desregulación) basada en la liberalización de los sistemas financieros y por el crecimiento de las operaciones transfronterizas, no obstante que algunos organismos, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y el propio Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), advirtieran sobre los riesgos o posibles efectos negativos en función de la velocidad de la desregulación, la complejidad de las operaciones y la madurez de los sistemas financieros de algunas economías.

A lo anterior se agregaba el énfasis que se le daba a los índices de capitalización y a las formas de medir la solvencia de las instituciones que se apoyaban en modelos de valor en riesgo, las cuales habían dejado en claro sus limitaciones desde el caso de *Baring*,[3] y sugerían la necesidad de revisar otros indicadores que los complementaran como medidas de riesgo provenientes de los propios mercados, además de su fortalecimiento mediante la puesta en operación de nuevas acciones y mecanismos, principalmente en los ámbitos de la disciplina del mercado y la supervisión.

Otros elementos considerados como causas de la materialización de la crisis financiera en 2008 son la subestimación del riesgo de los flujos internacionales de capital y la tolerancia creciente de las autoridades a estos fenómenos, principalmente cuando se trata de economías con necesidades de ahorro externo. A lo anterior se

[3] Hasta antes de su colapso en 1995, Barings era el banco inglés más antiguo. Debido a una administración poco transparente a cargo de Nick Leeson, quien realizaba operaciones de *trading* y a su vez las actividades en *back office* registrando las transacciones en la contabilidad de la subsidiaria en Singapur. Dichas operaciones llevaron al banco a un problema de liquidez por las especulaciones en productos derivados efectuadas con instrumentos del mercado japonés.

agregaba cierto *confort* en el comportamiento de la macroeconomía de muchos países, sustentado principalmente en el crecimiento de dos sectores: el inmobiliario y el financiero, que se retroalimentaban positivamente en situaciones de tranquilidad, pero que podrían tener una retroalimentación negativa en un ambiente de inestabilidad.

El crecimiento del sector financiero, comparado con el del sector real de las economías, estaba dado principalmente por sus rendimientos y por la innovación. La mayor flexibilidad de la regulación estimulaba la bursatilización y la generación de nuevos productos derivados, procesos que aceleraron su crecimiento con base en las facilidades y en el desarrollo de los sectores de electrónica, *software* especializado y telecomunicaciones. Otra consecuencia natural de la integración mundial de los mercados financieros es la transmisión de la información. En algunos casos de operaciones transfronterizas, la velocidad de las transacciones financieras puso de manifiesto el rezago de las regulaciones aplicables a este tipo de movimientos.

Todas estas situaciones, entre otras que se han puesto de manifiesto en los últimos cinco años y que son resultado de los contextos locales o domésticos de las economías –por ejemplo, el relajamiento de las operaciones crediticias de las instituciones y la flexibilidad de los requerimientos para definir el perfil de las personas que tenían acceso a los créditos de las instituciones bancarias–, crearon las condiciones necesarias para que sobreviniera la Gran Recesión (Black, 2012).

Además, algunos actores que debieran ser considerados como parte de las redes de seguridad de la operación de los mercados financieros, como las empresas calificadoras de valores, tuvieron una influencia negativa importante que agudizó la inestabilidad del sistema financiero mundial (Ugarte, 2012).

4. Las respuestas regulatorias actualizadas

Frente a la materialización de la crisis del sector inmobiliario en Estados Unidos y las consecuencias previsibles en los mercados de crédito y valores de ese país, las primeras reacciones internacionales surgieron de los informes elaborados por algunas organizaciones (particularmente el documento del Foro Conjunto CSBB/IOSCO), que contemplaban el alcance global de la crisis financiera a la que se enfrentaron los mercados y los gobiernos de diversos países en el periodo 2007-2008.

Las primeras respuestas, difundidas a través de la FSB y el G-20, indicaban la necesidad de imponer nuevas regulaciones para contener el avance de la crisis (**cuadro 1**). Inicialmente, las medidas se orientaban a fortalecer la solvencia de las instituciones financieras y a restablecer la normalidad del funcionamiento de los mercados.

Cuadro 1
Recomendaciones del G-20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

Mejorar y elevar las normas de capital y liquidez previstas en el esquema de Basilea II y trabajar para la adopción de Basilea III			
1	Adopción de Basilea II (Pitts)	Todos los centros financieros del G-20 deberían adoptar el marco de Basilea II para 2011.	Fecha tentativa: 2011.
2	Revisión del libro de transacciones/negociaciones de Basilea II (FSB, 2009)	En el libro de negociaciones de los bancos se adoptarán requerimientos de capital significativamente mayores para los riesgos. En el caso de los bancos grandes, los requerimientos promedio deberán duplicarse para fines de 2010.	A fines de 2011.
3	Adopción e implementación de reglas internacionales para mejorar el capital y la liquidez de los bancos (Basilea III), incluyendo razones de apalancamiento (Seúl)	Comprometerse a adoptar completamente las normas o estándares de Basilea III dentro del calendario propuesto que sea consistente con la recuperación económica y financiera.	Fecha variable entre 2013 y 2018 para algunos países.
4	Fortalecer la supervisión y los lineamientos de las prácticas de administración de riesgos de los bancos (WAP y FSF, 2009)	Que los reguladores: 1) Desarrollen guías para fortalecer las prácticas de administración de riesgos de los bancos con base en las mejores prácticas internacionales. Impulsarlos a fortalecer sus controles internos y a tener prácticas sólidas de administración de riesgos. 2) Utilicen las pruebas de tensión fortalecidas del CSBB. 3) Supervisen las políticas y medidas de liquidez con más rigor (2008) y que en los mercados emergentes supervisen de manera más estricta las operaciones con divisas (FSB,2009).	De 2008 a 2013.

En este perfeccionamiento de Basilea II se hizo mayor énfasis en los llamados pilares complementarios a las reglas de capitalización, o de solvencia, impulsando acciones para fortalecer la disciplina del mercado y la supervisión. Adicionalmente, se plantearon nuevos campos de análisis y se propusieron medidas para normar el comportamiento en otros campos igualmente importantes que se habían revelado como factores de influencia en la materialización de situaciones de inestabilidad en la crisis global. Entre los asuntos atendidos por el Grupo de los 20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, se encontraban los siguientes (**Cuadro 2**), los cuales son detallados en los anexos.

Cuadro 2
Temas atendidos por el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

1. Atender las necesidades y encontrar soluciones a la problemática planteada por las instituciones financieras importantes.
2. Extender el alcance de la regulación hacia otros agentes, campos e instituciones que fueron identificados como factores que agregan riesgos al funcionamiento de los sistemas financieros (principalmente en los procesos de bursatilización y la operación de fondos de cobertura o *hedge funds*).
3. Mejorar la operación y el funcionamiento de los mercados de productos derivados, particularmente la estandarización de productos en los mercados sobre mostrador, o no regulados, y su incorporación a los mercados regulados.
4. Desarrollar marcos y herramientas de supervisión macroprudenciales.
5. Fortalecer las normas contables relativas a las operaciones e instrumentos financieros.
6. Impulsar la adhesión a normas internacionales de regulación y supervisión por parte de las autoridades de los sistemas financieros nacionales.
7. Atender otros temas, tales como la regulación de las agencias calificadoras de riesgos, los acuerdos sobre seguros de depósitos y el desarrollo de estrategias coordinadas y de cooperación dirigidas a recuperar y mantener la estabilidad financiera.

Un aspecto adicional, contemplado desde 2008 en el marco de las discusiones de las principales economías del mundo, sigue siendo la revisión de la nueva arquitectura internacional sobre regulación y supervisión de los sistemas financieros. Este tema ha ido ganando importancia debido a: 1) la necesidad de encontrar soluciones a la problemática que viven algunas economías emergentes, 2) la crítica situación de los países de la Unión Europea y 3) el papel que deberían jugar los bancos centrales y los gobiernos de esos países cuando se aplique una nueva regulación internacional.

En la Unión Europea habrán de definirse acciones sobre los montos de recursos, las circunstancias y los procedimientos en los que el Banco Central Europeo pueda participar, siempre en consonancia con los objetivos nacionales de los bancos centrales, fundamentalmente en lo que se refiere a la lucha contra la inflación y la inestabilidad de los mercados laborales.

El alcance de estos análisis, cuyo objetivo es determinar el papel que debe jugar cada una de las organizaciones e instituciones mundiales, comprende revisar la efectividad y la congruencia de las medidas instrumentadas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, así como por otros bancos de desarrollo regionales y por las propias autoridades locales.

El desenvolvimiento de las economías en estos cinco años ha influido sobre las acciones previstas originalmente, las cuales se han sujetado a modificaciones relevantes en su proceso de instrumentación, principalmente por las carencias locales y por su falta de efectividad frente a las condiciones imperantes en el mundo globalizado. Ello ha conducido a un proceso de ajuste permanente para irlas afinando e incorporar, en la medida de lo posible, algunas condiciones regionales o nacionales.

La crisis financiera de 2007-2008 ha mostrado tres grandes transformaciones, particularmente en los procesos de regulación y supervisión de los sistemas financieros, tanto a nivel internacional como nacional:

1. La transformación del liderazgo de las organizaciones internacionales ha generado, de *facto*, una nueva arquitectura de la regulación y supervisión del sistema financiero mundial.
2. La incorporación de principios teóricos heterodoxos en la fundamentación de la regulación para transmitir la información de manera adecuada a las autoridades internacionales y locales. Este cambio fue motivado por la debilidad de las teorías existentes y dominantes para explicar las crisis financiera y económica.
3. La fuerte contracción en la capacidad de acción de los gobiernos locales, la cual se ha visto reflejada en la pérdida de autonomía o de grados de libertad para diseñar y ejecutar políticas financieras y económicas.

En el primero de los casos es evidente que el nuevo liderazgo en el diseño y ejecución de políticas financieras y económicas ha sido asumido por el Grupo de los 20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, apoyados por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Internacional de Pagos, así como la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, entre otras.

En esta transformación del liderazgo mundial en la toma de decisiones sobre el funcionamiento del sistema financiero internacional, han existido variados y fuertes cuestionamientos con respecto a la libertad que pueden tener otras instituciones de corte regional, como el propio Banco Central Europeo (BCE), que además de enfrentar en esta etapa severas restricciones de recursos, ha tenido que realizar difíciles negociaciones bilaterales e incorporar en su operación todas las medidas que provienen del seno del Grupo de los 20 y del Consejo de Estabilidad Financiera.

Cuando surgió la crisis, se le exigió al BCE que diera respuesta a las necesidades de recursos que enfrentaban varias instituciones financieras de esa región. Y la primera sorpresa fue que no contaba con esos recursos ni con las fuentes oportunas y suficientes que reclamaban temporalmente esas instituciones. En el transcurso de los siguientes meses y años, los cuestionamientos a esta institución se han vuelto más complejos. Surgen de cómo hacer compatible la solución a la problemática que afecta a las economías europeas, tanto en el manejo de sus políticas financieras como en la ejecución de sus políticas económicas dirigidas a recuperar el crecimiento del producto y el empleo al interior de sus mercados.

Han surgido otras preguntas, aún no resueltas por completo, en relación con la retroalimentación negativa que pueden tener las políticas financieras y las macroeconómicas. Las primeras buscan la estabilidad de los sistemas financieros locales sustentándose en el fortalecimiento de la solvencia de las instituciones, de sus controles internos y de su mayor apego a la disciplina de los mercados, lo cual implica una utilización mayor de su capital para estos propósitos. Y en ese mismo contexto,

existe la necesidad de que ejerzan sus capacidades para incidir en el comportamiento de las economías apoyando –en el mejor de los casos de manera temporal– con financiamiento el desenvolvimiento de las empresas y de las inversiones públicas, aunque con limitaciones.

Lo anterior ha planteado un escenario donde las soluciones han de ocurrir en un contexto de mayores restricciones en el diseño y ejecución de políticas públicas orientadas a fomentar el crecimiento de la producción y la absorción de empleo, siempre con la condición de equilibrar primero las finanzas públicas y lograr la estabilidad deseada en el comportamiento de los mercados y en las capacidades de las instituciones financieras.

La consecuencia natural de los ajustes que se tienen que hacer en la instrumentación de dichas políticas –la financiera y la macroeconómica– incide negativamente en el crecimiento de la demanda agregada en esas economías, limitando sus posibilidades de recuperación en el corto y mediano plazos al tener que asumir los marcos generales y lineamientos sugeridos por el Grupo de los 20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, lo que demanda tiempos más largos para su instrumentación frente a la inmediatez de las inversiones requeridas para reactivar el crecimiento.

Esta situación ha hecho evidente la importancia relativa de las teorías convencionales para explicar y plantear soluciones alternativas a la problemática que enfrentan las economías domésticas en un marco de operación internacional. Si bien es cierto que ha sido probado el principio económico de que el comercio exterior tiende a beneficiar a las economías que adoptan medidas para facilitar la libre movilidad de bienes y servicios, también es cierto que las limitaciones derivadas de la aplicación de las políticas financieras y económicas sugeridas establecen en sí mismas restricciones para la consecución de este propósito.

En realidad, se plantea una contradicción fundamental respecto a las inversiones que requieren las economías para aumentar su producción competitiva con fines de exportación y las limitaciones de financiamiento, en términos de montos y costos, que les imponen las políticas financiera y económica. Por parte de los compradores que requieren bienes y servicios del exterior, las formas de operación se verán limitadas por las mayores restricciones de acceso a fuentes de financiamiento, distintas de las que se pueden otorgar en monto y plazo a los proveedores de otras economías.

Esta misma problemática se presenta en los países que necesitan desarrollar su infraestructura productiva y social para estimular procesos internos de mejora de la productividad con inversiones cuyos plazos de maduración son más largos y requieren de mayores montos. En estos casos, la capacidad de acción de los gobiernos se ve limitada por las políticas restrictivas a la demanda agregada que tienen que aplicarse para mantener la economía nacional dentro de los estándares establecidos internacionalmente y así no perder su posibilidad de acceso competitivo a las fuentes externas de recursos.

Un último punto que conviene poner de relieve es la falta de soluciones teóricas para avanzar hacia una mayor vinculación entre los sectores real y financiero de las economías. El sustento de las regulaciones sobre la base de las teorías convencionales, e incluso las no convencionales, no deja espacios a los gobiernos locales para solucionar los problemas económicos porque el sector financiero sigue siendo el principal destino de la inversión nueva frente a los recursos que requiere el fortalecimiento de la productividad del sector real para constituirse en un destino rentable.

Ante la falta de capacidad de las teorías generales y los supuestos para plantear soluciones alternativas o convencionales a los problemas que enfrentan las economías, el diseño de políticas y medidas para resolver las condiciones de inestabilidad y crisis se ha basado, en la mayoría de los casos, en teorías fenomenológicas cuyo enfoque es atender situaciones particulares que no alcanzan a cubrir con una visión integral los aspectos determinantes del funcionamiento del sistema financiero en su conjunto, y tampoco del sistema económico, incluidos los mercados de bienes y servicios y los mercados de trabajo. Como consecuencia, se observa el predominio de un enfoque de microrregulación, que en muchas ocasiones está fuera de contexto con respecto a las características particulares de los ambientes económico y social donde se aplica.

Las teorías relativas a la organización y la actuación empresarial también han mostrado carencias, que van desde su forma de funcionamiento y el nivel de compromiso de sus respectivos gobiernos corporativos, sustentados en principios de diligencia y lealtad a la empresa y a sus clientes, así como de disciplina operativa y social, hasta tratar de encontrar nuevas formas para incidir en procesos de productividad que garanticen la competitividad y la presencia en los mercados que atienden, al tiempo que se generan empleos adicionales.

En estos últimos años, el parámetro dominante en materia de organización empresarial plantea también paradojas al paso que en el mundo esquizofrénico en el que se vive en lo referente a las políticas financieras y económicas exigen la creación de nuevas formas de incidir sobre la productividad mediante la realización de inversiones en tecnología, o en el perfeccionamiento de la administración mediante procesos de empoderamiento con las nuevas formas de valor compartido (Drucker, 2002; Porter y Kramer 2011) y que se presentan como medidas racionales frente a un esquema prescriptivo, aplicado en mayor medida para lograr una participación más competitiva de las empresas, fundamentadas principalmente en recortes al número de empleos o en reducciones al ingreso de las personas como formas inmediatas de aumentar la competitividad mediante la reducción de los costos.

Frente a los efectos negativos, no intencionales, de la regulación económica y financiera, es indispensable encontrar principios aplicables a las teorías de la administración y a las áreas de negocios que generen los equilibrios necesarios en búsqueda de la competitividad, la cual parece haber agotado sus argumentos para aumentar la productividad de la mano de obra de manera aislada. También parecen haberse agotado el principio de eficiencia mediante la autocorrección del comportamiento

de los mercados y el de competitividad apoyada simplemente en el desplazamiento de otras empresas del mercado, sin que con ello se aseguren mejores condiciones de oferta para satisfacer las crecientes demandas locales.

Éstos, entre otros aspectos, plantean la necesidad de profundizar en el conocimiento empresarial y en la observación de la realidad para encontrar los incentivos y mecanismos que permitan, de manera complementaria, desarrollar la productividad del capital, la tecnología u otros recursos que impulsen por sí mismos el crecimiento de los mercados con más inversiones y mayor competencia empresarial.

Los análisis y trabajos realizados para normar la conducta de las "instituciones sistémicamente importantes", junto al viejo principio todavía en uso de "muy grande para fallar", ejemplifican la necesidad de crear nuevas teorías en los campos de la administración y los negocios. Estas teorías deben vincularse a la evolución de los mercados y de las economías y a situaciones en que las empresas no enfrenten la ampliación de los mercados con procesos de desregulación que les faciliten sus transacciones, sino que realmente vivan experiencias que les demanden una funcionalidad radicalmente distinta de la que ya conocen y gestionan con éxito.

A la problemática del nuevo liderazgo de las organizaciones internacionales en materia de regulación y supervisión financiera, sumada a la debilidad teórica que ha conducido a la aplicación de teorías fenomenológicas y microrregulaciones, se han agregado las transformaciones requeridas por las empresas e instituciones para estimular el crecimiento de la productividad y de la producción de bienes y servicios de manera racional. En este proceso, los hallazgos y avances han sido progresivos, de tal suerte que algunas de las medidas instrumentadas en el corto plazo se han tenido que ir perfeccionando para su aplicación general, sin que con ello se hayan evitado problemas o se haya asegurado el logro de los objetivos deseados.

En el ámbito de la regulación financiera, los cambios obligados han tenido como eje los requerimientos de solvencia para la implementación de Basilea II, II.5 y III, con objeto de fortalecer la capacidad de resistencia de los bancos frente a los choques financieros y económicos junto a los pilares de disciplina de mercados y supervisión. En el transcurso de los últimos cinco años, tres aspectos han requerido de mayores ajustes: 1) asegurar los tiempos de instrumentación de los principios, 2) asegurar la consistencia con las regulaciones locales o domésticas y 3) asegurar la consistencia de los resultados, principalmente en cuanto al enfoque de activos ponderados por riesgos.

En estos aspectos, persisten ciertas preocupaciones sobre los efectos no deseados de la regulación. Entre otros, aquellos relacionados con la convertibilidad de ciertos instrumentos de capital, las diferencias en los sistemas de medición de riesgos entre los bancos matrices y sus subsidiarias y, en general, sobre los requerimientos de capital que pueden incrementar los costos operativos de los bancos globales localizados en economías emergentes.

Otros temas que han requerido análisis y cambios son los relacionados con las normas o estándares de liquidez. Se ha sugerido que los grupos encargados de proponer medidas evalúen tanto los requerimientos mínimos de liquidez necesarios en tiempos de "tranquilidad", como los que aplican para tiempos de mayor inestabilidad o, inclusive, en casos de crisis. El objetivo era tener el diseño en 2012 e iniciar la implementación del mismo en 2015.

Los ajustes por realizar deberán considerar, entre otros factores, las distintas características de las instituciones y, particularmente, la definición de activos líquidos de alta calidad, así como la calibración que se requiere para su cálculo, lo cual todavía no se refleja adecuadamente en las economías o mercados emergentes, y esto puede afectar el funcionamiento de las instituciones financieras en los contextos locales, así como su capacidad de préstamo u otorgamiento de créditos.

Otros aspectos se relacionan con las consecuencias no intencionales de las regulaciones que se imponen a las economías desarrolladas y/o que atienden la problemática de contextos regionales, como Europa. Entre las reformas propuestas que necesitan ajustes mayores se encuentran las vinculadas con la incidencia de estas medidas sobre el costo de capital para las empresas que pretenden tener acceso a fuentes crediticias sujetas a modificaciones permanentes en lo relativo a sus requerimientos de capital y liquidez. Esto también puede incidir en el monto disponible en mercados que demandan estímulos para reactivar sus actividades económicas o sus mercados laborales, lo cual puede tener efectos indeseables sobre los rendimientos esperados de las personas, de los clientes o de los inversionistas en los distintos mercados.

Ambos efectos, en las empresas y en los inversionistas, pueden provocar desventajas reales para las instituciones locales en comparación con las instituciones globales, y aun para estas últimas cuando se localizan en economías desarrolladas o emergentes con problemas y/o restricciones para reactivar la producción y el empleo.

Los efectos provienen de los costos operacionales que deben asumir las instituciones financieras para atender los requerimientos adicionales a los antes mencionados por las inversiones que deben realizar en sistemas de control interno y en tecnologías de información. A ello se agregan los costos inherentes a las modificaciones organizacionales indispensables para lograr una atención adecuada de las nuevas medidas de regulación y supervisión emanadas del G-20 y la FSB.

Un comentario relevante en el campo de la nueva regulación internacional es el relativo a las agencias calificadoras de riesgo y/o de valores, en las cuales prevalece una contradicción importante. Por un lado, la crisis inmobiliaria de Estados Unidos puso en evidencia que las agencias calificadoras han cometido serios errores que contribuyeron a la materialización de la crisis en ésa y otras economías y mercados. Los errores van desde los métodos y modelos utilizados en las valuaciones para la emisión de calificaciones hasta la materialización de conflictos de interés que han sido destacados en varios estudios académicos y por instituciones globales (Vilariño, *et al.*, 2010; Partnoy, 2009).

Debido a lo anterior, en el paquete de las primeras medidas sugeridas por el G-20 y la FSB se propuso incorporar exigencias más severas a estas calificadoras y reducir la importancia que habían adquirido en las regulaciones, así introducir nuevas medidas de riesgo provenientes de la operación propia de los mercados (FSB / G-20, USGovt).

Destaca la importancia que se les da a las calificadoras, principalmente con relación a las calificaciones de deuda soberana, ya que sus formas de medición han sido muy cuestionadas, tanto por los métodos utilizados como por la emisión de calificaciones no solicitadas que han derivado en un costo adicional para las economías de Grecia y España, por mencionar solo dos de una lista de países y mercados que puede ser amplia (Ugarte, 2012).

Esta contradicción en el tema de las calificadoras –ser cuestionadas y al mismo tiempo utilizadas– aún prevalece, e impacta negativamente a ciertas economías o modifica sus expectativas de negociación en la colocación de instrumentos en los mercados financieros internacionales. A esto se suma el conflicto de intereses, porque estas empresas otorgan calificaciones al mismo tiempo que actúan como proveedoras de servicios de consultoría para mejorar las condiciones de las emisoras.

5. Retos en el diseño de los nuevos marcos de regulación y supervisión

En los apartados anteriores se delinearon algunos de los orígenes y características de la regulación, atendiendo a los problemas y asuntos surgidos con la crisis financiera de 2007-2008. De la misma forma, y sin pretender cubrir todos los retos que enfrenta el nuevo proceso de diseño de la regulación a nivel internacional, es evidente que ésta necesita contemplar la solución de las carencias y la problemática planteadas de forma resumida en las páginas previas. Es necesario, como se ha señalado en algunos estudios, incorporar acciones dirigidas a lograr una mayor justicia social y respuestas solidarias (Stiglitz, 2010).

Por lo que respecta a las soluciones regulatorias, es indispensable tomar en cuenta el riesgo potencial de que se presenten efectos negativos e inesperados derivados de la aplicación de las medidas sugeridas y de la normatividad que las acompañe. Ello comprende, además de los principios que respaldan las nuevas medidas para el funcionamiento de los mercados financieros, los tiempos de ejecución, el nivel de instrumentación, su vinculación con el sector real de la economía y la implementación de medidas económicas para estimular el crecimiento de la economía mundial en congruencia con las economías locales.

En la medida en que la regulación minimice los riesgos de inestabilidad financiera en general, y que las medidas sean aplicadas indiscriminadamente en situaciones que a veces no corresponden a las características de los mercados en donde se aplican, se tiende a favorecer las actividades y empresas más rentables, marginando las actividades e instituciones que no tienen estas características, pero que pueden ser las de mayor importancia al interior de las economías receptoras de las medidas regulatorias (Hilferding, 1971).

Por lo tanto, el diseño de la nueva regulación internacional habrá de realizarse de tal manera que se reduzca el potencial discriminatorio de las actividades e instituciones que no tienen una perspectiva muy rentable en el corto plazo, pero que son sectores e instituciones fundamentales para el crecimiento económico de una región o país.

Una derivación natural de lo anterior es la administración de los plazos de implementación entre mercados, economías e instituciones, proceso que resulta importante por el tiempo previsto para poner en operación las medidas regulatorias y de supervisión orientadas a fortalecer las instituciones y reducir la inestabilidad financiera en entornos económicos diferentes.

Un ejemplo de la nueva regulación es la aplicación de los principios de Basilea III y el tiempo requerido para armonizar las acciones complementarias, entre ellas la adhesión de todos los países a las nuevas normas de coordinación entre autoridades para actuar sobre posibles causas de inestabilidad, como pueden ser los rápidos movimientos de entrada y salida de recursos financieros, o bien, los procesos de adquisición, fusión o liquidación en las instituciones consideradas sistémicamente importantes.

Resulta evidente que las diferencias entre la madurez de los mercados y las condiciones que prevalecen en las distintas regiones y economías del mundo hacen indispensable programar y/o planear la adopción de éstos y otros principios relacionados con la instrumentación al 100 por ciento de Basilea III. La aceptación del uso de modelos internos de valuación y medición de riesgos implica una posible modificación en el perfil, haciendo mayor énfasis en los otros dos pilares de Basilea: la disciplina de mercado y la supervisión.

En la instrumentación de los tres pilares, es claro que tendrán que replantearse los tiempos, de forma que puedan estar al mismo nivel las principales economías y mercados del mundo. En cuanto a los diagnósticos realizados por diversas instituciones y reflejados en los documentos de avances de implementación presentados por la FSB y el G-20, todavía es necesario afinar los mecanismos y, en algunos casos, acelerar la puesta en marcha de instrumentos jurídicos e institucionales.

En tanto que estos procesos requieren la creación de una nueva regulación orientada a fortalecer las redes de seguridad de los sistemas financieros a nivel local y mundial, es determinante la oportunidad con la que se realicen los cambios y los tiempos para poner en práctica los mecanismos de supervisión. Es el caso de la nueva regulación contable, que debe ser consistente con las nuevas normas de información financiera internacional y se constituye como base imprescindible para el registro adecuado y uniforme de las operaciones realizadas en los mercados financieros. Por lo que respecta a la cuantificación de los riesgos asumidos, es fundamental transmitir la información de manera oportuna a los distintos órganos de gobierno corporativo de las instituciones para su apropiada gestión (homologación).

Todavía no se ha tratado el desmantelamiento de las regulaciones relativas al funcionamiento de las calificadoras de valores, ni los nuevos requerimientos para que sean supervisadas por las autoridades. Aún no se resuelve la diferencia que existe entre ser simples empresas que opinen sobre la solvencia de las emisoras y ser agentes de la red de seguridad con derechos, obligaciones y, eventualmente, responsabilidades. No hay un criterio único sobre el papel que se espera que jueguen como complemento de los indicadores y señales de los propios mercados porque los alcances del perímetro regulatorio no han sido definidos.

Se espera que se implementen los cambios necesarios para que sea posible prever las situaciones generadas por otros agentes, como los fondos de cobertura (*hedge funds*), y por los procedimientos de innovación en los mercados, como la bursatilización y operación de productos derivados *Over the Counter* (OTC), que sean susceptibles de ser incorporados a los mercados regulados.

Finalmente, es necesario reducir los efectos de la nueva regulación en el costo del capital para las empresas y en los rendimientos para los inversionistas. Deben ser identificadas las soluciones idóneas para que, sin reducir los efectos deseados de una regulación sólida orientada a prever y resolver situaciones de inestabilidad en las operaciones de los mercados financieros, cumplan con el objetivo múltiple de facilitar el funcionamiento de los mismos, optimizar el costo del capital de las instituciones, promover la realización de nuevas operaciones e inversiones en los mercados y generar rendimientos para los inversionistas.

En términos de regulación y supervisión, la tarea plantea retos importantes. A ello se agrega la necesidad de que la regulación financiera sea compatible con los objetivos de reactivar la inversión y la producción a nivel mundial, regional y local, y que dé pertinencia y vigencia de largo plazo a las medidas o normas que se establezcan, manteniendo su flexibilidad para adecuarse a los avances de los mercados.

En el contexto de las teorías, cuyas explicaciones de la realidad suelen ser el sustento principal de las propuestas de estabilización, la evidencia de los últimos cinco años sugiere que es necesario profundizar en el estudio de los principios en los que se basan para comprender mejor los problemas que dieron lugar a la crisis financiera y económica reciente. Parcialmente, el conflicto inicial se plantea entre los principios que soportan los mecanismos creados con base en la eficiencia y procesos de autorregulación de los mercados, frente a la ausencia de correcciones a los problemas de inestabilidad y crisis.

Asimismo, existen también diferencias entre las formas de transmisión de la información para resolver los conflictos evidentes y la idea de estabilizar el funcionamiento de los mercados (concediendo mayores libertades al tiempo que se aplica una cascada de prescripciones —reglas— que suelen interferir en su comportamiento y que en muchas de las ocasiones solamente plantean soluciones subóptimas de corrección en el comportamiento de los precios) frente a los objetivos de maximización de los participantes, sean gobiernos, instituciones o inversionistas independientes.

Es crucial encontrar definiciones comprensibles por todos los participantes para medir adecuadamente, tanto de manera previsiva como correctiva, los impactos de las situaciones de inestabilidad y crisis.

El planteamiento de soluciones parciales –y en algunos casos altamente contradictorias– lleva a la necesidad de profundizar en la validez de algunos de los supuestos en los que se sustentan las teorías, hasta llegar a la definición de algunos conceptos frecuentemente utilizados en la literatura reciente, como **riesgo operacional** y **riesgo sistémico**, cuya cuantificación no ha sido sencilla, por lo que se cae en interpretaciones distintas cuando se adecuan de forma simplista a diferentes entornos.

Ante la ausencia de nuevos principios, las soluciones planteadas para explicar la realidad o los conceptos y definiciones soportadas por las teorías, han dado lugar a nuevas definiciones, todavía muy limitadas por la falta de comprensión de los fenómenos observables. De la ausencia de un análisis profundo –ya sea por el desprecio hacia las sugerencias académicas y la desvinculación con la mismas, o por el peso de los aspectos políticos en el diseño y ejecución de las medidas para resolver la crisis–, se ha llegado a respuestas que, si bien atacan con mayor rapidez los fenómenos observables, carecen de un sustento teórico para explicar la realidad con argumentos racionales y profundos.

Otra consecuencia ha sido la gran cantidad de propuestas regulatorias que se han generado y que contienen prescripciones aisladas del contexto donde se aplican. En parte, esta situación se ha dado por el origen, el procesamiento y las formas de transmisión de dicha información.

Un ejemplo destacado de lo anterior es la vinculación y congruencia que debe existir entre las políticas financieras y económicas, no solamente para la estabilidad, sino también para lograr la reactivación económica. Aunque este aspecto ha sido atendido parcialmente con la instrumentación de marcos y herramientas macroprudenciales que reducen la tendencia cíclica de ambas políticas y su retroalimentación negativa en la búsqueda de la reactivación, los trabajos todavía requieren mayor consistencia y congruencia para lograr el cometido de la estabilidad junto con el propósito de vincular el funcionamiento de los mercados financieros con otros a fin de estimular la inversión necesaria para la producción de bienes y servicios, así como para el equilibrio del mercado laboral.

Lo anterior implica –mientras se encuentran y desarrollan nuevos marcos teóricos en materia económica y financiera– mejorar y dar congruencia a las microrregulaciones, que además de ser parciales, no logran la integración con otros mercados y generan mayor incertidumbre por los horizontes de corto plazo que se manejan en los mercados donde se aplican. Durante estos cinco años ha sido evidente que el diseño y aplicación de medidas y políticas dirigidas a corregir las situaciones de inestabilidad financiera no han sido complementadas con medidas y políticas para fortalecer la actividad económica de los países. Es más, en muchos casos, tanto unas como otras han actuado en detrimento de la capacidad de reactivar la economía, deteriorando así la infraestructura productiva y social existente.

Para los propósitos de este capítulo, la conformación de una nueva arquitectura internacional, que se ha estado gestando con mayor velocidad desde la materialización de la crisis financiera ampliada a Gran Recesión, se refleja en la práctica con el liderazgo asumido por el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, así como por los nuevos roles asignados a otras instituciones reguladoras y supervisoras del comportamiento financiero y económico mundial: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Internacional de Pagos y otras organizaciones, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y las diferentes ramas de la Organización de las Naciones Unidas.

Las nuevas formas de funcionamiento de esta arquitectura mundial no solo han redefinido el papel de las instituciones –en algunos casos han sustituido los foros de discusión, considerados como vehículos de expresión de las economías nacionales–, sino que se han convertido en verdaderos órganos de diseño y decisión de los nuevos esquemas de regulación y supervisión de los mercados y las instituciones financieras. Asimismo, han establecido las reglas para la cooperación entre las autoridades de los diferentes gobiernos. También han determinado los términos de operación de los mercados y las instituciones al interior de cada país y han ampliado las decisiones financieras al ámbito del diseño y la ejecución de políticas económicas.

El efecto inmediato de la concentración del liderazgo y de la toma de decisiones en las instituciones que son líderes mundiales en materia económica y financiera, ha sido la reducción de la libertad de los países en el diseño y la ejecución de medidas y políticas económicas. Esto es con el objetivo de que puedan enfrentar en el corto plazo los problemas haciendo compatible la atención de sus necesidades internas con la necesidad mundial de recuperar la estabilidad financiera y económica.

6. Las perspectivas de la regulación frente a la inestabilidad financiera

Durante los últimos cinco años, el análisis y diseño de la regulación financiera internacional se ha fundamentado en reducir la inestabilidad financiera que ha caracterizado al funcionamiento de los mercados mundiales. Alrededor de este propósito se han generado grupos de discusión y trabajo para encontrar soluciones que permitan la recuperación del crecimiento económico mundial atendiendo la problemática revelada con mayor énfasis desde 2008.

Aunque es imposible negar los avances logrados en el primer propósito –y que algunas de las medidas propuestas, que en algunos casos ya se encuentran en proceso de instrumentación, permanecerán en las próximas décadas como los objetivos más importantes en la gestión nacional de los problemas inherentes al funcionamiento de los mercados–, es evidente que continúan muchos de los problemas relacionados con el origen de la crisis y con la desvinculación de dichas medidas de otras indispensables para recuperar la estabilidad de los mercados de trabajo, así como de la producción de bienes y servicios.

Uno de los asuntos que requerirá más tiempo es la reactivación de la economía mundial sobre bases sanas y equilibradas. Para ello, es necesario consolidar los cambios en los nuevos liderazgos asumidos por las autoridades mundiales. Tienen que ser definidos los papeles que debe jugar cada uno de los participantes en la nueva arquitectura financiera internacional, ya que deben asumir su responsabilidad ante las sociedades donde se apliquen las medidas sugeridas.

Un aspecto fundamental, que parece claro en el diseño de la nueva regulación financiera mundial, se sustenta en nuevas formas de interpretación teórica de los asuntos económicos, incorporando y ampliando la concepción del funcionamiento de los mercados hacia otras teorías no convencionales y a las herramientas analíticas e instrumentales que utilizan. La necesidad de una profundización teórica y la formación de nuevas bases para la aplicación de principios que soporten el análisis económico y financiero determinarán las nuevas formas de regulación para resolver las situaciones de inestabilidad inherentes al comportamiento de los mercados.

La realidad de los últimos cinco años ha demostrado la necesidad de contar con un nuevo instrumental analítico –independiente del análisis teórico convencional– para hacer converger los objetivos de estabilidad del sector financiero con los objetivos de estabilidad y reactivación del sector real de la economía mundial. Como se ha señalado, ello no solamente alcanza a las teorías financieras y económicas, sino que contempla también nuevos desarrollos teóricos en el ámbito de las organizaciones y la administración de empresas.

En todos los casos es indispensable hacer un análisis profundo de la validez de los marcos teóricos existentes para mejorar los procesos de regulación y supervisión a nivel mundial, estimulando al mismo tiempo la competitividad de las empresas y la formación de organizaciones eficientes. Es la mejor forma de atender de manera integral la problemática observada.

Finalmente, es claro que habrá de preverse la necesidad de incrementar los grados de libertad de los países en el diseño de sus políticas públicas en congruencia con sus necesidades económicas internas. Solo así será posible minimizar los efectos negativos inesperados de la nueva regulación y estimular el crecimiento del sector real de sus respectivas economías.

7. Anexos

Recomendaciones del G-20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)
Primera revisión general (septiembre de 2011)

I. Construir capital de alta calidad y mitigar el carácter cíclico de las medidas y políticas

1. Adoptar Basilea II.
2. Revisar el libro de operaciones (*trading book*).
3. Fortalecer el capital bancario para apoyar los préstamos.
4. Fortalecer el Pilar 2 de Basilea II (realizar pruebas de tensión con distintos escenarios).
5. Complementar las medidas de medición de riesgos no contemplados en el balance.
6. Desarrollar reglas internacionales para mejorar la cantidad y calidad del capital bancario.
7. Monitorear la implementación que hagan los bancos de las guías actualizadas.
8. Desarrollar marcos para requerimientos de liquidez.
9. Fortalecer la supervisión de los bancos en los mercados de divisas.
10. Consolidar los marcos regulatorios y de capital para entidades no bancarias.

II. Fortalecimiento de las normas contables

1. Aplicar de manera consistente las normas contables de alta calidad.
2. Usar la valuación de reservas o ajustes por parte de los supervisores y de quienes establecen las normas contables.
3. Amortiguar las dinámicas asociadas con las normas contables de valor justo.
4. Normar la difusión de información sobre productos bursatilizados.

III. Reforma de las prácticas de compensación en apoyo a la estabilidad financiera

1. Establecer los principios de compensación definidos por la FSB/FSF.
2. Revisar las políticas de compensación de las instituciones. Esta responsabilidad corresponde a los supervisores.

IV. Mejora de los mercados de productos derivados "sobre el mostrador" (OTC)

1. Desarrollar un plan de acción sobre la estandarización de los mercados de Certificados de Incumplimiento Crediticio (CDS).
2. Negociar en bolsas, o mercados regulados, todos los productos derivados estandarizados del OTC.

V. Atender las liquidaciones transfronterizas y a las Instituciones Sistémicamente Importantes (ISI)

1. Regular y supervisar de manera consistente y consolidada las ISI.
2. Desarrollar marcos y herramientas efectivas para las liquidaciones de grupos financieros. El propósito es ayudar a mitigar las fallas de las instituciones financieras y reducir el daño moral que provocan las quiebras.

VI. Fortalecimiento de la adhesión a normas internacionales de regulación y de supervisión

1. Adherirse a las normas prudenciales de regulación y supervisión.
2. Revisar periódicamente la asunción e implementación de las normas internacionales.
3. Adoptar los Programas de Evaluación del Sector Financiero.
4. Poner en marcha estrategias adicionales para revisar el cumplimiento de las guías de implementación de adhesión a las reglas internacionales.

VII. Otros temas

Desarrollo de marcos y herramientas macroprudenciales realineando y asegurando un balance adecuado entre la supervisión macroprudencial y la microprudencial

1. Asegurar que los reguladores nacionales cuenten con poderes suficientes para tener acceso a la información relevante.
2. Revisar los límites –perímetros – de los marcos regulatorios.
3. Usar herramientas macroprudenciales.
4. Monitorear los cambios de los precios de los activos financieros.
5. Aumentar los recursos con experiencia para analizar los riesgos de la innovación financiera.
6. Estrechar la comunicación de los supervisores con los consejos de administración y los directivos de las instituciones.
7. Mejorar la cooperación entre los supervisores y los bancos centrales.

Fondos de Cobertura (*Hedge Funds*)

8. Registrar todos los fondos de cobertura (HF).
9. Supervisar los fondos transfronterizos.
10. Administrar los riesgos de contraparte asociados a la operación de los HF.
11. Establecer lineamientos para la administración de exposiciones de contrapartes apalancadas.

Agencias calificadoras de valores

12. Registrar todas las empresas calificadoras de valores.
13. Regular y hacer cumplir prácticas y procedimientos para las calificadoras de valores (conflictos de interés, transparencia, calidad de los métodos utilizados).
14. Establecer soluciones de cumplimiento globalmente compatibles.
15. Revisar los papeles asignados a las empresas calificadoras de valores en las regulaciones y las normas de supervisión.

Colegios de Supervisores

16. Establecer colegios de supervisores para operaciones transfronterizas significativas de las instituciones.
17. Coordinar el intercambio de información y supervisión así como el desarrollo de mejores prácticas al nivel nacional e internacional.

Administración de crisis

18. Instrumentar los principios del Financial Stability Forum (FSF) para administrar las crisis transfronterizas.
19. Desarrollar planes de contingencia y de liquidación para las ISI y establecer grupos de administración de crisis.
20. Implementar las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) sobre liquidaciones/resoluciones bancarias transfronterizas.
21. Revisar los acuerdos del Seguro de Depósito tomando como base las mejores prácticas internacionales.

Administración de riesgos

22. Desarrollar lineamientos para las prácticas de administración de riesgos de las instituciones bancarias.
23. Desarrollar pruebas de tensión o de *estrés* que sean robustas y transparentes.
24. Realizar esfuerzos para atender activos deteriorados y levantar capital adicional.
25. Implementar las medidas de IOSCO/BCBS para la bursatilización de activos.
26. Mejorar la administración de riesgos sobre activos bursatilizados.
27. Retener una parte de los riesgos de los activos subyacentes. Esto corresponde a los patrocinadores y creadores del activo bursatilizado.
28. Fortalecer la revelación de riesgos por parte de las instituciones financieras.
29. Fortalecer los requerimientos de supervisión o mejores prácticas para inversiones en productos estructurados.

Otros

30. Desarrollar estrategias de salida coordinadas y cooperativas.

Origen de las recomendaciones de los cuadros anteriores: Leaders' Statement at the Pittsburgh Summit (25 de septiembre de 2009); The London Summit Declaration on Strengthening the Financial System (2 de abril de 2009); The G-20 Toronto Summit Declaration (26 y 27 de junio de 2010); The Washington Summit Action Plan to Implement Principles for Reform (15 de noviembre de 2008); The FSB Report on Enhancing Market and Institutional Resilience (7 de abril de 2008); The FSB Report on Addressing Procyclicality in the Financial System (2 de abril de 2009) y The FSB Report on Improving Financial Regulation (25 de septiembre de 2009).

Referencias bibliográficas

Akerlof, George A. y Robert J. Shiller, *Animal spirits, how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, Estados Unidos, 2009.

Basel Committee on Banking Supervision, *The transmission channels between the financial and the real sectors: a critical survey of the literature*, Bank for International Settlements, Basilea, Suiza, 2011.

Black, William, *Accounting "control fraud" remains a "sure thing", y Financial derivatives and the global financial crisis*, UMKC-FE-UNAM, México, D.F., México, 2012.

Carney, Mark, *The evolution of the international monetary system*, Remarks by the Governor of the Bank of Canada to the Foreign Policy Association, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2009.

Cassidy, John, *How markets fail, the logic of economic calamities*, Farrar, Straus and Giroux, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2009.

Correa Eugenia, Alicia Girón e Ifigenia Martínez (coordinadoras) *Globalidad y reforma al sistema monetario internacional*, UNAM-UAM-I-M.A. Porrúa, México, 1999.

Correa Eugenia, *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), México, 1992.

Correa Eugenia, "Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993", *Revista de Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext), México, 1994.

- "La política monetaria estadounidense y los mercados emergentes en América Latina", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 1995.
- "Inversión de cartera y sector externo de la economía mexicana", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 1996.
- *Crisis y desregulación financiera*, Ed. Siglo XXI, México, 1998.
- "Conglomerados y reforma financiera", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 2000ª.
- "Inversionistas institucionales en un mercado financiero global", en Guadalupe Mantey y Noemí Orlik (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria. Experiencia en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán, México, 2000b.

Davidson, Paul, *The Keynes solution, the path to global economic prosperity*, Palgrave MacMillan, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2009.

Drucker, Peter F., *A functioning society*, Nuevo Brunswick, Transaction Publishers, Nueva York y Londres, 2002.

Drucker, Peter F., *Managing in the next society*, Truman and Talley Books/St Martin Press, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2002.

Fetter W., Frank, "The politics of the Bullion Report", *Economica new series*, Vol. 26, núm. 102, Estados Unidos, 1959.

Financial Stability Board, *A coordination framework for monitoring the implementation of agreed G-20/FSB financial reforms*, Basilea, Suiza, 2011

- *Financial regulatory reforms –Progress and Next Steps*, Report to G-20 leaders, junio de 2012.
- *Improving financial regulation*, Report of the FSB to G-20 leaders, septiembre de 2009.
- *Monitoring progress on the global regulatory reform agenda*, septiembre de 2011.
- *Overview of progress in implementing the London Summit recommendations for strengthening financial stability*, Report of the Financial Stability Board to G-20 leaders, septiembre de 2009.
- *Progress and issues on the global regulatory reform agenda*, Report to G-20 leaders, junio de 2010.
- *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 leaders, noviembre de 2010.
- *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 leaders, octubre de 2011.
- *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 Finance ministers and Central Bank governors, octubre de 2012.
- *Progress on the global regulatory reform agenda*, Report to G-20 ministers and governors, abril de 2010.

Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, Basilea, Suiza, 2009.

International Monetary Fund y Bank for International Settlements, *Macroprudential policy tools and frameworks*, Update to G-20 Finance ministers and Central Bank governors, Basilea, Suiza, 2011.

Fisher, Richard, *Essays on financial regulation, remarks before the 19th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies*, Federal Reserve Bank of Dallas, Nueva York, N.Y., 2010.

G2012 México, *Policy commitments by G-20 members*, Los Cabos, México, junio de 2012.

Girón, Alicia y Correa, Eugenia (compiladoras) *Crisis bancaria y cartera vencida*, UNAM-UAM-Ed. La Jornada, México, 1997.

Girón, Alicia y Correa, Eugenia (coordinadoras) *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, UNAM-El Caballito, México, 1998.

Girón, Alicia y Levy Orlik, Noemí, *El sector financiero mexicano (1990-2000): de la desregulación y globalización a la fragilidad financiera*, UNAM, México, 2001.

Girón, Alicia; Correa, Eugenia y Ortiz, Edgar (compiladores), *Más allá del TLC, integración financiera y desarrollo*, Siglo XXI, México, 1995.

Girón, Alicia, *Cincuenta años de deuda externa*, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), México, 1991.

- "La banca comercial de México frente al TLC", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 1994.
- *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin, Argentina, Brasil y México*, Cambio 21 Editor, UNAM, México 1995ª.
- "Nuevas modalidades de financiamiento y riesgo financiero", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), 1995b.
- "Mutaciones financieras y crisis bancarias en el sudeste asiático", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 1999.
- "Schumpeter: aportaciones y pensamiento económico", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), 2000.

Harold, James, *The creation and destruction of value, the globalization Cycle*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, Estados Unidos, 2009.

Hilferding, Rudolph, *El capital financiero*, Instituto Cubano del Libro, La Habana, Cuba, 1971.

Huerta González, Arturo, *La crisis en EUA y México, la dificultad de su salida*, UNAM, FE y DGPyFE, Ciudad Universitaria, México, D.F., México, 2010.

Kaminsky, Graciela L., Richard Lyons y Sergio Schmukler, *Managers, investors and crisis: mutual funds strategies in emerging markets*, World Bank Working Paper 2399, Washington, D.C., Estados Unidos, 1999.

Kaminsky, Graciela L., Saul Lizondo y Carmen M. Reinhart, *Leading indicators of currency crisis*, IMF Working Paper, núm. 97/130, Washington, D.C., Estados Unidos, 1997.

Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart, "Financial crisis in Asia and Latin America: then and now", *American Economic Review*, Estados Unidos, 1998.

Kaminsky, Graciela y Carmen M. Reinhart, *The twin crisis: the causes of banking and balance of payments problems*, International Finance Discussion Papers, núm. 544, U.S. Federal Reserve, Washington, D.C., Estados Unidos, 1996.

Kaminsky, Graciela L., *Currency and banking crisis: the early warning of distress*, International Finance Discussion Papers, núm. 629, U.S. Federal Reserve, Washington, D.C., Estados Unidos, 1998.

Krugman, Paul, *The return to depression economics, and the crisis of 2008*, W.W. Norton & Company, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2009.

» *2012 ¡Detengamos esta crisis ya!*, Editorial Crítica, Madrid, España, 2012.

Levy Orlik Noemí, Kalecki: "Inversión, inestabilidad financiera y crisis", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 2000.

Mantey de Anguiano, Guadalupe, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, FE-CCH-UNAM, México, 1989.

» *Lecciones de economía monetaria*, UACPyP-CCH-UNAM, México, 1994.

» "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva", en *Problemas del desarrollo*, UNAM, México, 1996.

» *Inestabilidad financiera mundial y conflictos de política en países industrializados*, IIE-UNAM, México, 1998.

» "Experiencias de las crisis mexicana y tailandesa en los noventa", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 1999.

» "El euro y la expansión territorial de los conglomerados", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 2000ª.

» "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX", *Revista de Comercio Exterior* (Bancomext), México, 2000b.

Ocampo, José Antonio, *Time for a visible hand: lessons from the 2008 World Financial Crisis*, en Stephanie Griffith Jones y Joseph Stiglitz (eds), Londres, 2010.

Partnoy, Frank, *Overdependence on credit rating agencies was a primary cause of the crisis*, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM), Working Papers, Estados Unidos, 2009.

Porter, Michael y M. Kramer, *Creating shared value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, HBR, Cambridge, Massachusetts, Estados Unidos, 2011.

Reinharth, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff, *This time is different, eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, Estados Unidos, 2009.

Rodrik, Dani, *The globalization paradox, democracy and the future of the world economy*, W.W. Norton & Company, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2011.

Skidelsky, Robert, *Keynes the return of the master*, Public Affairs, Estados Unidos, 2009.

Smith, Adam, *Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones*, Fondo de Cultura Económica, México, 1958.

Stern, Gary S., y Ron J. Feldman, *Too big to fail, the hazards of bank bailouts*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., Estados Unidos, 2004 (2009 first paperback edition).

Stiglitz, Joseph E., *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, W.W. Norton & Company, Nueva York, N.Y, Estados Unidos, 2010.

» *The Stiglitz Report, et al. reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, The New Press, Nueva York, NY, Estados Unidos, 2010.

» *The price of inequality: how today's divided society endangers our future*, W.W. Norton & Company. Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2012.

The Online Library of Liberty, *"Notes on the Bullion Report and evidence 1810"*, http://oll.libertyfund.org/?option=com_staticXT&staticfile=show.php%3Ftitle, recuperado en septiembre de 2012.

Ugarte Chávez, Juan Manuel, *"Propuesta de un modelo para medir las probabilidades de ocurrencia de situaciones de inestabilidad financiera"*, México, D.F., México, 2004.

» "Regulación a las calificadoras, condición para la estabilidad financiera", *Segundo Coloquio Internacional "Opciones frente a la crisis global para un desarrollo sustentable"*, UAM, IIE, FE-UNAM, México, D.F., México, 2012.

U.S. Government Printing Office, *"Public Law 111 - 203 - Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act"*, Washington, DC, Estados Unidos, 2010.

Vidal Gregorio, Arturo Guillén y José Deniz, *Desarrollo y transformación, opciones para América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F., México, 2010.

Vilariño Sánz, Ángel, Nuria Alonso Gallo y David Trillo Pozo, *Rating agencies mistakes and Basel Committee banking regulation proposal*, JEL, F33, G28, M48, España, 2010.

Capítulo 15

Las Macro Tendencias Globales, la Consolidación de los Países Emergentes como los Nuevos Motores del Crecimiento Global, el Matiz Geopolítico y el Balance de Poder Global

Luis Fernando García Peña
Chief Executive Officer
Orange Investments
Senior Partner
Legacy Wealth Corporation

"Solo con libre comercio hay crecimiento económico,
salarios crecientes y protección de la naturaleza.
Cualquier crítica en contra del libre comercio
equivale a una fobia, a una globalifobia"
Ernesto Zedillo (1 de febrero de 2000)

Introducción

Uno de los legados de la Crisis Financiera de 2008 es el cuestionamiento del modelo capitalista actual. La riqueza acumulada en el planeta asciende a cerca de 195 trillones de dólares, pero solo el 19% de la población mundial posee el 66% de dicha riqueza.

Este fenómeno ha sido bautizado como "La Gran Divergencia" por Huntington (1996), quien explica el origen de las fortunas oligárquicas, las cuales son motivo de cuestionamientos recurrentes por parte de las sociedades de los países que aún no perciben los beneficios de una mayor equidad económica como resultado de su incorporación a la globalización. Son los casos de Rusia, las naciones del sudeste asiático y buena parte de China.

La globalización lleva implícita una gran diversidad de aspectos: el intercambio de ideas y conocimientos; la incorporación y apertura de las economías nacionales a la economía internacional mediante el intercambio comercial, la inversión extranjera, los desplazamientos de personas de una región a otra, el intercambio cultural y tecnológico, así como el activismo ambiental, entre otros.

La historia reciente ha demostrado que la globalización tiene el potencial de generar enormes beneficios, tanto para los países emergentes como para los desarrollados. Sin embargo, hay quienes consideran que el modelo debe ser replanteado porque sus alcances se han quedado rezagados con respecto a las expectativas.

El problema no es la globalización, sino la manera en que ha sido administrada, primordialmente por las grandes naciones industrializadas y por los intereses creados en los centros del poder económico y político.

En el Foro Económico Mundial, que se celebra anualmente en Davos, Suiza, se ha cuestionado si la globalización está generando los resultados prometidos –sobre todo en las naciones más pobres– y si ha permitido enfrentar con éxito el desafío de distribuir equitativamente la riqueza.

En un documento publicado en 2004, la Comisión Mundial sobre las Dimensiones Sociales de la Globalización, entidad creada en 2001 por la Organización Mundial del Trabajo, refería:

"El actual proceso de la globalización está generando desequilibrios, tanto entre países como dentro de los países. Ciertamente se ha creado riqueza, pero un gran número de países y personas siguen al margen de sus beneficios. Más aún, su opi-

nión no ha sido considerada a lo largo del proceso. Vista a través de los ojos de la vasta mayoría de mujeres y hombres, la globalización no les ha permitido tener acceso a sus más legítimas y básicas aspiraciones para la obtención de un trabajo digno y un mejor futuro para sus hijos…".

En este contexto, y quizás como consecuencia del mismo, la perspectiva de un mundo multipolar es formidable. Nada parecido ha ocurrido en la historia reciente. La analogía más cercana nos lleva al siglo XIX, con el balance de poder entre las grandes naciones-estado como reflejo de un profundo orden "Eurocéntrico".

Un nuevo acuerdo multipolar está en proceso, y su alcance será inminentemente global. Dará lugar a un nuevo vínculo entre Estados Unidos y Rusia, e incluso con las crecientes potencias del Este. No nos referimos solo a India y China, sino también a naciones como Irán, que podrían emerger como anclas en este proceso. Brasil será un jugador relevante y México tendrá una nueva oportunidad para incorporarse a la lista de países con voz y voto.

El mundo multipolar del siglo XXI puede pasar a la historia como la oportunidad de empoderar a extensas regiones del planeta que durante siglos han sido excluidas por Occidente debido a su incapacidad para organizarse.

En este mapa geopolítico, perderán significado las categorías "Norte y Sur", "Este y Oeste". Estamos atestiguando una nueva era de realismo y, posiblemente, de hegemonías regionales, contexto en el que las democracias coincidentes –Estados Unidos e India, por ejemplo– pueden unir esfuerzos para contrarrestar el poder de países no democráticos como China. Un entorno geopolítico más competitivo forzará a Washington a actuar con mayor sensibilidad e inteligencia diplomática, haciendo un análisis más riguroso de los costos y beneficios de su política exterior.

México tiene, una vez más, la oportunidad de incorporarse como agente activo en esta transformación global. La agenda y el diagnóstico han sido identificados. El siguiente paso es alinear la visión sobre las políticas públicas requeridas, los poderosos oligopolios y el impacto de ambos factores en el tejido social. El reloj sigue su curso, y México ya no debe perder tiempo.

"La sensación de distancia depende menos
del espacio que del tiempo".
W. Somerset Maugham.

1. "La gran convergencia"

En los últimos 30 años, hemos atestiguado cambios más drásticos que los acontecidos a lo largo de tres siglos. En su libro *La gran convergencia*, Mahbubani (2013) plantea una de las mejores explicaciones al respecto.

Las formidables fuerzas surgidas de la globalización están dando lugar a una nueva civilización global. Como señalamos en la introducción, términos como "Norte y Sur" o "desarrollados y en desarrollo", que han sido utilizados como etiquetas de *estatus* económico, actualmente no tienen relevancia.

En una columna publicada el 4 de enero de 2011 en el *Financial Times*, Wolf (2011) señaló que la historia económica de nuestro tiempo se caracteriza por "ingresos convergentes y crecimiento divergente".

Durante el siglo XIX y principios del XX, la población de Europa Occidental y de sus colonias más productivas gozaba de una abundancia económica que contrastaba con la situación del resto de la humanidad. Este fenómeno se encuentra ahora en franca reversión, lo cual es inevitable y, al mismo tiempo, deseable.

"La gran convergencia" explica la rapidez con la que cambian los estándares de vida en la población mundial. Nunca se había reducido tanto la pobreza extrema ni se había logrado la transición de tantas personas y familias pobres a la clase media. Cosas tan simples como tener electricidad en la casa, disfrutar de un baño con agua corriente, tener un celular o una televisión, ya son accesibles para miles de millones de personas. Pero hace no muchos años parecían inalcanzables.

Actualmente, 500 millones de asiáticos forman parte de la clase media. Hacia 2020 se estima que serán 1,750 millones de personas, lo que equivale a un incremento de 3.5 veces en ocho años.

Un reporte de la consultoría McKinsey refiere que durante siglos, menos del 1% de la población mundial contaba con ingresos suficientes para gastar en algo más que los bienes indispensables para satisfacer sus necesidades básicas. En 1990, cerca de 1,000 millones de personas, de un total de 5,000 millones que conformaban la población mundial, recibían un ingreso superior a 10 dólares diarios, lo que les permitía comprar un refrigerador o un televisor. La gran mayoría de esos consumidores estaban en Norteamérica, Europa Occidental y Japón.

Kishore Mahbubani estima que para el año 2025, alrededor de 4,200 millones de personas –de una población global estimada en 7,900 millones de individuos– podrían gozar de cierta holgura económica. Esto implica que por primera vez en la

historia de la humanidad, el segmento de la clase media podría ser más grande que el de quienes viven en situación de pobreza. El mundo jamás ha visto nada parecido.

Pero las condiciones humanas no solo mejoran en el aspecto material. Mahbubani (2013) explica que, durante milenios, la paz no ha sido perdurable. No obstante, hoy vivimos un momento de relativa paz mundial. La cantidad de personas que fallecen debido a guerras es la más baja desde que se tiene registro. Aun con cierta tensión geopolítica en algunas regiones, el mundo converge hacia la paz.

El concepto de nación-estado se inventó en 1648 con el Tratado de Westphalia, y ha sido razonablemente útil como un referente de organización, lo que permite superar las antiguas divisiones entre tribus o sectas, clanes y clases. Sin embargo, necesita ser replanteado en función de la realidad social actual.

Nuevamente, Mahbubani (2013) plantea una interesante analogía para explicar este fenómeno. Antes de la era de la globalización, cuando la humanidad vivía discretamente en más de 100 países, cada uno de ellos era como un barco que formaba parte de una flotilla. Lo que el mundo necesitaba era un conjunto de reglas para procurar que ninguno de estos barcos chocara y, al mismo tiempo, facilitar la cooperación entre ellos en alta mar.

Éste fue el objetivo de las reglas establecidas después de 1945 con la fundación del Banco Mundial, la Organización de las Naciones Unidas y el Fondo Monetario Internacional, que a pesar de tener fallas, sentaron las bases para establecer un orden global que duró más de 50 años.

Hoy las circunstancias son otras. Los 7,000 millones de personas que habitamos el mundo vivimos en 193 cabinas dentro del mismo barco, lo cual representa un desafío. Este barco tiene 193 capitanes y tripulaciones, cada uno reclamando responsabilidad exclusiva, pero no hay un capitán, con una tripulación específica, que esté a cargo del barco. Ninguno de nosotros zarparía hacia un océano con constantes corrientes de cambio y fuertes tormentas sin un capitán experimentado y una tripulación capaz. No obstante, las políticas establecidas por la comunidad global parecen proponer exactamente eso: navegar en las aguas inciertas del siglo XXI sin un capitán Mahbubani (2013).

Para confirmar la validez de esta metáfora, basta tener en mente las graves consecuencias que trajo consigo el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La tormenta se convirtió en una tempestad que en unos cuantos meses impactó a la economía mundial. Y ante la ausencia de un capitán capaz de controlar el barco, los países miembros del G-20 asumieron el mando. En su reunión del 2 de abril de 2009, en Londres, sus representantes tenían claro que el barco podría hundirse, por eso era urgente hacer un esfuerzo conjunto para evitar el colapso de la economía global. Esto detonó acciones de inyección de liquidez que permitieron articular estrategias posteriores de contención. De alguna manera, el G-20 funcionó como un gobierno global, concepto que parece muy lejano a pesar de que la realidad ha demostrado que tendrán que crearse mecanismos de gestión gubernamental holística.

Si se observa el caso de la Unión Europea, uno de los mayores logros de la integración es que el continente donde se originaron las dos confrontaciones bélicas más desastrosas de la historia hoy se encuentra en una "perspectiva cero de guerra", incluso considerando las dificultades que provocan las diferencias económicas entre sus miembros.

Es importante señalar que la rivalidad europea no terminó con el nacimiento de la Unión, ni ha dejado de existir. Para muestra, solo hay que recordar que en 1990, cuando se fracturó Yugoslavia, Alemania apoyaba a Eslovenia y Croacia, mientras que Inglaterra y Francia simpatizaban con Serbia. Otro ejemplo es la tormenta económica que desató la crisis de los tigres asiáticos en 1997-1998, cuando los mercados se desplomaron, principalmente en el sudeste asiático, y nuevos episodios de ansiedad e incertidumbre abrumaron a los inversionistas globales. A pesar del miedo, la sólida estructura de las economías de Occidente permitió superar el episodio.

La formidable recuperación asiática no debe ser motivo de preocupación para Occidente. El 88% de la población que vive fuera de Occidente ha entendido la importancia de cooperar con el 12% restante. De hecho, la nueva clase media que ha surgido alrededor del mundo comparte muchos de los valores y aspiraciones de las clases medias occidentales. Y si bien Occidente no perderá poder, tendrá que aprender a compartirlo.

Miles de mentes brillantes de Latinoamérica, Asia y África han tenido acceso a universidades occidentales o a modelos educativos que aplican sistemas similares. Consecuentemente, su percepción de los factores aspiracionales que definen a una "buena sociedad" está cada vez más alineada a la de Occidente, tanto social y como culturalmente.

Uno de los desafíos geopolíticos que tiene que enfrentar el mundo es el fortalecimiento de las instituciones de gobernanza global, algo que se antoja complejo debido al reacomodo del poder global y a la rivalidad que se ha exacerbado en algunas regiones.

La reinvención de un orden institucional global acorde con la evolución del ecosistema político, económico y social será una de las tareas de la siguiente generación.

"La claridad es una acertada distribución de luz y sombra"
Goethe

2. "La rebelión de Atlas"

Hace 30 años, en su discurso de toma de posesión, el presidente Ronald Reagan dijo: "El gobierno no es la solución de nuestros problemas; el gobierno es el problema...".[1]

Este mensaje detonó un proceso de tres décadas de desregulación en la economía más grande del planeta. Fue sustentado por mentes brillantes como Alan Greenspan y Ayn Rand, quienes defendían con fervor e ideas el postulado de que los mercados pueden corregir los desequilibrios sin la intervención de la burocracia y sin regulaciones excesivas.

Pero la realidad ha demostrado que, lejos de flexibilizar los mercados, la desregulación excesiva fue uno de los motores que dio origen a la Crisis Financiera de 2008.

Rand (1957) plantea que el individualismo racional es una virtud. Que el capitalismo es el único sistema moral formado por individuos que actúan en función de sus propios intereses. Y explica que la productividad es la actividad más noble y feliz, el fin último. Rand sostiene que los empresarios son buenos, mientras que los burócratas y el gobierno no lo son. No hay punto medio. Su novela, *Atlas shrugged*, cuenta la historia de la gradual desaparición de los emprendedores en un país donde los burócratas imponen cada vez más reglas y regulaciones para dificultarles su éxito y confiscar su riqueza. Uno por uno, los capitanes de las industrias del cobre, el acero y el petróleo renuncian, abandonan los negocios y se rehúsan a trabajar para beneficiar a alguien más.

El libro ha sido leído por más de 7 millones de personas, algunas de las cuales lo catalogan como "una historia que les ha cambiado la vida". Uno de sus fundamentos es su filosofía del objetivismo: la idea de que la realidad es objetiva.

Este antecedente nos permite entender que uno de los desafíos del presidente Barack Obama y de los líderes de la Eurozona es encontrar un balance entre la libertad de gestión en los negocios –principalmente el financiero–, el control y seguimiento de los riesgos, y las reglas de operación de instituciones y gobiernos, sobre todo porque tienen que actuar en una economía desregulada, con enormes huecos en la supervisión y la rendición de cuentas, como lo ha evidenciado la Crisis Financiera en Estados Unidos y la Crisis de Deuda en Grecia, Irlanda, España, Italia y Chipre.

Se trata de encontrar el punto de equilibrio entre la libertad capitalista y la "mano invisible" en los mercados, y una injerencia gubernamental pragmática y moderada que procure el bienestar y evite las crisis sistémicas.

[1] Ronald Reagan, Discurso Inaugural, Washington D.C., 1981. http://www.youtube.com/watch?v=w6s6mhoCSjg

Una de las profundas diferencias que existen entre la Casa Blanca y los representantes republicanos en el Congreso es, precisamente, la visión sobre la creciente injerencia del gobierno en negocios que han mostrado su irresponsabilidad de gestión, pero que están en manos de poderosos intereses económicos que se oponen a la necesidad de implementar nuevas reglas con nuevos protagonistas. La Unión Europea y la Eurozona no son la excepción, y hoy enfrentan el reto de reinventarse.

Para mantener la confianza del resto del mundo, especialmente después de haber sido el origen de una de las mayores crisis financieras en la historia reciente, Estados Unidos y la Unión Europea deberán enviar un mensaje de credibilidad política, más que de solvencia.

"Quien piensa en grande tiene que considerar la posibilidad de equivocarse en grande".
Martin Heidegger

3. "El Cisne Negro"

La teoría del "Cisne Negro" es una metáfora que describe la ocurrencia sorpresiva de un evento y su profundo impacto en la sociedad, en los negocios o en nuestra manera de pensar o vivir. Taleb (2007) analiza el efecto de estos cambios en los mercados financieros, el surgimiento de Internet, la disolución de la Unión Soviética y los ataques del 11 de septiembre de 2001 como "cisnes negros".

Con esta idea en mente, identificamos dos "cisnes negros" que han marcado la primera década del siglo XXI: la reacción de Estados Unidos a los ataques del 11 de septiembre en Nueva York y Washington, y el pánico financiero desatado en 2008.

La Crisis Financiera tiene los atributos que definen a un "cisne negro". Según Taleb: 1) son eventos que se caracterizan por su rareza; 2) tienen un impacto extremo y 3) en retrospectiva, son predecibles.

Pero resulta absurdo comparar el daño causado por la crisis de 2008 con los efectos negativos de la Gran Depresión. En esta última, el PIB estadounidense tuvo un desplome de casi 50%. En contraste, entre 2007 y 2009, cayó 4l.1% (Friedman, 2012).

La del 2008 ni siquiera es la peor crisis económica desde la Segunda Guerra Mundial. El premio se lo lleva la recesión de fines de los 70 y principios de los 80, matizada por varios fantasmas: el desempleo y la inflación rebasaban el 10%, mientras que las tasas de interés de las hipotecas superaban el 20% (Friedman, 2012).

A pesar de estos datos, con frecuencia se plantea que el mundo no había atravesado por una catástrofe financiera como la de 2008 desde la Gran Depresión. Pero Friedman (2012) recuerda que se suscitaron tres eventos similares después de la Segunda Guerra Mundial.

El primero tuvo lugar en los años 70, cuando los bonos emitidos por gobiernos estatales y municipales de Estados Unidos tenían el atractivo de que no estaban sujetos al pago de impuestos federales. La percepción de los inversionistas, sobre el riesgo de dichos activos, era tal que asumían que ninguna entidad gubernamental podría incurrir en incumplimiento (*default*) mientras tuviera la capacidad de recaudar. Sin embargo, la ciudad de Nueva York incumplió con el pago de su deuda y no tenía capacidad recaudatoria adicional. Y si Nueva York no podía enfrentar sus compromisos, el sistema financiero estatal y municipal de la Unión Americana podría enfrentar un caos, por lo que el gobierno federal puso en marcha un plan de rescate, dejando en claro que Washington estaba preparado para intervenir y respaldar al mercado.

Durante ese periodo, los países emergentes tenían una enorme dependencia de la deuda externa; en algunos casos respaldada por los recursos del propio país, en otros, como víctimas de la inducción al endeudamiento por parte de organismos financieros como el Banco Mundial.

Con la noción de que los recursos minerales y el petróleo son finitos e irreemplazables, sus precios subían sin control, lo que hacía atractivo financiar a naciones subdesarrolladas para la explotación de sus recursos naturales. Una vez más, los inversionistas asumieron que los precios nunca caerían y que los gobiernos deudores tendrían suficiente capacidad de pago.

John Perkins, un ex economista del Banco Mundial, señala que en la década de los 60,70 y 80, naciones subdesarrolladas fueron objeto de crisis financieras "sembradas" por organismos multilaterales a través de cantidades impagables de financiamiento que luego tendrían que ser objeto de reestructuras "a modo" de los países acreedores, que a cambio obtenían el derecho a explotar los recursos naturales y/o posiciones geográficas estratégicas durante la Guerra Fría.

A mediados de los 80 apareció el segundo "cisne negro" debido al desplome de los precios de los minerales y la energía. Una buena cantidad de los recursos invertidos en préstamos se perdió, y las naciones deudoras fueron forzadas a escoger entre dos alternativas: el *default* o el aumento de los impuestos, lo que empobrecería aún más a la sociedad y podría dar lugar a levantamientos sociales.

Los gobiernos optaron por el incumplimiento (*default*), poniendo una vez más en jaque el sistema financiero global. Durante el mandato del presidente George Bush padre, el secretario del Tesoro Nicholas Brady estructuró un sistema de garantías mediante la emisión de los denominados Bonos Brady para recuperar la estabilidad.

El tercer episodio ocurrió con la crisis de las cajas de ahorro y préstamo en Estados Unidos (*savings and loans*). Estas instituciones fueron creadas para captar recursos del público que luego servirían para ofrecer créditos hipotecarios; sin embargo, se les dio la flexibilidad de invertir en el mercado inmobiliario comercial. Para muchos, fue el paso lógico para complementar el negocio del mercado residencial. Nuevamente se originó un *boom* con la noción de que el precio de los edificios de oficinas y de los centros comerciales solo podía seguir subiendo. Entonces hizo su aparición el "cisne negro", y el mercado comercial de bienes raíces se desplomó. Muchos de los créditos otorgados por las cajas de ahorro y préstamo cayeron en incumplimiento, dando lugar a una crisis con dos aristas: 1) la pérdida potencial de los ahorros de la sociedad y 2) la falla de un segmento completo del sector financiero.

El gobierno intervino nuevamente tomando el control de la mayoría de las cajas de ahorro y préstamo, y asumiendo sus pasivos. Después de ejecutar las hipotecas en incumplimiento, las propiedades fueron depositadas en una nueva institución denominada Resolution Trust Corporation (RTC). Para evitar la venta masiva de propiedades y un desplome más severo de los precios, RTC contaba con el respaldo de

garantías federales con el potencial de llegar a 650,000 millones de dólares. Esto le permitiría tomar el control de los inmuebles de las cajas de ahorro y préstamo que hubieran caído en quiebra.

La Crisis Financiera de 2007-2009 tuvo su origen en la misma visión: invertir en activos de bajo riesgo con base en el supuesto de que el precio de cierta clase de activos difícilmente bajaría. El desenlace fue similar al de las crisis anteriores: la injerencia de los gobiernos a través de sus bancos centrales y la premisa de que el capitalismo estaba bajo fuego.

El premio Nobel de Economía y pionero de la economía del comportamiento, Daniel Kahneman, refiere: "Una persona que no ha hecho las paces con sus pérdidas, está dispuesta a aceptar riesgos que de otra manera serían inaceptables".

Las crisis están matizadas por un componente psicológico, porque el dolor se convierte en pánico y el manejo del pánico requiere la claridad y la credibilidad de un líder. En el entorno actual es notable la ausencia de liderazgos que articulen el proceso de sanación, redefinición y corrección, especialmente cuando nuevos "cisnes negros" aparecen en el horizonte, como ocurre en la Eurozona.

"Así que un príncipe debe encontrar una tercera vía,
eligiendo en su estado hombres sabios
que serán los únicos a los que les permitirá
que le digan la verdad".
Maquiavelo

4. El ecosistema economía-sociedad-gobierno

Además de haber sido presidentes de Estados Unidos, Franklin D. Roosevelt y Ronald Reagan tenían algo en común: ambos llegaron al poder cuando la economía de su país estaba en crisis.

Roosevelt enfrentó la Gran Depresión, mientras que Reagan lidió con la estanflación (*stagflation*), proceso caracterizado por elevado desempleo, alta inflación y altas tasas de interés. Los problemas que enfrentaron fueron parte de disrupciones económicas globales, y ambas crisis representaron un enorme desafío en cuanto a la confianza que generaba Estados Unidos. Durante su mensaje de toma de posesión de la presidencia de los Estados Unidos en 1932, Franklin D. Roosevelt afirmó: "No tenemos nada que temer, excepto por el miedo mismo".

Roosevelt y Reagan entendieron la importancia del factor psicológico en la gestación y profundización de las crisis financieras. En la medida en que una crisis se agrava, las personas asumen una postura defensiva con respecto a su gasto con el fin de estar preparadas para las "vacas flacas", proceso que complica los problemas de la economía (Friedman, 2012).

La complejidad de una crisis pone a prueba la integridad y el liderazgo de las élites. Roosevelt, por ejemplo, tuvo que enfrentar el surgimiento del fascismo, mientras que Reagan llegó al poder cuando era innegable el creciente poder de la Unión Soviética y la tensión de la Guerra Fría. Ninguno de los dos podía permitir las consecuencias desestabilizadoras de una severa crisis económica. Al mismo tiempo, ninguno de los dos sabía con certeza cómo resolver el problema económico.

La clave fue que ambos presidentes atacaron el factor psicológico del problema creando la idea de que algo se estaba haciendo. La mayor amenaza de una crisis económica profunda es que pueda derivar en una crisis política, con el enorme costo social que ello implica, y eso fue precisamente lo que evitaron Roosevelt y Reagan.

Friedman (2012) señala que los dos mandatarios pusieron en marcha otra estrategia: modificaron los parámetros entre lo público y lo privado, entre el Estado y el mercado.

Roosevelt incrementó dramáticamente el poder del gobierno federal. Por su parte, Reagan hizo todo lo contrario. En su mensaje de toma de posesión, dijo: "El gobierno no es la solución de nuestros problemas, el gobierno es el problema", y a partir de ese momento inició un periodo de desregulación.

Es probable que la posición de Reagan haya creado el caldo de cultivo para desatar el primer episodio de una crisis anunciada: la quiebra de Enron y WorldCom. Ambos gigantes desaparecieron en medio de un escándalo que terminó por endurecer las reglas de supervisión y gobierno corporativo mediante la aplicación de la Ley Sarbanes-Oxley, promulgada en 2002 por el Congreso estadounidense, con el fin de monitorear a las empresas que cotizan en el mercado de valores con respecto a las decisiones o registros contables que incidan en el valor de sus acciones, evitando alteraciones. Su finalidad es evitar fraudes y el riesgo de bancarrota, protegiendo al público inversionista.

El distanciamiento entre los órganos regulatorios y los agentes financieros, en apego a la noción de reducir la injerencia del gobierno, dio lugar a la Crisis Financiera de 2008.

El llamado es fuerte y claro. El gobierno debe retomar su rol de supervisor y no puede permitir que los mercados y sus agentes se autorregulen. Para recuperar la confianza, es fundamental identificar cuál de las élites ha sido responsable de la crisis: la clase política, las corporaciones, el sector financiero o los medios, y una vez identificada su responsabilidad, actuar en consecuencia.

Roosevelt y Reagan le transmitieron al público que estaban actuando decididamente para redefinir la influencia de aquellos que habían fallado. Pero no pasó lo mismo con George Bush hijo, ni con Barack Obama porque no lograron convencer a los ciudadanos de que estaban asumiendo las funciones de control y liderazgo.

Bush salió mal librado en las guerras de Iraq y Afganistán, y la crisis financiera lo tomó por sorpresa. Obama generó grandes expectativas que fueron rebasadas por una compleja realidad a pesar de que en su segundo mandato ha recuperado la credibilidad apoyado por una economía en crecimiento, aunque no se trate de una recuperación muy robusta.

Por lo que toca al cambio de parámetros entre lo público y lo privado, entre el Estado y el mercado, Friedman (2012) plantea que es inevitable la discusión de factores ideológicos. Para los grupos de izquierda, el fortalecimiento de las élites corporativas y del mercado se convierte en una amenaza para la democracia y la equidad. Para la derecha, el fortalecimiento de las élites políticas y del Estado es una amenaza para la libertad individual y los derechos de propiedad. De acuerdo con este autor, el libre mercado moderno es una invención del Estado, y las reglas que lo rigen no están ordenadas naturalmente, su estructura es más bien resultado de acuerdos políticos.

Desde 1933, con la conformación del "Nuevo Acuerdo" (*New Deal*), el concepto de riesgo corporativo ha sido vinculado con el de estabilidad social, lo que significa que la estructura del riesgo ha sido construida alrededor de los requerimientos sociales. Durante la administración de Roosevelt, la influencia del control estatal se expandió, mientras que en la era Reagan se contrajo. Precisamente, uno de los legados de la Crisis Financiera de 2007-2009 fue la redefinición de las áreas de influencia de las

corporaciones y del Estado: mayor influencia del Estado y del poder político, y reducción de la autonomía del mercado y del poder de las élites financieras.

Este proceso tuvo un menor impacto en China y Rusia, donde el sistema ha mantenido una clara inclinación al predominio del Estado en la economía. Pero en Estados Unidos, donde el mercado y las élites financieras han tenido una posición dominante desde la era Reagan, este cambio representa un parteaguas. De hecho, el impacto más significativo de la Crisis Financiera de 2008 será político y geopolítico, más que económico.

Friedman (2012) plantea que la debacle de 2008 resaltó la importancia de la soberanía nacional. Una nación que no controla su sistema financiero o su moneda es altamente vulnerable a las acciones de otros países o instituciones financieras.

Un efecto similar tendrá lugar a nivel político. El resquebrajamiento de los mercados y de las élites financieras dio lugar a una enorme pérdida de credibilidad en las élites políticas, lo que traerá como consecuencia profundos cambios para volver a equilibrar el ecosistema conformado por economía, política y sociedad.

Todo parece indicar que ésta será una década de sanación y replanteamiento de las reglas. No obstante, no se anticipa un cambio fundamental en el orden mundial, y Estados Unidos seguirá siendo la potencia predominante por muchos años. Irónicamente, una prueba de su influencia global es la forma en que los desaciertos de sus élites financieras han impactado al resto del mundo, poniendo a prueba, por ejemplo, la solidez de la Unión Europea.

Se vislumbran nuevos "cisnes negros" en el horizonte, y para recuperar el balance del ecosistema económico-político-social, será determinante prestar atención al cambio demográfico, la escasez de empleos y la proliferación de la migración en todo el mundo.

"Hemos modificado tan radicalmente nuestro entorno, que ahora debemos modificarnos a nosotros mismos para poder existir dentro de él".
Norbert Wienner

5. El resurgimiento de México: una nueva oportunidad

México es visto como un país con renovadas capacidades para transformarse. Su estabilidad macroeconómica en un mundo inestable, la solidez de su sistema financiero, su desarrollo industrial y su bono demográfico son algunos atributos que dan sustento a esa percepción.

Sin embargo, aún tiene que superar algunos desafíos, y para lograrlo, primero hay que comprenderlos.

Aunque la historia reciente ha demostrado que la globalización genera beneficios, tanto para los países emergentes como para los desarrollados, la evidencia señala que el modelo necesita ser replanteado porque sus alcances han quedado por debajo del potencial.

En 2001, la evolución de las economías emergentes dio lugar al acrónimo BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Luego surgió MIST (México, Indonesia, Corea del Sur y Turquía), bloque que conjunta a las estrellas de la próxima década en cuanto a competencia y crecimiento por su demografía, recursos naturales, posición geográfica y la salud de sus finanzas públicas.

Destaca el posicionamiento macroeconómico de México en un contexto en el que ha aprendido a capitalizar sus ventajas con respecto a otras economías, como China, aunque todavía está pendiente una larga agenda de acciones para consolidar tales ventajas competitivas. La productividad, los incentivos a la inversión y la competencia serán el resultado de la puesta en marcha de reformas esenciales.

Cualquier análisis es parcial si no se presta la atención debida al reto social. De nada sirve hablar de la recuperación de México si no se tiene conciencia de que existen más de 52 millones de personas que sufren algún tipo de pobreza. No obstante, destaca el surgimiento de la nueva clase media, con aspiraciones, capacidad de consumo y mejores expectativas de vida.

La estrategia del gobierno actual (sexenio 2012-2018), de pavimentar el camino del éxito con la aprobación del mayor número de reformas posible en el primer año, refuerza las expectativas en cuanto a atracción de inversión, generación de empleos y apuntalamiento de la plataforma de crecimiento de la economía.

El primer proceso electoral en el gobierno de Enrique Peña Nieto ha puesto a prueba uno de sus principales activos, el Pacto por México. Esta iniciativa ha trascendido las fronteras como una fórmula que permite superar el encono interpartidista que impera en muchos países y que no permite alinear intereses ni obtener resultados.

La rentabilidad política del Pacto por México arroja un saldo positivo para el presidente Peña Nieto porque impulsa reformas orientadas a desarticular los poderosos intereses que obstaculizan el progreso en los ámbitos de educación y telecomunicaciones, algo que el país ha requerido durante décadas, pero que las pasadas administraciones fueron incapaces de concretar.

El Pacto por México es uno de los principales logros estratégicos de la administración de Peña Nieto porque ha permitido un adecuado nivel de colaboración interpartidista que posiciona al país como una democracia madura en proceso de modernización.

La atención internacional se centra en el contenido y la capacidad de ejecución de las reformas hacendaria y energética. Para que México logre su potencial de crecimiento económico y los objetivos de inversión extranjera directa anunciados por el gobierno, es fundamental la reforma energética. Se estima que si se hace correctamente, puede agregar un punto porcentual al crecimiento anual del PIB.

El erario sigue obteniendo una tercera parte de sus ingresos de Pemex, lo que ha sacado de la competencia al gigante petrolero mexicano, que hoy requiere reinventarse.

Las escisiones dentro de la izquierda abren una desafiante agenda para concretar una reforma energética efectiva. Pero incluso al interior del PRI hay fuerzas preocupadas por esta transición, especialmente en el sindicato petrolero, que a la fecha resguarda poderosos intereses.

Para dimensionar el sentido de urgencia con el que México requiere de una reforma energética integral, la revista *The Economist* publicó en noviembre de 2013 algunas cifras contundentes:

a. El costo promedio de extracción de cada barril de petróleo en México es menor a 7 dólares, nivel sustancialmente inferior al precio promedio de venta que ronda los 90 dólares por barril al cierre de 2013, lo que implica una ganancia de aproximadamente 83 dólares por cada barril vendido.

b. Pemex reporta en los últimos 5 años una pérdida acumulada de 29 mil millones de dólares incluyendo 2012. Esto se debe en parte a que, mientras el negocio de petróleo y gas es altamente rentable, los negocios de refinación y petroquímica reportan pérdidas desastrosas.

c. Por si esta ineficiencia fuera poco, el gobierno se encarga de extraer de Pemex los recursos que necesita para completar su gasto. Para muestra, el año pasado el 55% de los ingresos de Pemex se destinó a pagar impuestos y regalías.

d. La deuda de la paraestatal asciende a 60 mil millones de dólares. El boquete de Pemex en la reserva de pensiones para sus 151,000 trabajadores, alcanza la cifra de 100 mil millones de dólares, cantidades impagables si Pemex no se reinventa.

e. Y qué decir de la improductividad laboral: En 2012, mientras un trabajador de Exxon Mobil producía más de 55 barriles de crudo al día, un trabajador de Pemex produjo menos de 30.
f. La joya de la corona era el yacimiento de Cantarell, del que se extraían 2 millones de barriles al día y que hoy apenas puede contribuir con 400 mil.

Nuestra industria petrolera NO puede seguir como está, las cifras son claras, la realidad contundente y necesitamos entrar ahora en un proceso de participación y apertura para darle a nuestra industria energética una nueva oportunidad.

Dentro de este contexto, el 12 de diciembre de 2013 fue aprobada la reforma económica más significativa desde la aprobación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Con una mayoría 353 votos a favor y 134 en contra, el Congreso mexicano aprobó la reforma energética para su posterior aprobación por los congresos estatales, cuya mayoría está respaldada por la alianza a favor de la reforma.

Dentro de sus componentes más significativos destacan:

1. No se otorgarán concesiones, pero se podrán otorgar licencias a productores privados extranjeros o nacionales;
2. Aunque las compañías no podrán registrar las reservas petroleras como reservas en sus libros (porque el petróleo en el subsuelo sigue siendo del Estado), si podrán registrar los flujos de efectivo esperados por la explotación de los contratos firmados;
3. Se constituirá un Fondo Soberano del Petróleo que será administrado por Banco de México y sus recursos se destinarán a fortalecer el ahorro de largo plazo en el país;
4. Se plantea la eliminación del monopolio de CFE en la generación de energía, dando lugar a la inversión privada. Sin embargo el gobierno mantendrá el control sobre la transmisión y distribución de la electricidad.

Asumiendo que la legislación secundaria no será restrictiva, esta reforma podría convertirse en uno de los principales atractores de inversión extranjera directa en 2015, en beneficio de la exploración y explotación del petróleo y gas.

Después de 4 meses de negociaciones y aun con la oposición del PRD, el Senado obtuvo el apoyo de 2/3 partes de los legisladores para aprobar la reforma.

En términos económicos, esta reforma podría darle al PIB un impulso adicional del 1% en el año 2018, al revitalizar a una industria de más de 95 mil millones de dólares por primera vez en 7 décadas.

"Las espléndidas fortunas producen grandes naufragios".
Plutarco.

6. El dilema de los bancos centrales: las inyecciones de liquidez deben tener principio y fin

El colapso económico de 2008-2009 detonó un programa de estímulo gubernamental sin precedente. La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) redujo las tasas a prácticamente 0% en diciembre de 2008, y cuatro meses después, la administración de Barack Obama implementó un programa de estímulo fiscal por 900 billones de dólares.

Otros países reaccionaron con sus propios programas en detrimento de sus endebles situaciones fiscales.

Ante la mirada sorprendida de los banqueros centrales de una generación anterior, la FED hizo una compra masiva de bonos usando dinero impreso recientemente. Este mecanismo se convirtió en el *Quantitative Easing* (QE) y fue puesto en práctica también por el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y, en cierta medida, por el Banco Central Europeo (BCE).

El ritmo de la recuperación muestra divergencias. Estados Unidos va avanzando, pero los bancos centrales de Inglaterra y Japón aún no vislumbran la posibilidad de reducir el estímulo. Su tarea es asegurar que el continuo flujo de recursos revitalice sus economías de manera efectiva, aunque en el futuro tendrán que enfrentar transiciones similares a la de la FED.

La función del Banco Central Europeo es aún más compleja. Tiene que salvaguardar la integridad de la unión monetaria y de sus miembros en un contexto de recesión y desacuerdo político entre los países que la integran.

Para dimensionar el impacto de estos programas de estímulo, basta saber que hasta enero de 2008 (antes de la Crisis Financiera), el balance combinado de la FED, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y BCE totalizaba 2.9 trillones de dólares. De acuerdo con un pronóstico de *The Economist Intelligence Unit*, el balance de los cuatro bancos ascenderá a 8.8 trillones de dólares –tres veces más– en enero de 2014.

Los escépticos señalan que el efecto de los estímulos ha sido modesto en la economía mundial. El PIB global tuvo una contracción de 2.3% en 2009 y reportó un alza de 3.9% en 2010 como resultado del primer "tsunami" de recursos utilizados para la compra de bonos.

No obstante, el impacto perdió tracción en los años posteriores. El PIB global creció 2.6% en 2011 y 2.1% en 2012. El crédito bancario, que es como un termómetro que permite medir el efecto de los recursos inyectados por los bancos centrales,

reporta un magro crecimiento en muchos países e incluso una caída relevante en naciones de la Unión Europea.

Sin embargo, los programas de QE han tenido un efecto decisivo en los mercados financieros. El desplome de las tasas de interés en el efectivo y la deuda gubernamental de los países desarrollados estimulan a los inversionistas a buscar activos en mercados emergentes, ya sea acciones, *commodities* o deuda corporativa con mayor riesgo y mejor rentabilidad esperada.

Los mercados globales de capitales han respondido a cada episodio de QE con incrementos abruptos. En la primera ronda reportaron un alza de 40%; en el segundo programa repuntaron 16%, y un porcentaje similar se registró en los primeros ocho meses del tercer programa de QE en Estados Unidos.

En Estados Unidos, esta estrategia ha bajado las tasas de interés para créditos hipotecarios y de consumo a niveles récord. Y las compañías globales han aprovechado esta coyuntura para emitir deuda con tasas atractivas, impulsando así los volúmenes de emisión a máximos históricos.

Si bien todos estos factores han contribuido, en mayor o menor medida, a sanar la economía, no han detonado un crecimiento sólido y sostenido.

Considerando los volúmenes de recursos en circulación, no existe una referencia para identificar el momento preciso en que la recuperación económica pueda resistir la reducción de los estímulos monetarios sin sufrir una recaída.

Los bancos centrales operan en las sombras de la economía global. Quienes los dirigen se reúnen en privado, se comunican esporádicamente y hablan un lenguaje a veces inaccesible para la mayoría de los ciudadanos.

A pesar de ello, desde 2008 asumieron la responsabilidad de evitar una recesión como la de los años 30. Han respondido con complejos programas de acceso a recursos financieros, todos ellos con un objetivo común: dotar a la banca comercial de recursos suficientes, y a bajo costo, a cambio de que cumpla su función de canalizar los fondos mediante el otorgamiento de créditos a personas y negocios.

Los mercados globales enfrentan el regreso a la "normalidad financiera" con tensión e incertidumbre. Por eso los bancos centrales deben actuar con una sólida estrategia de comunicación y cautela, particularmente a medida que los inversionistas perciban signos de mejora en la salud de la economía mundial.

Después de un año de relativa calma, los mercados financieros volvieron a experimentar una sacudida a mediados de 2013 debido a los planes de la FED de modificar gradualmente su política monetaria ultralaxa.

La reacción inmediata fue el aumento del rendimiento de los bonos y, por ende, el encarecimiento de los créditos en la Eurozona, lo que amenaza con erosionar la débil salud de las naciones altamente endeudadas.

La respuesta de los mercados financieros fue negativa y dio lugar a una dinámica recomposición de los portafolios, principalmente reduciendo las posiciones de los bonos y acciones de los mercados emergentes. Como consecuencia de las ventas masivas de los inversionistas ante la perspectiva de menor liquidez global y la conversión de la moneda local en dólares, las monedas nacionales se desplomaron.

El retiro de trillones de dólares de la economía global no será fácil ni rápido. Cada rumor de estímulo monetario de la FED durante los últimos cinco años ha elevado el precio de los activos de mayor riesgo. La percepción del fin del estímulo detonará drásticas caídas, como ocurrió durante mayo y junio de 2013, lo cual afectará a la paridad de las monedas emergentes, como el peso, el real brasileño y el rand sudafricano.

Los cambios drásticos de la política monetaria tendrán implícito un componente de alta volatilidad en el precio de los activos financieros. Además, si la estrategia de los bancos centrales no está bien sustentada y bien comunicada al mercado, puede desencadenar el regreso a la recesión.

En la medida en que las tasas de interés sigan aumentando en las economías desarrolladas, el efecto puede ser doblemente delicado para la economía global: los costos más altos del financiamiento pueden frenar la recuperación de Estados Unidos y lastimar el proceso en la Unión Europea. Al mismo tiempo, se pueden generar salidas masivas de capital de los mercados emergentes, en detrimento de los que son altamente dependientes de los flujos externos.

Para saber cuál es el momento apropiado para modificar la estrategia, deben ser monitoreados los indicadores de desempleo y la fortaleza del crecimiento económico.

Antes de que esto ocurra, la FED podrá iniciar gradualmente la reducción de la compra de bonos y aumentar las tasas de referencia, algo que no se vislumbra hasta 2015.

En este contexto, el mundo se prepara para una "nueva normalidad", una era inédita en la que el fin del mayor ciclo de liquidez global en la historia dará lugar a nuevos escenarios de inflación y crecimiento. El proceso de sanación continuará, dejando la huella de la crisis hipotecaria y su legado en las finanzas públicas y el empleo, en una generación de jóvenes inmersos en el dinamismo de la tecnología, la globalización y la búsqueda de una nueva oportunidad.

Bibliografía

Artículos académicos y reportes técnicos de instituciones y departamentos de investigación económica y financiera

A

- Arnone, M., Laurens, B. J., Segalotto, J. F., & Sommer, M. (2007). "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends". *IMF WP No. 07 / 88*.

B

- Baek, J.S., Kang, J.K. y K.S. Park (2004), "Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis", *Journal of Financial Economics 71* (2), 265-313.
- Baer, W. (1995). *The Brazilian Economy: growth and Development* (cuarta edición) Wesport, CT: Praeger Publishers.
- Baldacci, E., Gupta, S., & Granados-Mulas, C. (2009). "How Efective is Fiscal Policy Response in a Systemic Banking Crisis?". *IMF Working Paper WP/09/160*.
- Barca, F. (1995), *On Corporate Governance in Italy: Issues, facts, and agency*, mimeo, Bank of Italy.
- Bárcena, A., Prado, A., Cirroli, M. y Pérez, R. (2011). "La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe". *Documento Informativo*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Ball, L. M. (1995). "Time Consistent Inflation Policy and Persistent Changes in Inflation". *Journal of Monetary Economics, 36* (2), 329-350.
- Bennedsen, M. y D. Wolfenzon (2000), "The balance of power in closely held corporations", *Journal of Financial Economics 58* (1,2), 113-139.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility". *The Economic Review*, cuarto trimestre.
- Bernarke, B. & Gertler, M. "Should Central Bank Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review*, 91(12) 253-257.
- Bernstein, P. (2006). "Risk: The Hottest Four Letter Word in Financial Markets". *CFA Publications*.
- Black, W. (2012). *Accounting "control fraud" remains a "sure thing" y Financial derivatives and the global financial crisis*, UMKC-FE-UNAM, México, D.F.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. y O. Guedhami (2005), "Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection", *Journal of Financial Economic* 76 (2) 369-399.
- Bumachar, P., & Goldfajn, I. (2013). "Latin America During the Crisis: The Role of Fundamentals". *Monetaria*, enero-junio.
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J. y R. Rokhim (2008), "Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia", *European Journal of Operational Research 185*.

C

- Calvo, G., Izquierdo, A. & Loo-Kung, R. (2012). "Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance Against Sudden Stops". *NBER Working Paper* No. 18219.

- Calvo, G.A., Carmen Reinhart, "Fear of Floatong", *The Quaterly Journal of Economics*, 2002.
- Cecchetti, S., Genberg, H., Lipsky, J., & Wadhwani, S. (2000). "Asset Prices and Central Bank Policy". Documento de trabajo, *The Geneva Report on the World Economy* (2).
- Céspedes, L. F., & Velasco, A. (2011). "Was This Time Different?: Fiscal Policy in Commodity Republics". *BIS Working Papers No. 365*
- Chong, A., Gullén, J. y F. López-de-Silanes (2009), "Corporate Governance reform and firm value in Mexico: An empirical assessment", *Journal of Economic Policy Reform* 12 (3), 163-188.
- Coleman, T. (2011). "A Practical Guide to Risk Management". *Research Foundation of CFA Institute*.
- Corbo, V., & Schmidt Hebbel, K. (2011). "The International Crisis and Latin America: Growth Effects and Development Strategies". *CASE Network Studies & Analyses* (429).

D

- Day, T.; Dersch, D. (2011). "ISO 31000 Q&A". *Intelligent Risk: Knowledge for the Prmia Community*, 1, (4), 15-17.
- De Gregorio, J. (2012). "Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies". *Manuscript Universidad de Chile*.
- Denis, D.K. (2001), "Twenty-five years of corporate governance research … and counting", *Review of Financial Economics 10* (3), 191-212.
- Drucker, P. F. (2002). *A functioning society*, Nuevo Brunswick. Transaction Publishers, Nueva York y Londres, 2002.
- Drucker, P. F. (2002). *Managing in the next society*. Truman and Talley Books/ St Martin Press, Nueva York, N.Y., Estados Unidos, 2002.

F

- Flowers, A. (2010). "Desmitificando la deuda pública griega: ¿por qué nos interesa?". *Econosouth*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 12 (2)
- Frankel, J. (2011). "A Solution to Fiscal Procyclicality: the Structural Budget Institutions Pioneered by Chile". *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, Banco Central de Chile, 14(2), 39-78.
- Frankel, J. Vegh, C., & Vuletin, G. (2013). "On Graduation from Fiscal Procyclicality". *Journal of Development Economics*, 100 (1), 32-47
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2010). "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America", Working Paper 2010-01, University of Massachusetts, Amherst, MA.
- Friedman, G. (2012). *The Next Decade*. First Anchor Books.
- Future Global Shocks: "Improving Risk Governance". *OECD Reviews of Risk Management Policies*, 3. (2011).

G

- Galí, Jordi (2008). *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princenton University Press, Estados Unidos.
- García Pascual, A. I. & Ghezzi, P. (2011) "The Greek Crisis: Causes and Consequences". CESifo *Working Paper Series*, (3663).
- Gavin, M., & Perotti, R. (1997). "Fiscal Policy in Latin America". *NBER Macroeconomics Annual, 12*, 11-61.
- Goodhart, C. A. E. (2008). "The Regulatory Response to the Financial Crisis". *Journal of Financial Stability, 4* (4), 351-358.
- Goodhart, C. A. E. (2010). *The Regulatory Response to the Financial Crisis*. Edward Elgar, Estados Unidos.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). "Financial development, growth, and the distribution of income". *Journal of Political Economy* 58, 1076-1107.
- Gruben, William C. and John H. Welch. 2001. "Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil´s Turnaround of 1999", *Economic and Financial Review*, Dallas Federal Reserve Bank, 2011.

H

- Halm-Addo, A. (2010). *The 2008 Financial Crisis: The Death of an Ideology*, Dorrance Publishing .
- Henderson, C. (1998). *Asia Falling: Making Sense of the Asian Crisis and its Aftermath*. McGraw Hill.
- Hetzel, R. L. (2012). *The Great Recession: Market Failure Or Policy Failure?*, Cambridge University Press.
- Hibert, A., Petz, A., Rivas, E., & Sánchez, A. (2012). *Retos del Gasto Público en México (2012-2014)*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Hilferding, R. (1971). *El capital financiero*. Instituto Cubano del Libro, La Habana, Cuba.
- Huntington, S. (1996). *The Clash of Civilizations and the Making of a New World Order*. Simon & Schuster .
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance". *Journal of Corporate Finance* 10 (4), 595-614.

J

- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of Financial Economics 3* (4), 305-360
- Joh, S.W. (2003), "Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics 68* (2), 287-322.
- Johnson, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). "Tunneling". *The American Economic Review 90* (2), 22-27.

K

- Khanna, T. y K. Palepu (2000), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups", *Journal of Finance 55* (2), 867.891
- Kahneman, D. (2011). "Thinking, Fast and Slow". *Farrar*, Strauss and Giroux, editors.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart C. M. (1996). *The twin crisis: the causes of banking and balance of payments problems*. International Finance Discussion Papers, (544), U.S. Federal Reserve.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1998). "Financial crisis in Asia and Latin America: then and now". *American Economic Review*.
- Kaminsky, G., Reinhart, C., & Végh, C. (2005). "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies". *NBER Macroeconomics Annual, 19*, 11-82.
- Kaminsky, G.L., C.M. Reinhart, *"On Crises*, Contagion and Confusion", *Journal of International Economics*, 2000.
- Kaufman, Susan, Riordan Roett Ed., *Brazil Under Cardoso*, Boulder, CO. Lynne Rienner Publishers, 1997.
- Kim, E. (2006), "The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate Governance and the «Chebol problem»", *Journal of the Japanesse and International Economies* 20 (2) 209-233.
- Kouvelakis, S. (2012). "Introduction: The End of Europeanism". En: Lapavistas, C. *Crisis in the Eurozone*. Londres, Verso.
- Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton & Company, Inc., New York. 53.

L

- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance 54* (2), 471-517.
- Lawrence, M. (2008). "Risk Management: Where to From Here?". *Institute of International Finance 2008 Annual Meeting*.
- Le Page, J. M. (2003). *Crises Financières Internationales et Risque Systémique.* Editions De Boeck Universitaire, 49.
- Lenzner, R. (2011). "Why the Financial Crisis Could Not Have Been Prevented". *The Huffington Post*.
- Lessard, D. R. & Reaves, C. (2009). *Cemex, Globalization*, "The Cemex way". *MIT Sloan Management Case*, 09-039.

M

- MacEwan, A., & Miller, J. A. (2011). *Economic Collapse, Economic Change: Getting to the Roots of the Crisis*. M.E. Sharpe.
- Machler, A. (2010). "Western Hemisphere Crisis Averted-What's Next?", *IMF*

World Economic and Financial Surveys. Regional Economic Outlook. International Monetary Fund, October, No. 09, p. 5

- Magone, J. M. (2011). *Contemporary European Politics: A Comparative Introduction*. Routledge.
- Mahbubani, K. (2013). The Great Convergence. Public Affairs
- Massa, I., Keane, J., y Kenman, J. (2011). "The euro zone crisis: risks for developing countries". *Background Note*. Overseas Development Institute, UK., October, p.6.
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations". *Journal of Corporate Finance 12* (2), 321-341.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Brookings, Washington, D.C., Estados Unidos
- Mishkin, F. S. (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective". In Hubbard, R. G. (Eds.) *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, pp.69-108
- Mishkin, F. S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". *Working Paper 5600*, National Bureau of Economic Research, May.
- Mishra, A.S. y S. Bhattacharya (2011), "The linkage between financial crisis and Corporate Governance: A literature review", *Journal of Corporate Governance 10* (3), 71-84
- Mitton, T. (2002), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics 64* (2), 215-241.
- Montoro, C. y Rojas-Suárez, L. (2012). "Credit at times of stress: Latin American Lessons from the global financial crisis". *BIS Working Papers*, No. 370.
- Morck, R., Yavuz, M. & Yeung, B. (2010). "Banking system control, capital allocation, and economy performance". *Journal of Financial Economics, forthcoming.*
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics 5* (2), 147-175.

N

- Newton, J., & Enright, M. (2009). "Thailand: an Imbalance of Payments". *Asia Case Research Center*, The University of Hong Kong.

O

- Ortiz, A., Ottonello, P., Sturzenegger, F., & Talvi, E. (2009). "Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?" En: E. Cavallo and A. Izquierdo (Eds.).

P

- Parodi, C. (2008). *Globalización y crisis financieras internacionales*. Universidad del Pacífico, Lima, Perú.

- Partnoy, F. (2009). *Overdependence on credit rating agencies was a primary cause of the crisis*. Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM), Working Papers.
- Perkins, J. (2006). *Confessions of an Economic Hit Man*. Penguin Group.
- Petras, J., y H. Veltmeyer, (2005). *Social Movements and State Power: Argentina, Brazil, Bolivia, Ecuador*. Pluto Press.
- Porter, M. y Kramer, M. (2011). *Creating shared value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, HBR, Cambridge, Massachusetts.

R

- Rand, A. (1957). *Atlas Shrugged*. New American Library/Penguin Group.
- Regling, K., y M. Watson (2010). *A preliminary report on the sources of Ireland's banking crisis*. Government Publications Sale Office.
- Reinhart, C. M., y K. S. Rogoff, (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. y K. S. Rogoff (2011), "From Financial Crash to Debt Crisis", *American Economic Review* 101 (5), pp. 1676-1706.
- Reinhart, C. M. y G. Calvo, (2000), "When Capital Inflows come to a Sudden Stop: consequences and policy options", in Reforming the international monetary system, Peter Kenen and Alexandre Swoboda, *Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System* (Washington DC: International Monetary Fund), 175-201.
- Rosenberg, J. M. (2012). *The Concise Encyclopedia of The Great Recession 2007-2012*. Scarecrow Press.
- Rossignolo, D. (2012). *Estimación de la recaudación potencial del impuesto sobre la renta en América Latina*. División de Desarrollo Económico, CEPAL, Santiago de Chile.
- Ruge-Murcia, F. J. (2003). "Inflation Targeting under Asymmetric Preferences". *Journal of Money, Credit, and Banking, 35* (5), 763-785.

S

- Shleifer, A. y R.W. Vishny (1997), "A survey of Corporate Governance", *Journal of Finance 52* (2), 737-783.
- Simkovic, M.(2013). "Competition and Crisis in Mortgage Securitization". *Indiana Law Journal, 88*, 213.
- Sinnott, E. (2009). "Commodity Prices and Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean". Presentado en la reunión *Workshop on Myths and Realities of Commodity Dependence, World Bank*.
- Smith, A. (1958). *Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Soto, R. (2012). "Financiarización de las entidades públicas en México. Un obstáculo para el desarrollo". En: Chapoy, A. y Rodriguez, P., Coords. *Tras la Crisis, Políticas a favor del crecimiento económico*, IIEC-UNAM, 2012.
- Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*. W.W. Norton & Company, Nueva York, N.Y, Estados Unidos.

T

- Taleb, N. (2010). *The Black Swan*. Random House.
- Talvi, E., Munyo, I., & Pérez, D. (2012). *Latin America Macroeconomic Outlook: A Global Perspective*. Brookings Institution y CERES
- Tosi, H.L., Shen, W. y R.J. Gentry (2003), "Why outsiders on boards can't solve the Corporate Governance problem", *Organizational Dynamics 32* (2), 180-192.

U

- Ugarte Chávez, J. M. (2012). "Regulación a las calificadoras, condición para la estabilidad financiera". Segundo Coloquio Internacional *Opciones frente a la crisis global*.
- Uribe, J. D. (2013). *Normalización de la Política Monetaria en las Economías Industrializadas y Posibles Efectos sobre la Región Latinoamericana y del Caribe*.

V

- Valencia Herrera, H. (2009). Capítulo 4. "Prácticas de Gobierno Corporativo". En Humberto Valencia-Herrera. *Mejores prácticas de las empresas en México*, IMEF, pp. 9.
- Végh, C., & Vuletin, G. (2012). "Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets. *NBER Working Paper No. 18175*.
- Vilariño Sánz, A., A. Gallo, y T. Pozo, D. (2010). "Rating agencies mistakes and Basel Committee banking regulation proposal". Trabajo presentado en la *World Economy Meeting XII*, Universidad de Santiago de Compostela.
- Violi, R. (2006). "Asset Prices and Monetary Policy Rules: Should we Forsake Financial Markets Stabilization?". Documento de trabajo, Banco de Italia.

W

- Watkins, K. (2011). "Crisis financieras y sus repercusiones empresariales". En: Alfonso Mendoza, Francisco López Herrera y Karen Watkins (Eds.), *Reflexiones sobre la Crisis Financiera*.

Hemerografía

Publicaciones periódicas de instituciones multilaterales u oficiales, discursos oficiales e información bajada de Internet

B

- Banco de México (2007), *Informe Anual 2006*.
- Banco de México (2008), *Informe Anual 2007*.
- Banco de México (2009), *Informe Anual 2008*.
- Banco de México (2010), *Informe Anual 2009*.
- Banco de México (2011), *Informe Anual 2010*.
- Banco de México (2012), Reporte sobre las Economías Regionales, enero–marzo 2012, junio 14 de 2012.
- Banco de México (2012a), Reporte sobre las Economías Regionales, abril–junio 2012, septiembre 13 de 2012.
- Banco de México (2012b), Reporte sobre las Economías Regionales, julio–septiembre 2012, diciembre 6 de 2012.
- Banco de México (2012d), *Informe Anual 2011*.
- Banco de México (2012i). *Informe Anual 2011*. Recuperado el 13 de junio de 2013 de Banxico:http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/%7BF3075A61-2EF3-E85B-5A1C-E8DE4BA3FB2C%7D.pdf
- Banco de México (2013), Reporte sobre las Economías Regionales, octubre–diciembre 2012, marzo 14 de 2013.
- Banco de México (2013i). Informe Anual 2012. Recuperado el 13 de junio de 2013 de Banxico:http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/%7BF3075A61-2EF3-E85B- 5A1C-E8DE4BA3FB2C%7D.pdf
- Banco Mundial (2012). Indicadores de Desarrollo Mundial. Catálogo de Datos.
- Barca, F. (1995), *On Corporate Governance in Italy: Issues, facts, and agency*, mimeo, Bank of Italy.
- Bárcena, A., Prado, A., Cirroli, M. y Pérez, R. (2011). La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. *Documento Informativo*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Barley, R. (24 de enero de 2013). "Euro-Zone Bonds Find Favor". *Wall Street Journal*.
- Bernstein, P. (1996). Against the Gods: "The Remarkable Story of Risk". New York. *The Washington Post Book World*.
- Birnbaum, M. (21 de febrero de 2012). "The 'unprecedented' Greek bailout: Will it work?". Obtenido de *The Washington Post*: articles.washingtonpost.com/2012-02-21.
- Brodeur, A.; Pritsch, G. (2008). "Making risk management a value-adding function in the boardroom". *McKinsey Working Papers on Risk*, 2.
- Burry, M. (2011). *Missteps to Mayhem*. Recuperado el 19 de febrero de 2013 de Vanderbilt Magazine Summer: http://www.vanderbilt.edu/magazines/vanderbilt-magazines

C

- Cemex (1 de octubre de 2009).
- *CEMEX completes sale of Australian operations*. Recuperado de Cemex Press Release: http://www.cemex.com/MediaCenter/PressReleases/PressRelease20091001.aspx
- Cemex (22 de diciembre de 2008). *Cemex makes substantial progress in its refinancing plan*. Recuperado de Cemex Press Release http/www.cemex/MediaCenter/PressReleases/PressRelease20081222.aspx
- Cemex (29 de diciembre de 2008b). *Cemex completes sale of assets in Canary Islands*. Recuperado de http://www.cemex.com/MediaCenter/PressReleases/PressRelease20081229.aspx.
- Chukwuogor, C. (2012). "The U S Financial Crisis and Economic Recession 2007-2010: Causes, Local and Global Implications, Actions Taken, and the Way Forward". *Global Business Investments & Publications LLC*.
- CNN (10 de octubre de 2008). *Banorte, expuesto al riesgo de Comercio*. Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/10/10/banorte-expuesto-al-riesgode-comerci
- CNN (25 de abril de 2009). *More cases of swine flu reported; WHO warns of 'health emergency*. Recuperado el 15 de marzo de 2013 de CNN: http://www.cnn.com/2009/HEALTH/04/25/swine.flu/index.html
- Colom, A. (2012). "La crisis económica española: orígenes y consecuencias. Una aproximación crítica". *XIII Jornadas de Economía,* Sevilla. 1314-1330.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2013). Comunicado de Prensa, Julio 24.
- Comisión Europea (2013). European Economic Forecast. Winter.
- Council of the European Union. (2011). "Council approves aid to Portugal, sets out conditions". *Oficio 10231/11*, Brusels, 132.
- Cuddington, J. (1989). "Commodity Export Booms in Developing Countries". *World Bank Research Observer* 4, 143-165.

D

- DerStandard (17 de julio 2012). Immer mehr Länder bekommen Geld fürs Schuldenmachen. Recuperado el 30 de julio de 2012 de DerStandard.at: derstandard.at/1342139324598

E

- ECB (2012). "Long-term interest rate statistics for EU Member States". Recuperado el 13 de noviembre de 2012 de ECB: http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html
- EEAG (2011). "The EEAG Report on the European Economy". CESifo, Munich.
- *El Economista* (05 de febrero de 2009). "Despide Cemex a 7,500 empleados en último trimestre del 2008". Recuperado de El Economista: http://eleconomista.com.mx
- *El Economista* (18 de febrero de 2013). "PIB de México crece 3.9% en 2012:

INEGI". Recuperado el 15 de marzo de 2013 de El Economista: http://eleconomista.com.mx
- *El Universal* (29 de abril de 2009). "Influenza. Cartens prevé una rápida recuperación económica". Recuperado el 4 de junio de 2013 de El Universal: http://www.eluniversal.com.mx
- European Central Bank (2012). Statistical Data Warehouse.
- European Commission (4 de mayo de 2009). *Greece and the euro*. Obtenido de Economic and Financial Affairs: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/countries/greece_en.html
- *Expansión* (03 de junio de 2010). "Firmas mexicanas reestructuran su deuda". Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios/2010/06/02/da-saltillo-y-logra-reestructuracion
- *Expansión* (09 de octubre de 2008a). "La Comer fue suspendida en Bolsa". Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/10/09/la-comer-fue-suspendida-en-bolsa
- *Expansión* (10 de octubre de 2008). "Banorte, expuesto al riesgo de Comercio". Recuperado de CNNExpansión http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/10/10/banorte-expuesto-al-riesgo-de-comercio
- *Expansión* (13 de noviembre de 2008b). "Suspenden cotización de Gruma en Bolsa". Recuperado de CNN Expansión http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/10/13
- *Expansión* (16 de diciembre de 2007). "Cemex compra por fin a Rinker". Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios
- *Expansión* (2 de diciembre de 2009). "GISSA adeuda 152.4 mdd en derivados". Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios
- *Expansión* (2009). "La cobertura petrolera dejará 6,500 md". Recuperado el 4 de junio de 2013 de CNNExpansión:http://www.cnnexpansion.com/economia/2009/11/22

F

- FED (2005). *The Federal Reserve System, Purposes & Functions*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 9a. edición, Estados Unidos.
- Federal Reserve of Saint Louis, Country Statistics, St.Louis Missouri, USA.
- Federal Reserve (2013). *Federal Reserve Board Announce that results of company run-midyear stress are due on July 5. March 14, 2013*. Recuperado el 15 de mayo de 2013 de Federal Reserve.
- Financial Stability Board (2011). *A coordination framework for monitoring the implementation of agreed G-20/FSB financial reforms*.
- Financial Stability Board (2011). "Financial regulatory reforms -Progress and Next Steps", *Report G-20 leaders*, junio de 2012.
- Financial Stability Board (2011). "Improving financial regulation", *Report of the FSB to G-20 leaders*, septiembre de 2009.
- Financial Stability Board (2011). *Monitoring progress on the global regulatory reform agenda*, septiembre de 2011.
- Financial Stability Board (2011). *Overview of progress in implementing the*

London Summit recommendations for strengthening financial stability. Report of The Financial Stability Board to G-20 leaders, septiembre de 2009
- Financial Stability Board (2011). *Progress and issues on the global regulatory reform agenda*. Report to G-20 leaders, junio de 2010.
- Financial Stability Board (2011) *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 Finance ministers and Central Bank governors, octubre de 2012.
- Financial Stability Board (2011). *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 leaders, noviembre de 2010.
- Financial Stability Board (2011) *Progress of financial regulatory reforms*, Report to G-20 leaders, octubre de 2011.
- Financial Stability Board (2011). *Progress on the global regulatory reform* agenda, Report to G-20 ministers and governors, abril de 2010.
- Financial Stability Forum (2009). *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*. Basilea, Suiza.
- Fondo Monetario Internacional (2013). International Financial Statistics.

G

- Grupo del Banco Mundial (2011). *Desarrollo Económico Financiero*. Obtenido de Grupo del Banco Mundial: http://web.worldbank.org/
- Global Risk 2009: "A Global Risk Network Report". *World Economic Forum*, 1.

H

- Horton, M., Kumar, M., & Paolo, M. (2009). *The State of Public Finances. A Cross-Country Fiscal Monitor*. Recuperado el 1 de mayo de 2013 de IMF Staff Position Note. SPN/09/21.

I

- IMF, *Brazilian Letter of Intent*, November 13, Washington, DC. 1998
- IMF, *International Financial Statistics*, various years, Washington, DC.
- IMF (2013). World Economic Outlook Database. Obtenido de International Monetary Fund: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx
- IMF (s.f.). *Brasil Central Bank*.
- IMF (varios años). *International Financial Statistics*. Washington, DC. Obtenido de International Monetary Fund.
- Instituto Nacional de Estadística de España. (2013). INEbase. Obtenido de Instituto Nacional de Estadística de España: http://www.ine.es/
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía, México.
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2012). Estadísticas. México: INEGI. Intermón Oxfam (2012). "Crisis, desigualdad y pobreza". *Informe*.
- International Monetary Fund (2013). *Fiscal Monitor. A Fiscal Adjustment in an Uncertain World*. Recuperado el 5 de mayo de 2013 de IMF: http://www.imf.org/extern

J

- Joint Center for Housing Studies of Harvard University (2008). *The state of the nations´s housing*. Recuperado de JCHS: http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard

L

- Lleo, S. (2009). "Risk Management: A Review". *The Research Foundation of CFA Institute of Literature Review.*

M

- Martínez, J. M. (30 de enero de 2009). *Fitch degrada aún más a Vitro*. Recuperado de CNNExpansión: http://www.cnnexpansion.com/negocios/2009/01/30/fitch-degrada-aun-mas-a-vitro
- Martínez-González, Jorge Arturo (2008 y 2009). Diversos artículos; Columna "Riesgo y Valor", Sección Negocios. Periódicos *El Norte y Reforma*.
- Mikes, A. (2008). "Risk Management at Crunch Time: Are Chief Risk Officers Compliance Champions or Business Partners?". *Harvard Buisiness School*.
- Monaghan, A. (30 de septiembre de 2008). *Financial crisis: Libor hits record level as confidence evaporates*. Recuperado el 10 de marzo de 2013 de: http://www.telegraph.co.uk/

O

- Oakley, D., & Hope, K. (18 de febrero de 2010). *Gilt yields rise amid UK debt concerns*. Recuperado el 15 de abril de 2011 de: www.ft.com
- OCDE (2013). *Estadísticas*. Obtenido de OCDE: http://www.ocde.org/
- OECD (2012). *Government deficit / surplus as a percentage of GDP. Economics: Key Tables from OECD*, No. 20. Recuperadp el 1 de mayo de 2013 de OECD: 10.17
- OECD (2012a). Government debt. Economics: *Key Tables from OECD*, No. 21.
- OECD (2013). *Revenue Statistics-Latin American Countries: Comparative tables.* Recuperado el 1 de junio de 2013 de OECD: http://stats.oecd.org/OECD.
- OECD (2013a). *Revenue Statistics Combined*. Recuperado el 1 de junio de 2013 de OECD Statistics: http://stats.oecd.org/. Accesado el 1 de junio de 2013
- OECD (2013i). *Economics: Key tables*. Obtenido de OECD - ISSN 2074-384x
- OECD (2013). *Economics: Key tables from OECD*. ISSN 2074-384x.
- Oganes, L. (2012). "America Latina: La otra cara de un mundo en crisis". *Emerging Markets Research*. J.P. Morgan Report, April.

P

- Palazzolo, J. (2011). "Fit for Purpose? Reassessing the Role of Risk Management". *Intelligent Risk: Knowledge for the Primia Community*, 1, (5), 18-20.

- Plaschke, F.; Rodt, M.; Pidun, U. & Günter, F. (2013). "The Art of Risk Management". *Boston Consulting Group*, 4, (13).
- Pop, V. (9 de noviembre de 2011). *Germany estimated to have made €9 billion profit out of crisis*. Recuperado el 8 de diciembre de 2011 de: http://www.euroserver-project.eu/
- Presidencia de la República (México) (2009). Iniciativa de Decreto que Reforma, Adiciona y Deroga. Presidencia de la República. (2012). *Sexto Informe de Gobierno*. Recuperado el 5 de junio de 2013 de Presidencia de la República: http://sexto.informe.gob.mx/pdf/AN
- Price, J. (2012) "The Contrarian: Does Europe Matter Anymore?". *Latin Trade*, febrero, p. 3. www.Tiburguniversity.edu/topic/euro-crisis//yourproblem.

R

- Reagan, R. (1981). "First Inaugural Speech". *West Front of the U.S. Capitol*.
- Rossi, C. (2011). "Risk Adjusted Performance: Lessons from the Financial Crisis". *Intelligent Risk: Knowledge for the Primia Community*, 1, (2), 7-12.

S

- Sarbanes-Oexly (30 de julio de 2002). *Act of 2002.* U.S. Congress.
- Secretaría de Economía (2007). Programa sectorial de economía 2007-2012.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2008). *Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda*. Cuarto Trimestre del 2008.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2009). *Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda*. Primer Trimestre del 2009.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2009a). *Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda*. Segundo Trimestre del 2009.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2009b). *Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda*. Tercer Trimestre del 2009.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2012). *Presupuesto de Gastos Fiscales 2012-2013*. Recuperado el 2 de junio de 2013 de SHCP: http://www.shcp.gob.mx/IN
- SEGOB (25 de abril de 2009). Decreto por el que se ordenan diversas acciones en materia de salubridad general, para prevenir, controlar y combatir la existencia del virus de influenza estacional epidémica.
- Spiegel (20 de junio de 2011). *How the Euro Became Europe's Greatest Threat*. Recuperado de SPIEGEL Online International: http://www.spiegel.de/international/e
- STPS (26 de abril de 2012). El Secretario del Trabajo y Previsión Social hace un nuevo llamado a trabajadores y patrones por la Contingencia Sanitaria. *STPS Boletines*.
- Stulz, R. (2008). "Risk management failures: What are they and when do they hap-pen?". *Fisher College of Business Working Paper Series*, 3, (17).

T

- Taborda, J. (2013). *United States GDP growth rate*. Recuperado el 15 de marzo de 2013 de Trading Economics: http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-gr
- *The Economist* (20 de noviembre de 2008). "The end of the affair: America´s return to thrift presages a long and deep recession".
- *The Economist* (2005). "The Economist Intelligence unit quality of life index. The World in 2005".
- *The Heritage Foundation* (2013). *2013 Index of Economic Freedom*. Recuperado de The Heritage Foundation: http://www.heritage.org/index/ The PRS Group (2013).
- *The Country Data Gateway*. Obtenido de The PRS Group: http://www.prs-group.com

U

- Uribe, J.D. (2013). "Normalization of the Monetary Policy in the Industrialized Economies and Possible Effects on the Latin America and Caribbean Region". Intervención del Gerente General del Banco de la República, José Darío Uribe E., en la *XCV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del CEMLA* en la sesión "Normalización de la Política Monetaria en las Economías Industrializadas y Posibles Efectos sobre la Región Latinoamericana y del Caribe", Washington, 15 de mayo de 2013.

V

- Vargas, G., & Luna, A. (2012). "El papel de la incertidumbre en la crisis de Cemex". *Economía Informa*, 372 , 34-50.
- Ventura, L., & Aridas, T. (2011). "Public Debt by Country". Recuperado el 19 de mayo de 2011 de *Global Finance*.

W

- Walker, M., & Forelle, C. (9 de Noviembre de 2011). "Exit From Italian Debt Spurs Fears". Recuperado de *The Wall Street Journal Markets*: http://online.wsj.com/news
- Wolf, M. (4 de enero de 2011). "In the Grip of Great Convergence". Recuperado de *Financial Times*.

Z

Zandi, M. (2010). "Financial Shock". *FT Press.* ISBN 978-0-13-701663-1.