

El encadenamiento financiero-especulativo^a

The financial - speculative triggering

Luis Medina Ávila*

RESUMEN

En el actual proceso globalizador, la inestabilidad y las crisis financieras son fenómenos completamente habituales. Todo parece indicar que las finanzas no sólo tienen la capacidad de sacudir fuertemente los mercados mundiales, sino que también saben salir airosos de sus propios embates y recuperar las fuerzas para arremeter nuevamente en un futuro cercano, desencadenando otro episodio de crisis. Justamente, este *paper* tiene como finalidad aportar a esta discusión describiendo la otra cara de las crisis financieras modernas, una que plantea que éstas no necesariamente son un producto de sistemas financieros poco desarrollados o supervisados, o de la aplicación de políticas económicas inadecuadas o inconsistentes, sino el resultado lógico y dramático de un ciclo propio de los mercados financieros.

Palabras clave: especulación, encadenamiento, tendencia Ponzi, securitización, crisis subprime, riesgo moral.

ABSTRACT

In the present globalising process, instability and the financial crises are completely habitual phenomena. Everything seems to indicate that the finances not only have the capacity to shake the world-wide markets strongly, but also they know how to acquit themselves from their own attacks and to replenish their forces to attack again in the near future, triggering another episode of crisis. Exactly, this paper has as an aim to contribute to this discussion by describing the other face of the modern financial crises, one that raises that these are not necessarily a product of partially developed or supervised financial systems, or of the application of inadequate or inconsistent economic policies, but the logical and dramatic result of a common cycle in financial markets.

Keywords: speculation, chaining, Ponzi tendency, equity security, prevailing crisis, moral risk.

^a Punto 5 del capítulo 2 de la Tesis Doctoral del autor (actualmente en curso) denominada “Globalización, Especulación e Impuesto Tobin”.

* Chileno, Economista, Magíster en Ciencias Sociales y Doctor (C) en Economía, Académico de la Universidad Católica Silva Henríquez, Chile. Correspondencia con el autor: lmedina@ucsh.cl

A medida que la globalización financiera se ha ido profundizando, y con ello el protagonismo de las finanzas internacionales, la volatilidad mundial de las variables clave de la economía, como las tasas de interés, los precios de activos y los tipos de cambio, se ha ido claramente intensificando.

Hoy las crisis son completamente habituales. Lo cierto es que prácticamente cada tres años se desencadena un nuevo e importante episodio, en el cual los mercados financieros y reales son sacudidos y la especulación hace estragos. El *track record* de la liberalización financiera es revelador: el *crash* del mercado mundial de valores de 1987 que se inició en *Wall Street*; la crisis de las cajas de ahorro (*saving and loans*) estadounidenses de 1990; el *crash* del mercado de valores de Tokio de 1990-92; la crisis monetaria europea de 1992-93; la crisis mexicana de 1994 (el *efecto tequila*); la crisis asiática de 1997-98; la crisis rusa de 1998; la crisis de Brasil de 1998-99; el desplome de las acciones tecnológicas de inicios de siglo; y, recientemente, la crisis *subprime* o crisis de las hipotecas de alto riesgo de EEUU.

Esta realidad requiere algo más que decir que siempre ha habido crisis y que seguirán existiendo, o que sus orígenes se encuentran radicados en un deficiente funcionamiento de los mercados nacionales e internacionales o en una falta adecuada de supervisión financiera. Se hace necesario también considerar seriamente que, detrás de todos estos episodios, hay cierta estructura orgánica que toma la forma de un encadenamiento financiero-especulativo, impulsado por ingentes flujos de capitales que se desplazan por los mercados financieros.

El descomunal tamaño que ha alcanzado la economía financiera con respecto a la economía real en los actuales tiempos, que según algunas estimaciones llegaría a 10 veces (Cenda, 2007), fenómeno que ha ido de la mano de una creciente internacionalización de las economías y procesos de desregulación e integración financieros que cada año parecen ser más intensos, exigen la creación de mecanismos que permitan prevenir la aparición de crisis, combatirlas con eficacia si finalmente detonan, y revertir la ya habitual fuerte exposición al contagio. Por esta razón, muchos ya hablan de avanzar hacia una *nueva arquitectura financiera internacional*, la cual garantice realmente la prevención de riesgos sistemáticos y la solidez institucional.

Pasos se han dado en esa dirección, aunque la mayoría en orden a desarrollar proposiciones y adoptar iniciativas en la línea de robustecer los sistemas financieros, lo que resulta claramente insuficiente. Es bueno avanzar en el fortalecimiento de las instituciones, y también en su transparencia, pero esto no necesariamente inmuniza a los sistemas. En 1998, poco después de la crisis asiática, el Premio Nóbel Joseph Stiglitz señalaba que las crisis cambiarias y financieras ocurridas en países desarrollados como Noruega, Suecia y Finlandia demostraban que tener un sistema económico altamente transparente y estructuras institucionales avanzadas no era suficiente para consolidar los sistemas financieros. Aunque reconocía que la poca transparencia contribuía a los problemas,

afirmaba que no necesariamente eran las responsables de las mismas (Fuentes & Lozano, 2003). Luego, si el fortalecimiento y la transparencia son condiciones necesarias, pero no suficientes, se hace necesario acudir también a otro tipo de medidas.

En mayo de 2008, el Presidente de la mayor economía de Europa y ex Director del Fondo Monetario Internacional (FMI), Horst Koehler, señaló que los mercados financieros se han convertido en “un monstruo” que debe ser puesto en su sitio. Sostuvo que la complejidad de los servicios financieros y la posibilidad de llevar a cabo operaciones fuertemente apalancadas con escaso capital propio han permitido que este monstruo crezca. Se necesita, concluyó, que, frente a la turbulencia de los mercados, se responda con una regulación más estricta y eficaz, además de mayores requerimientos de capital, más transparencia y una institución que supervigile de modo independiente la estabilidad del sistema financiero internacional (Cenda, 2008).

Contrastación entre las crisis financieras del período de Bretton Woods y las contemporáneas

Crisis Financieras 1940-1970	Crisis Financieras Modernas
Grandes déficits fiscales financiados con ahorro externo o con emisión.	Mercados financieros internacionales principales generadores de <i>shocks</i> .
Sistemas financieros internos “reprimidos”.	Flujos financieros efectuados generalmente entre agentes privados.
Crisis de balanza de pagos asociadas frecuentemente a caídas abruptas en términos de intercambio y/o tipos de cambio excesivamente revaluados.	Déficits fiscales no importantes debido a mayor disciplina fiscal.
	Países emergentes considerados “exitosos” tienden a ser víctimas de estas crisis.
	Flujos financieros privados caracterizados por falta de regulación y sistemas financieros nacionales liberalizados sin mayores condiciones internas de resguardo.

Fuente: Ffrench-Davis y Ocampo (2000).

Las crisis contemporáneas no son como las de antes. Las crisis “antiguas” estaban muy vinculadas al sector real de la economía y al manejo poco eficiente de las cuentas fiscales y las variables monetarias. En las “nuevas”, en cambio, los beneficios de los tratamientos mucho más disciplinados de las variables fiscales y monetarias han sido negativamente compensados por la falta de disciplina, supervisión y regulación de los sistemas financieros internacionales. Ante esta realidad, no son pocos los que creen que a las finanzas se les ha permitido ir demasiado lejos.

Los movimientos abruptos de grandes cantidades de dinero y la creciente pérdida de control del funcionamiento de los mercados quedaron de manifiesto, entre otras,

en las grandes crisis de la década de los noventa. En estas, se pudo constatar que los movimientos especulativos no discriminan entre países desarrollados o en desarrollo, o entre políticas económicas consistentes o inconsistentes. Aunque las economías más vulnerables siguen siendo las no desarrolladas, cualquier región puede estar amenazada por la inestabilidad monetaria y las burbujas especulativas. Bien saben esto los países desarrollados afectados por la crisis *subprime*.

Diferentes son las visiones o interpretaciones acerca de los orígenes de las crisis financieras del período post *Bretton Woods*. El pensamiento económico ortodoxo sostiene que sus fundamentos básicos se encuentran en aspectos estructurales, la falta de adaptación a los mercados globales, sistemas financieros poco desarrollados o supervisados, la aplicación de políticas económicas inadecuadas o inconsistentes, o bien, simplemente a la incompetencia o imprudencia de las autoridades¹. Los movimientos desestabilizadores de capitales, así como las expectativas de los agentes, reciben bastante menos atención, o bien son tratados como simples consecuencias de los factores citados previamente o como parte de un contexto al que hay que adaptarse adecuadamente. Por ejemplo, con respecto a las causas de la crisis asiática, el Fondo Monetario Internacional apuntó directamente a la combinación de los siguientes factores: desequilibrios macroeconómicos (aunque reconoció que, en general, se mantuvo el equilibrio del presupuesto público y la moderación de las tasas de inflación), deterioro de la balanza de pagos y fragilidad del sistema financiero y del sector empresarial. La gran afluencia de capital privado y la acelerada expansión del crédito interno en sistemas financieros liberalizados no son identificados como factores causales, sino más bien como desafíos de un mercado financiero mundializado a los que hay que saber enfrentar (FMI, 2000).

Este tipo de explicación no resulta tan consistente si se considera el hecho de que, por ejemplo, en la crisis mexicana de 1994 no sólo no existía señal previa de peligro, sino que las reformas y las políticas implementadas por ese país habían sido catalogadas por los mismos organismos internacionales como exitosas. De manera similar, los denominados *dragones asiáticos* contaban con una reducida tasa de inflación, indicadores de cuentas fiscales sanas y políticas monetarias consistentes. Si se constata que, antes del desarrollo de tales crisis, no había un exceso estatal que por sí mismo pudiera explicarlas, entonces, necesariamente hay que dirigir la atención a los excesos del sector privado, específicamente del capital financiero, en particular el especulativo, que se las arregló para conseguir grandes utilidades durante las épocas de auge y de crecimiento de las burbujas financieras.

Si en la actualidad los mayores desórdenes no provienen del polo público, entonces cabe postular que las crisis post liberalización financiera tienen su origen más bien en el

¹ Cabe recordar que la visión ortodoxa de la economía está condicionada por un fuerte sustento ideológico: el sector privado es intrínsecamente estable y, por tanto, los obstáculos al buen funcionamiento de los mercados provienen de factores exógenos no capitalistas.

intento de aplicar políticas consistentes, pero que al final fracasan debido a los efectos perturbadores de descomunales volúmenes de capitales de corto plazo concentrados y erráticos que no responden precisamente a cambios repentinos de los llamados fundamentos de la política de un país, sino a una dinámica propia de los mercados financieros. En efecto, no existiría un solo caso, tanto en países desarrollados como en desarrollo, en que los fuertes incrementos de los flujos financieros hacia el sector bancario no hayan conducido a una saturación de préstamos, una caída de la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo (Kregel, 1999).

Aunque todas las crisis financieras contemporáneas surgen en su propio contexto y alcanzan distintos grados de intensidad, es posible identificar en ellas un tronco común, una dinámica propia y recurrente, que se manifiesta como una secuencia de determinados episodios o sucesos, dando lugar a lo que se conoce como “encadenamiento financiero-especulativo”. Este encadenamiento está conformado por los siguientes eslabones²:

1. La tendencia “Ponzi” de la especulación
2. La evaluación laxa de los riesgos
3. El vuelco de la tendencia
4. El contagio
5. La restricción crediticia
6. La llamada de auxilio y la amortiguación pública

La tendencia “Ponzi” de la especulación

La tendencia “Ponzi” de la especulación se refiere a un mecanismo (o más bien un artificio) financiero que permite mantener un determinado mercado en alza, y a todos los participantes con la expectativa de ganancias, mediante la existencia de un constante *inflow* de fondos aportados por nuevos inversionistas, que se van incorporando al negocio, y no por la tenencia e inversión de activos que efectivamente puedan generar el rendimiento requerido. Justamente, aquí se esconde el secreto de las burbujas: el enrolamiento constante de inversores de todas partes del mundo motivado por la ilusión de que todos salen ganando. En el inicio, los agentes que entran son los más solventes, informados y prevenidos, pero, como el proceso especulativo requiere que no se detenga la corriente de entrada de nuevos dineros, el número de “reclutas” va aumentando sostenidamente, siendo los últimos crecientemente más riesgosos. Esta dinámica la observamos claramente en la concesión de créditos cuando los bancos son inundados de capitales. Para mantener el negocio funcionando, se hace necesario darle constante salida a los fondos, lo que se logra incorporando a sujetos cada vez menos solventes.

² A base de Lordon (2007).

Aquí no hay precisamente una subestimación del riesgo o errores de evaluación del mismo, sino un claro desincentivo a medirlo correctamente³.

Esta tendencia se denomina “Ponzi” porque, en esencia (salvo por el carácter de estafa), reproduce la misma lógica del conocido “esquema Ponzi”, un sistema de inversión donde la promesa y entrega de ganancias no dependen de la inversión de los fondos que han sido aportados, sino de la llegada de nuevos inversores, que son los que realmente pagan los beneficios prometidos a los que llegaron anteriormente. Este procedimiento quedó en evidencia cuando se descubrió un fraude a gran escala realizado en la década de 1920 por el especulador italiano Carlo Ponzi. Este individuo, que residía como inmigrante en EEUU, descubrió que podía obtener grandes ganancias arbitrando cupones postales entre España y EEUU. Al principio, incorporó al negocio a familiares y amigos, pero, debido a que posteriormente una avalancha de gente se fue sumando, empezó a pagar los altos intereses prometidos con los fondos diarios que iba recibiendo de los nuevos aportantes, ya que ya no podía pagarlos con el arbitraje. Ponzi no visualizó que, aunque el negocio parecía muy rentable a corto plazo, no era conveniente ni posible atraer indefinidamente a nuevos inversores. Si no se establecen límites, los nuevos fondos deben ser siempre mayores, ya que, de lo contrario, no se puede hacer frente a los pagos de intereses y las devoluciones de capital a los inversores anteriores, además de mantener un nivel de beneficios que atraiga a otros nuevos. El resultado final del esquema de Ponzi fue un efecto piramidal imposible de sustentar, lo que lo llevó a prisión y a perder la gran fortuna que en pocos años había acumulado. De hecho, murió en la miseria en un hospital de Rio de Janeiro.

El economista norteamericano Hyman Minsky (1919-1996), quien centró sus investigaciones en la fragilidad financiera y que quizás fue el que mejor describió el encadenamiento de las finanzas, puso especial atención a la experiencia de Carlo Ponzi cuando buscaba aquellos factores que determinaban la fragilidad o la solidez financiera de un sistema económico. Minsky clasificó las formas de financiamiento en tres categorías: (1) *Hedge financing* (financiamiento cubierto), donde los ingresos netos de caja (*cash flow*) permiten pagar los compromisos financieros asumidos (capital e intereses); (2) *Speculative financing* (financiamiento especulativo), en el cual los ingresos netos de caja permiten el pago de los intereses pero no del principal; y (3) *Ponzi finance* (financiamiento Ponzi), donde el *cash flow* no alcanza para cubrir ninguno de los compromisos asumidos, tanto de intereses como del principal. Minsky postulaba que mientras más cerca de la tercera categoría se encuentre la estrategia de financiamiento seguido por los bancos, mayor es la probabilidad de que la economía se desestabilice, ya que es-

³ La dinámica inherente a la tendencia Ponzi deja sin efecto el análisis que pudiera proporcionar la teoría de la información asimétrica respecto de la actividad financiera especulativa. Ciertamente, se puede acá verificar la presencia de selección adversa y riesgo moral, pero no precisamente como resultado de la existencia de la asimetría de información disponible entre las partes contratantes, sino como consecuencia de que esta actividad requiere necesariamente ir incorporando de manera voluntaria a malos prestatarios o a aquellos con proyectos más riesgosos.

haremos en presencia de un sistema bancario más débil (Buchieri & Gastaldi, 2006). Según este economista, cuando la economía ha permanecido estable por un largo período, los inversores están más dispuestos a asumir riesgos crecientes y a apalancarse de manera excesiva. En estas circunstancias, el financiamiento Ponzi, o los acreedores Ponzi, empiezan a asumir el protagonismo y la economía se hace muy dependiente del crédito fácil y la especulación. Posteriormente, cuando los bancos se dan cuenta que ha crecido la deuda impaga (cartera vencida de crédito), comienzan a restringir los préstamos y a reclamar los concedidos, y este mercado entra en crisis. Los inversores entran en pánico y empiezan la huida y las quiebras. Todo esto describe lo que se ha denominado “el momento Minsky”⁴.

La evaluación laxa de los riesgos

El segundo eslabón que se manifiesta en el encadenamiento financiero-especulativo es la evaluación laxa de los riesgos, específicamente en la fase alcista del ciclo financiero. Ciertamente, las instituciones que operan en los mercados financieros cuentan con los mecanismos de evaluación de los riesgos asociados a sus operaciones. Cada entidad funciona con una plataforma normal de gestión de riesgos, y, además, están las clasificadoras, las cuales entregan una opinión profesional externa y (supuestamente) independiente sobre la probabilidad de que una determinada deuda sea o no pagada total y oportunamente de acuerdo a los plazos y montos convenidos contractualmente. El rol de estas agencias es fundamental para los mercados, ya que orientan a los inversionistas sobre la calidad crediticia de los instrumentos que se emiten y transan, reducen los costos de transacción y contribuyen a que los títulos se transen ampliamente en los mercados. Sin embargo, a pesar de estos factores, la peligrosa exposición al riesgo se manifiesta en la actualidad de manera recurrente, vulnerando a los mercados y a las economías nacionales.

Para que el negocio siga funcionando en la parte alta del ciclo financiero, se requiere que los bancos continúen otorgando abundante crédito a pesar del deterioro de la cartera de clientes. Para enfrentar los riesgos, se acude a complejos mecanismos que permiten diluirlos a través de la creación de títulos negociables y transables en los mercados secundarios. Estos títulos en verdad son derivados, cuyos activos subyacentes son los activos crediticios de distintas calidades. Las clasificadoras de riesgo, contagiadas por la euforia de los mercados o por su afán de participar activamente del gran negocio, realizan su tarea de manera procíclica, y no anticíclica. Esto las lleva a clasificar los activos y productos estructurados en función de facilitar su comercialización y no de

⁴ Los aportes de este economista nunca fueron bien recibidos por el pensamiento ortodoxo y menos por los grandes financistas, ya que lo consideraban un radical por el hecho de poner el énfasis en la tendencia de los mercados hacia los excesos. Pero, debido a que en la actualidad las crisis financieras azotan de manera habitual, su trabajo se ha revalorizado.

transparentar su real riesgo⁵. No es extraño que, después del desencadenamiento de las crisis, arrecien las críticas contra estas entidades por haber puesto “buena nota” a instrumentos o créditos cuya plusvalía en la mayoría de los casos era ilusoria. Los analistas más conservadores hablan de trabajo mal hecho. Otros, lisa y llanamente, de colusión: un acuerdo implícito entre los financistas y las clasificadoras para no quebrantar la inflación de la burbuja. De todas maneras, lo concreto es que el factor que finalmente sustenta el crédito abundante e indiscriminado queda establecido: el riesgo falso.

El vuelco de la tendencia

El intento de diluir los riesgos a través de la utilización de complejos procedimientos financieros y el apoyo de las clasificadoras, aunque beneficiosa en un principio para los bancos generadores de los créditos de mala calidad, resulta finalmente fatal para la estabilidad financiera y económica. Puede que se considere positivo que los riesgos de no pago, y sus consecuencias, se fragmenten en un sinnúmero de inversionistas individuales e institucionales, que a su vez los diluyen en su propia cartera, en vez de recaer únicamente en las entidades responsables de los préstamos riesgosos. Pero lo cierto es que más que dividir el riesgo en miles de partes volviéndolo inocuo, lo que se consigue es su propagación global.

De todas maneras, en la parte ascendente del ciclo financiero, y debido al hecho de que es posible deshacerse de los peores activos y disgregar el riesgo en un sinnúmero de inversionistas que adquieren impulsivamente los instrumentos convenientemente etiquetados⁶, se instala la percepción de que el negocio es seguro y conveniente. Sin embargo, la cuenta regresiva ya ha comenzado, ya que, poco a poco, la situación financiera global se acerca a niveles críticos de fragilidad: la burbuja se encuentra en niveles insostenibles, al igual que la exposición al riesgo. En este punto, cualquier perturbación, ruido o modificación genera el cambio de tendencia. En ese momento, todo el mundo comienza a espabilarse, la sensación de seguridad se resiente y surge la necesidad de apartarse. Pronto, el cambio de tendencia se transformará en derrumbe, más aún después de que las clasificadoras de riesgo se precipitan a corregir procíclicamente sus clasificaciones, dejando en evidencia los verdaderos riesgos involucrados.

El contagio

En esta fase del ciclo, la “infección financiera” se propaga y se vuelve global. Cuando en un mercado, uno de sus compartimentos entra en crisis, el contagio comienza. Si

⁵ A pesar de que a favor de las clasificadoras se puede decir que los productos derivados son muy complejos de evaluar o que se hace por centenares, hay que recordar que su facturación proviene de las mismas instituciones financieras.

⁶ Hasta los títulos más riesgosos tienen salida con relativa facilidad. De hecho, los *hedge funds* los adquieren por su promesa de alta rentabilidad.

éste avanza a paso firme, no sólo se transmite a todos los compartimentos vinculados, independiente de los niveles de riesgo o calidad involucrados, sino también a través de todos los demás. Basta que en uno de ellos el verdadero nivel de riesgo quede de manifiesto, para que inmediatamente se encienda la luz de alerta en todo el mercado. En la industria de los derivados, este tipo de fenómeno es bastante evidente: la sola generalización de la categoría “derivados” es suficiente para generar el contagio.

El “efecto dominó” sigue su curso y, poco a poco, todos los mercados financieros van siendo afectados, siendo los más vulnerables aquellos que también operaban con excesos. La mayor incertidumbre, el pánico y el comportamiento gregario, fortalecido de manera crítica por la alta integración financiera a nivel mundial y la volatilidad de los movimientos de capitales que caracterizan al actual proceso globalizador, se traducen en una huida generalizada de los inversores, la sobreoferta de los instrumentos, la desaparición de la liquidez y el derrumbe de los precios. La confusión global arrecia, se pierde la frontera entre la iliquidez y la insolvencia⁷, y no se tiene a quién recurrir, ya que no existe un prestamista internacional de última instancia.

La restricción crediticia

La abundancia de créditos indiscriminados de la “tendencia Ponzi” de la especulación pasa la cuenta finalmente a los mercados de crédito, con graves consecuencias adicionales. Aunque los riesgos del raudal de préstamos bancarios han podido, en gran parte, ser formalmente diluidos por medio de sofisticados mecanismos, el hecho de que estas instituciones hayan sobrecargado sus fondos de gestión con productos derivados de dudosa calidad, provoca que la exposición al riesgo no desaparezca realmente, sino sólo haya transmutado hacia una forma aparentemente inocua. Además, también está la amenaza del contagio lateral (Lordon, 2007).

Con el cambio de tendencia, el desplome y el contagio, se manifiestan en toda su magnitud el sobreendeudamiento, la masificación desmedida del crédito y la alta exposición al riesgo, y, con ellos, las minusvalías. Al hacerse visible la fragilidad de las carteras de los bancos, estos se ven en la obligación de elevar las provisiones, erosionando las utilidades. En estas circunstancias, contraen los créditos para restaurar sus balances y, de esta manera, mantener su indicador de solvencia en niveles compatibles con las estrictas normas de prudencia a las que están sometidas⁸. A esto se agrega la crisis de confianza que agita el ambiente. Nadie presta ya fácilmente o en condiciones ventajosas, ya que se desconoce el real nivel de exposición de las instituciones y firmas que demandan fondos. Al final, con el mismo impulso indiscriminador con que la banca proporcionaba

⁷ Lo que entorpece la acción de las autoridades económicas para enfrentar la crisis.

⁸ El indicador de solvencia mide el respaldo que el patrimonio de la institución otorga a las operaciones activas que ella maneja.

los préstamos, ahora los restringen, siendo afectados especialmente todos aquellos que nada tuvieron que ver con la fiesta especulativa, como los emprendedores.

La llamada de auxilio y la amortiguación crediticia

Con la llegada de este último capítulo del ciclo financiero-especulativo, queda al descubierto lo que para muchos es uno de los elementos más característicos de la globalización financiera: la privatización de las ganancias y la socialización de las pérdidas.

Cuando la economía está pujante, todo el mundo quiere participar, y parece fuera de lugar preocuparse mayormente de los riesgos. Nada impide dejarse llevar por el impulso eufórico de alcanzar altas rentabilidades. Nada lo impide, excepto el hecho de que los mayores retornos son también los más riesgosos. Pero este obstáculo puede sortearse con relativa facilidad. Existe la disposición para hacerlo y también las sofisticadas herramientas financieras. Además, está la complacencia de las clasificadoras. En este ambiente festivo y temerario, cualquier intromisión del Estado en la libertad económica de los agentes es considerada inaceptable. No hay mejor momento que éste para que los liberales a ultranza fomenten la creencia de que los privados saben muy bien lo que hacen y que la autorregulación de sus conductas es más efectiva que la infartante coacción estatal.

Sin embargo, cuando la crisis llega, y con ella la desesperación y el pánico, la visión sobre la injerencia del Estado en los negocios privados se flexibiliza radicalmente y da un brusco vuelco. Del rotundo rechazo se pasa a exigir su intervención, argumentando que las autoridades tienen la obligación de impedir el desplome de los mercados y las graves consecuencias sobre la producción, el empleo y el bienestar de la población, variables que ahora adquieren una inusitada importancia en el discurso. Incluso, no es extraño que algunos de los mismos que avivaron con suma energía la fiesta especulativa lleguen a declamar que la culpa del desastre es del mismo Estado por no supervisar y controlar adecuada y oportunamente las acciones de los agentes económicos, o por no aplicar políticas económicas consistentes y prudentes. Al final, el polo público siempre acude a la petición de socorro: los bancos centrales inyectan toda la liquidez necesaria, se acude en auxilio de las grandes instituciones financieras con problemas y los gobiernos aplican urgentes medidas fiscales. Difícil es abstraerse de las poderosas presiones: ninguna autoridad política desea enfrentar la posibilidad de que los votantes castiguen la “indolencia” de desatender el “infortunio” de los privados. Bajo esta lógica de constante amortiguación estatal de las caídas privadas, ni los más imprudentes inversores tienen que preocuparse demasiado en realidad, ya que las consecuencias de sus actos finalmente las asumirá toda la sociedad. Queda así instalado el problema del riesgo moral (*moral hazard*). En un tiempo más, los especuladores podrán arremeter nuevamente, en un nuevo ciclo de ganancias privadas y pérdidas compartidas.

Teniendo en cuenta que no es posible, en una representación gráfica, dar cuenta de

todas las interrelaciones que dan lugar al encadenamiento financiero-especulativo o delimitar exactamente los tipos de vínculos, y sus intensidades, que se generan entre sus componentes, la siguiente figura resulta bastante útil en su objetivo de resumir el eslabonamiento de las finanzas descrito anteriormente. Las flechas unidireccionales indican el vínculo de determinación o reforzamiento de un elemento sobre otro, y las bidireccionales dan cuenta de una retroalimentación o reforzamiento mutuo.

El encadenamiento financiero-especulativo



Fuente: Elaboración propia

En la figura se aprecia que el relajo de las políticas monetarias y, especialmente, la preferencia de los capitales internacionales por alcanzar ganancias de corto plazo, lo que significa poner cuantiosos recursos a disposición de los mercados financieros en detrimento de la producción, son las principales fuentes de la abundancia de liquidez. Esto favorece la creación de nuevos y cada vez más complejos instrumentos financieros y establece una de las principales condiciones para que los mercados financieros inicien el enfoque Ponzi. El esquema Ponzi en pleno desarrollo se nutre mutuamente de la evaluación laxa de los riesgos y del mercado de derivados, el cual cuenta con instrumentos que permiten diluir los riesgos, y con ello, facilitar la colocación indiscriminada de fondos. La sobresaturación de préstamos alimenta las burbujas y éstas, a su vez, la exuberancia irracional de los agentes, fortaleciéndose luego mutuamente. El excesivo optimismo de los inversores se facilita además con la posibilidad de acudir a todo tipo de instrumentos financieros nuevos, atractivos y variados. Por su parte, la evaluación laxa de los riesgos, el acceso a productos estructurados y el excesivo optimismo de los inversores provoca una mayor exposición al riesgo. La mayor exposición, las burbujas y la exuberancia irracional hipersensibilizan a los inversores frente a cambios, ruidos y *shocks* en la parte alta del ciclo. Cuando se produce el cambio de tendencia, se inicia la revaluación procíclica de los riesgos y el contagio lateral, desencadenándose la crisis financiera en toda su amplitud. Ante este escenario, los capitales huyen rápidamente hacia activos y mercados más seguros y estables (*flight to quality*), lo que se facilita por la alta integración financiera existente y la libertad y falta de regulación de los capitales internacionales. El comportamiento gregario ciertamente acrecienta la crisis. El colapso conduce a la banca a restringir el crédito, hundiendo más a los mercados, lo que obliga a la intervención del polo público mediante inyección de liquidez y medidas de salvataje, con el consiguiente problema de riesgo moral.

La crisis *subprime* como ejemplo

De la misma manera que en 1998 se popularizó mundialmente el concepto de *hedge fund* gracias a la crisis financiera generada por el colapso del *Long Term Capital Management* (LTCM), en la actualidad, la crisis detonada en 2007 por los préstamos hipotecarios a deudores insolventes y por la creación de activos que multiplican el riesgo, puso de moda en todo el mundo la palabra *subprime*. La crisis *subprime* es el nombre genérico de la segunda gran crisis financiera del nuevo milenio, cuyo epicentro se ubicó nuevamente en los Estados Unidos. El nombre alude a su relación directa con las hipotecas *subprime* (*subprime mortgages*) o créditos de baja calificación crediticia que se otorgan en el país del norte.

Dado el alto riesgo de estas hipotecas, los intereses y comisiones son notablemente más altos comparados con los créditos *prime*⁹, lo que se hace sentir de manera crítica

⁹ La escala de clasificación de los créditos hipotecarios en EEUU va entre los 300 y 850 puntos. Una hipoteca con menos de 620 puntos cae en la categoría de *subprime*.

para los deudores desde el momento en que comienzan a pagar los dividendos con la tasa variable. En este escenario, cualquier alza en la tasa de interés puede llevar a una incobrabilidad insospechada. Estos créditos se masificaron en los últimos años, lo que no resulta extraño si consideramos que por todas partes surgían instituciones dispuestas a otorgarlos. En 2006, las hipotecas *subprime*, aunque históricamente marginales en el mercado de EEUU, llegaron a representar el 20% del total, alcanzando un valor aproximado de 640 mil millones de dólares (Arenales, 2007)¹⁰.

Los analistas más conservadores enfatizan que la crisis derivó básicamente del desconocimiento o la evaluación poco concienzuda, por parte de las instituciones relacionadas con el mercado inmobiliario, del nivel de riesgo que se estaba asumiendo al momento de decidir otorgar masivamente créditos hipotecarios a clientes de poca solvencia y elegir los mecanismos para emitir bonos respaldados en ellos, dando a entender que, tras todo esto, hubo simplemente un desfile de lamentables errores. Sin embargo, en el negocio inmobiliario estadounidense se observa claramente la *tendencia Ponzi* y todas las etapas posteriores del encadenamiento financiero-especulativo descrito anteriormente.

Dado que se buscaba mantener el mercado inmobiliario en alza, y las expectativas de que todos salían ganando, se hacía necesario atraer a más y más deudores, no siendo suficiente el contingente de prestatarios solventes. Ante esto, se buscó integrar masivamente a las familias financieramente más riesgosas, lo que no resultó realmente muy difícil, ya que todo el mundo sueña con la vivienda propia. Era tal el impulso por continuar alimentando el dinamismo del mercado inmobiliario a cualquier precio, que incluso se llegaron a conceder créditos basura como los denominados Ninja (*no income, no job and no assets*), es decir, préstamos a personas sin ingreso, sin trabajo y sin activos. Jim Spray, un veterano agente de hipotecas de Colorado, afirmaba en 2007 que “debería haber intentado obtener una hipoteca para mi gato. Estoy seguro de que la hubiera conseguido”¹¹.

Toda esta lógica de no establecer límites crediticios y seguir reclutando deudores no importando su calidad se sustentaba en la posibilidad de diluir los riesgos a través de la creación de complejas operaciones en base a productos estructurados bien evaluados y en la enorme confianza que existía en el ambiente de que el negocio inmobiliario iba a mantenerse indefinidamente creciendo, garantizando que las plusvalías de las propiedades pagarían con holgura todos los compromisos ante cualquier cesación de pagos (*default*) por parte de algunos prestatarios. Este negocio se percibía como tan redondo que ni siquiera importaba si las hipotecas otorgadas se convertían en la práctica en “hipotecas trampa”, es decir, imposibles de pagar con el tiempo por parte

¹⁰ Estos créditos, en conjunto con los Alt-A, que se encuentran entre los *prime* y *subprime*, alcanzaron el 50% del total en 2006. En 2003, sólo correspondían al 10% del total.

¹¹ Citado en Olinger & Svaldi (2007).

de las familias más pobres. Mientras las propiedades continuaran revalorizándose, todo marchaba bien para los prestamistas.

Sin embargo, debido a la fragilidad financiera en que se encontraban los deudores, la saturación del mercado inmobiliario y las subidas de las tasas de interés, las familias *subprime* entraron en cesación de pagos. Las 17 alzas consecutivas de la tasa de los fondos federales de la FED a partir de junio del 2004, llevándola desde 1% en aquel entonces hasta 5,25% en junio de 2006, nivel que se mantuvo hasta septiembre de 2007¹², habían incrementado peligrosamente la tasa de morosidad de los créditos, al igual que los embargos o ejecuciones de viviendas. Ya a principios de 2007, las primas por riesgo de los préstamos *subprime* comenzaban a reflejar el deterioro de su calidad y los precios de las viviendas amenazaban con desplomarse.

Los primeros en caer fueron precisamente las instituciones que concedieron las hipotecas que algunos llamaron “basura”. A comienzos de abril de 2007, la segunda entidad más importante de EEUU en el negocio hipotecario *subprime*, la *New Century Financial Corporation*, con sede en California, se declaró en bancarrota y anunció el despido inmediato de 3.200 trabajadores. Esta compañía, que en 2006 había concedido préstamos hipotecarios de alto riesgo por 51.600 millones de dólares, había iniciado sus operaciones hipotecarias en 1996 con solamente 50 empleados, cifra que subió a siete mil en 2006 gracias al auge que había experimentado el sector en esos años. Aunque una veintena de entidades crediticias *subprime* habían quebrado anteriormente, el cierre de puertas de *New Century* representaba hasta ese momento el peor golpe al mercado de la vivienda en EEUU (Arenales, 2007).

Aunque la tormenta *subprime* ya había empezado, los mercados de crédito se convulsionaron finalmente en agosto de 2007 cuando se conoció una seguidilla de malas noticias acerca de los impactos que estaban produciendo en un sinnúmero de instituciones, tanto dentro como fuera de EEUU, las inversiones en hipotecas de alto riesgo. En julio, el banco de inversión *Bear Stearns* comunicaba a sus clientes las cuantiosas pérdidas que habían sufrido dos de los *hedge funds* que estaba gestionando. En ese mismo mes, una de las principales corporaciones privadas de securitización de hipotecas de EEUU, *Countrywide Financial*, informaba las dificultades por las que estaba pasando debido a la crisis inmobiliaria. Hasta los bancos históricamente más conservadores estaban involucrados en el arriesgado negocio. A fines de ese mismo mes, el banco industrial alemán IKB, especializado en financiar pymes, anunciaba fuertes pérdidas (US\$ 990 millones) producto de su exposición a las hipotecas de alto riesgo norteamericanas a través de un vehículo de titulación que gestionaba, *Rhineland Funding*. Afortunadamente para el banco, su principal accionista asumió las obligaciones de suministro de liquidez a la entidad securitizadora. En agosto de 2007, el mayor banco francés, *BNP Paribas*,

¹² Ocasión en que el banco central estadounidense la redujo en 50 puntos base.

comunicaba que, tres de sus fondos, se cerrarían por su exposición a las hipotecas de alto riesgo, sembrando el miedo entre los operadores (Banco de España, 2007). Pocos días después, el décimo banco hipotecario de Estados Unidos, el *American Home Mortgage* (AHM), declaraba la suspensión de pagos, poniéndose bajo la protección de la ley de quiebras. Ante esto, el pánico se hizo evidente, los deudores veían cómo sus viviendas bajaban de valor al mismo tiempo que aumentaban las deudas, lo que generaba aun menor intención de pagar, y las plusvalías que garantizarían los pagos a los bancos se desvanecían. De esta manera, los estadounidenses más pobres, siempre excluidos del millonario negocio financiero, fueron los encargados de hacer estallar la burbuja inmobiliaria remeciendo las finanzas mundiales.

No resultaría ilógico pensar que el colapso de las hipotecas *subprime* debería haber sido un problema radicado básicamente en el mercado hipotecario estadounidense, pero no fue así. La globalización financiera y el escenario propicio que en ésta existe para crear e incorporar sofisticados mecanismos e instrumentos que trascienden las fronteras y multiplican el protagonismo de las finanzas en el mundo, propagaron la crisis a nivel global. En efecto, debido a que una parte importante de estos créditos hipotecarios de alto riesgo fueron titulizados, dejaron de estar circunscritos sólo a su mercado de origen y fueron distribuidos a otros inversores nacionales e internacionales, ayudando a la expansión global de esta actividad.

La titulación, titularización o securitización es una sofisticada y moderna herramienta de financiamiento alternativo de largo plazo utilizada masivamente en los países desarrollados. Consiste en transformar en valores negociables un conjunto de bienes o activos relativamente ilíquidos, inmovilizados o no comerciables, presentes o futuros, con el objetivo de obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la subsecuente reducción de los costos financieros¹³. También se puede definir como el proceso cuidadosamente estructurado que consiste en reunir, empaquetar, suscribir y vender un conjunto de activos crediticios (derechos de cobros futuros) de similar calidad en forma de títulos (bonos) en el mercado de valores. Los primeros constituyen los activos subyacentes de los segundos, es decir, sus colaterales, respaldos o garantías. Los pagos de intereses y amortizaciones de los títulos dependen directamente de los flujos de efectivo que genera el subyacente, haciendo que los riesgos asociados a estos últimos se transferan directamente a los primeros. En el caso de la emisión de títulos respaldados por un paquete de créditos hipotecarios, se habla de titulación hipotecaria, generándose un vínculo entre el mercado de capitales con el de vivienda.

Con la titulación, el conjunto de activos empaquetados y vendidos adquieren valor de mercado, ya que permite que activos no endosables sean negociados en el mercado

¹³ Lo que es especialmente beneficioso en aquellas entidades donde existen largos plazos de amortización o alto nivel de inmovilización de sus carteras.

secundario. Esto mejora ciertamente la posición financiera de la entidad que lleva a cabo el proceso de securitización (originador u originante), permitiéndole resolver problemas de liquidez y potenciarse como sujeto de crédito. En el caso de los bancos, u otras instituciones de préstamo, aumenta además su capacidad crediticia, expandiendo el negocio de las colocaciones, las que pueden ser convertidas también en *securities*¹⁴.

Existen varias formas de securitización. La más frecuentemente utilizada, en especial en las instituciones financieras, es la que se denomina *pass-through*. Esta consiste en la venta, cesión o endoso de activos seleccionados de la cartera del acreedor original a otra entidad instrumental especializada denominada Vehículo, la cual los estructura agrupándolos en paquetes o tajadas (*tranche*, en inglés) y los transforma en títulos (*securities*) que emite y vende a los inversores en el mercado de capitales¹⁵. Dado que estos títulos están respaldados por la cartera original, son conocidos como *asset-backed securities* (ABS). De esta manera, el riesgo se transfiere desde el originador al inversor en ABS. Una vez emitidos los títulos, aparece la figura del *Servicer*, un agente que se encarga de administrar los activos transferidos, haciéndose responsable del cobro de los flujos de los activos subyacentes y de la transferencia al Vehículo para el pago a los inversores. Por estos servicios recibe el pago de una comisión. El *Servicer* es, por lo general, el mismo originante, aunque puede también ser un tercero.

El Vehículo es el eslabón fundamental en la securitización *pass-through*, ya que permite desvincular legalmente los activos crediticios del originante, desplazándolos de sus balances a la vez que los títulos emitidos no forman parte de sus pasivos^{16, 17}. Esto beneficia claramente al originante, ya que, al sacarse de encima el riesgo de los créditos securitizados, pasándoseles al Vehículo y a los inversores, reduce su riesgo de crédito. La separación entre el tenedor original y los activos permite además que los flujos de efectivo de los subyacentes continúen respaldando a los títulos independientemente del destino del tenedor original. Esto ofrece la ventaja de separar la calidad del emisor

¹⁴ También pueden acudir a los bancos de la plaza o fuera de ella para obtener más recursos prestables. Esto involucra a más instituciones en el negocio de la titulación.

¹⁵ El Vehículo además se encarga normalmente de proteger los flujos del activo subyacente aplicando mecanismos que van más allá de las garantías normales de los créditos, como pólizas de seguros, fondos de reserva, etc. Al disminuir el riesgo de incobrabilidad a través de la “mejora crediticia” del título, mejora su calificación y, por tanto, su liquidez en el mercado. Por otra parte, el originante suele avalar los pagos de los activos subyacentes cuando su suspensión es transitoria, pero esto significa romper con uno de los principales beneficios de la securitización *pass through*, el cual es perder todo contacto con el riesgo de los activos titulizados.

¹⁶ Al momento de la emisión de los títulos, la cuenta “créditos concedidos” que aparecía originalmente en el activo del originante queda sustituida, por ejemplo, por la cuenta “efectivo” o “dinero en caja”.

¹⁷ En otras variantes de la titulación, como la denominada *asset backed bonds* (ABB), no se produce un desplazamiento de los activos securitizados, permaneciendo éstos en el balance del originante.

y la calidad del instrumento. Si una empresa emite un bono, la calificación de riesgo de éste se realiza en función de la solvencia del emisor. Pero, en el caso de la titulación, esta calificación se lleva a cabo sobre la base de la calidad del título como tal y de los activos subyacentes, y no de la entidad que da inicio al proceso.

El Vehículo puede estar constituido de varias formas. Lo importante es que no tenga la obligación de consolidar sus balances con los del originador. Puede ser creada por el propio originante o ser una entidad independiente, lo que parece ser lo más conveniente en el caso de que los deudores de los activos crediticios dejen de pagar, haciendo que la bancarrota sólo afecte al Vehículo. Asimismo, una entidad financiera sin giro único puede tener entre sus funciones la de ser Vehículo de las operaciones de titulación, aunque lo habitual es que sea una sociedad de objeto específico, siendo la securitización su única razón social. Aquí aparece la figura del SPV (*special purpose vehicle*), ente totalmente especializado en el negocio, lo que le facilita la colocación en el mercado de los *securities*. En Estados Unidos, al igual que en otros países, se ha desarrollado la figura del SPV de manera exitosa, siendo usual su creación como subsidiaria o filial, con estatus legal y patrimonio propio, de un conglomerado financiero diversificado. Existen países como Chile donde los SPV operan de manera explícita bajo la denominación de Compañías de Securitización. En el caso que el Vehículo compre las tajadas de activos crediticios al originador, requerirá fondos. Estos pueden ser obtenidos de los bancos.

Debido a que uno de los aspectos más importantes de la securitización es la transferencia de los riesgos a otros inversionistas, y que una parte importante de los créditos *subprime* fueron convertidos en *securities*, se desencadenó una crisis financiera global de proporciones cuando el mercado de hipotecas de alto riesgo colapsó. No hubo acá precisamente un proceso de disolución de los riesgos, sino una distribución de ellos en un amplio conjunto de instituciones nacionales e internacionales, hecho que se produjo además de manera poco transparente debido en parte a la alta complejidad que envuelve al negocio de los sofisticados productos estructurados¹⁸.

Las hipotecas *subprime* entraron al mercado de capitales a través de los *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS). Para su colocación en el mercado de valores, las compañías de securitización o Vehículos pueden contratar los servicios de los bancos de inversión. Antes de su venta, son evaluados por agencias calificadoras de riesgo, las cuales son contratadas por las mismas instituciones que necesitan evaluar estos títulos, en este caso, los bancos de inversión.

Debido a que los RMBS de menor calidad presentaron una mayor dificultad de colocación y que sólo el 20% de los paquetes de activos crediticios correspondían a la clase AAA, ciertos inversionistas decidieron recuperar los segmentos o subtajadas de menor

¹⁸ El negocio de la securitización de créditos hipotecarios es tan complejo que el mismo presidente de la FED, Ben Bernanke, debió ser instruido en su oportunidad en torno a estos instrumentos financieros en una reunión con administradores de *hedge funds* (Krugman, 2007).

calidad y reempaquetarlos en nuevos títulos negociables, que además incluyeron otro tipo de préstamos. Estos nuevos bonos fueron los CDO (*collateralized debt obligations*), títulos derivados de otros títulos, generados a base de diferentes segmentos de RMBS. La idea al crear estos instrumentos era reconfigurar de tal manera los paquetes de RMBS de modo de hacerlos más atractivos para el mercado. En la práctica, significó para los inversionistas adquirir títulos perdiendo de vista los excesivos riesgos involucrados, ya que, en realidad, nadie era capaz de saber qué había dentro de un CDO.

Lo sorprendente del tema es que la denominada “ingeniería financiera”, que en este caso fue más bien “magia financiera”, transformó ciertos paquetes compuestos de activos crediticios de menor calidad en tajadas AAA. Cabe preguntarse cómo un título que combinaba múltiples B podía ser transformado en un CDO de alta calidad. No cabe duda de que el deseo de ciertos bancos de inversión de recalificar los malos RMBS había resultado. Los CDO fueron adquiridos en diferentes partes del mundo de manera masiva entre 2005 y 2006 por bancos privados, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión y, por cierto, *hedge funds*¹⁹. Estos últimos, que pueden obtener recursos a tasas más bien bajas para invertirlos en títulos que ofrecen alta rentabilidad, no tuvieron mayores problemas para comprar los CDO más riesgosos.

Pero el negocio de papel no podía durar para siempre. A mediados de junio de 2007, la agencia calificadora de riesgo estadounidense *Moody's* revisó a la baja las calificaciones crediticias de los productos estructurados respaldados por créditos hipotecarios. Luego, a principios de julio, la agencia *Standard & Poors* hizo lo propio, ajuste que se extendió además a los CDO (Banco de España, 2007). El resultado esperado es que los inversionistas ya no quisieron comprar más RMBS ni CDO. Finalmente, el mercado de este último instrumento fue congelado.

El comportamiento de la clasificadoras en el auge y colapso del negocio hipotecario *subprime* reafirma el rol procíclico que juegan estas entidades en el proceso del encadenamiento financiero-especulativo. En la fase alta del ciclo, se dedicaron a poner buenas notas a los créditos y productos estructurados vinculados a ellos, perdiéndose de vista el verdadero riesgo que estaban asumiendo las entidades crediticias y financieras. Y, cuando la situación se revirtió, ajustaron hacia abajo las notas de los activos y títulos que antes habían aprobado holgadamente. Las críticas a estas agencias han arreciado desde todos los sectores. Incluso, el conservador periódico financiero con sede en Nueva York, el

¹⁹ Los montos de CDO comprados por los inversionistas institucionales fueron siderales. Por ejemplo, el banco de inversión *Merrill Lynch* tenía 3.100 millones de dólares de obligaciones de deuda colateralizadas (CDO) aseguradas con *XL Capital Assurance*, ente perteneciente a *Security Capital Assurance*. Dicha entidad aseguradora de bonos aseguró los CDO de *Merrill* con *swap* (canje) por default de créditos (créditos incobrables). Esta exposición a los CDO se conoció debido a que el banco de inversión presentó en marzo de 2008 una demanda contra la aseguradora para forzarla a respetar sus obligaciones contractuales (*Estrategia*, 2008c).

Wall Street Journal, señalaba que aquellas no sólo contribuyeron al auge del negocio de las hipotecas *subprime*, sino que obtuvieron varios millones de dólares por hacerlo²⁰. La publicación argumentaba que no sólo colaboraron poniendo las mejores calificaciones a los activos, sino que ayudaron a los bancos de inversión a colocar, mediante complejos instrumentos financieros, los créditos hipotecarios de alto riesgo en el mercado, todo a cambio de generosas tarifas Emol (2008a). No cabe duda de que si los mismos que necesitan que sus títulos sean atractivos para el mercado contratan a los responsable de evaluarlos, se genera un poderoso incentivo perverso.

Con respecto al proceso de contagio, el deterioro de la calidad de los préstamos hipotecarios *subprime*, que se reflejó en la elevación de sus primas por riesgo desde el inicio de 2007, no sólo afectó posteriormente a todos los activos y derivados relacionados con los créditos hipotecarios, sino a otros compartimentos del mercado totalmente desvinculados, especialmente los que cayeron en los mismos tipos de excesos. Un caso interesante es el de los *private equity funds* (PEF) o fondos de inversión de capital privado Lordon (2007). Estos fondos se destinan a la compra de empresas promisorias que cotizan en bolsa para elevar su valor, lo que se logra a través de la inyección de recursos a la compañía y de la participación de los gestores del fondo en la Junta Directiva, para luego obtener la plusvalía o ganancia de capital (ganancia del fondo). La idea de este negocio es reestructurar privadamente la firma, haciendo que la gestión se mantenga lejos de la atención del mercado, de los analistas y de los reguladores financieros. Esto se consigue sacando a la empresa de bolsa después de que es adquirida (por esto se utiliza en inglés el nombre de *acciones o capital privado*)²¹. Al constituir los *private equity* fondos con un potencial de alto rendimiento y baja correlación con los mercados bursátiles, pueden ser muy atractivos para los inversores. De hecho, su importancia se ha multiplicado en los últimos años. Según *The Economist*²², la industria alcanzó los 240 mil millones de dólares el primer semestre de 2007, dejándola en buen pie para sobrepasar el record de 459 mil millones de 2006, cifras muy superiores a los casi 10 mil millones de 1991.

Al igual que los fondos de cobertura (*hedge funds*), los fondos de capital privado (*private equity funds*) elevan sus utilidades recurriendo a un fuerte nivel de apalancamiento, es decir, funcionan en gran medida a base de deuda. Sus capitales propios son empleados principalmente para conseguir préstamos que los canalizan a la compra de activos, los

²⁰ En 2006, el 40% de los ingresos de Moody's se generaron por la evaluación de productos estructurados (Lordon, 2007).

²¹ El *private equity* no debe confundirse con financiamiento bancario. Al ser un fondo de inversión en capital, asume más riesgos que el que enfrenta un banco por prestar su dinero. Al ser su costo mayor que la tasa de interés de los créditos bancarios, también esperan mayores rentabilidades. Debido a que el *private equity* implica una inversión en la participación de una empresa con un horizonte establecido, debe contar con una estrategia de enajenación de la propiedad adquirida en el plazo fijado.

²² 2007.

que, a su vez, se utilizan como colaterales para obtener más préstamos (Cardim de Carvalho, 2007). De tal magnitud eran las utilidades esperadas del negocio, que los bancos optaron por participar generosamente en su financiamiento: no sólo concedieron una gran cantidad de recursos, sino que también lo hacían en ventajosas condiciones. De hecho, los créditos *cov-lite* o *covenant-lite* se convirtieron en la forma preferida de financiamiento de las firmas de capital privado en Estados Unidos. Los créditos *cov-lite* son aquellos que exigen condiciones menos restrictivas para su concesión que los préstamos habituales. Por ejemplo, los bancos renuncian, a cambio del cobro de mayores intereses, a ser acreedores preferentes en caso de bancarrota de los prestatarios.

En este mercado, los bancos quedaron directamente expuestos. Y no sólo porque los montos concedidos en préstamo eran enormes o las condiciones menos exigentes, sino porque la liquidación de las operaciones de los *private equity funds* son más restrictivas por el hecho de que los activos involucrados no son simplemente paquetes de acciones o bonos, sino empresas enteras. En estas circunstancias, el negocio es mucho más vulnerable: cualquier perturbación puede provocar la total iliquidez del activo inmueble. Justamente, la crisis *subprime* dejó en evidencia que, cuando quedan al descubierto los verdaderos niveles de riesgo de un compartimento, inmediatamente se generan cuestionamientos en los demás (empieza el contagio lateral), aunque no haya mayor vinculación. De esta forma, el colapso del mercado inmobiliario produjo efectos sobre los *private equity*. La recaudación de fondos ya no se hacía con la facilidad de antes y los bancos dejaron de ser tan funcionales (Lordon, 2007).

Pero el contagio no se detiene aquí²³. En todos lados se cuestionan y examinan los niveles de riesgo de los instrumentos y se empieza a tomar conciencia de lo que significa invertir en activos riesgosos o de mala calidad, o en mercados más vulnerables. Las primas de riesgo se disparan y sólo los títulos y mercados considerados más seguros son favorecidos por los inversionistas. Es lo que se llama “*flight-to-quality*”: abandonar lo riesgoso para partir hacia lo seguro. Esto fortalece el movimiento de capitales de corto plazo y la volatilidad financiera y cambiaría en las economías.

La economía real comienza a ser atacada por varios flancos. La magnitud de los costos involucrados dependerá de la profundidad de la crisis financiera, el grado de exposición a las hipotecas de baja calidad estadounidense, y el nivel de vulnerabilidad de los diferentes países a los vaivenes de la economía y finanzas internacionales. Uno de los golpes más severos sobre la economía real proveniente del encadenamiento financiero-especulativo es el impacto sobre los bancos y el mercado del crédito. A pesar de que los préstamos hipotecarios de alto riesgo eran en general eliminados de los balances de las instituciones por medio de la securitización, en la práctica, éstas continuaban manteniendo estrechos

²³ Si existe alguien que crea que la crisis *subprime* no lo ha afectado y es un trabajador afiliado a un sistema de pensiones privado, sólo tiene que observar cómo evolucionó la rentabilidad acumulada de su cuenta individual en el primer cuatrimestre de 2008.

vínculos con aquellos activos a través de la gestión de entidades de securitización o inversiones en productos estructurados. Además, no todos los créditos eran titulizados. A esto se agregaba el contagio lateral que amenazaba a otros negocios de la banca, como los *private equity funds*. Al desencadenarse la crisis, los bancos se vieron en la obligación de hacer las amortizaciones correspondientes y elevar las provisiones, deteriorando su posición financiera y su calidad como sujeto de crédito. Además, también arreciaba la desconfianza. Si nadie sabía realmente qué contenían los títulos de hipotecas que habían adquirido estas instituciones, como los CDO, y, por tanto, qué tan expuestas al riesgo estaban, resultaba lógico que los prestamistas se mostraran reticentes a prestar. De hecho, hay quienes postulaban que la restricción del crédito no era por falta de liquidez, sino un resultado de la crisis de confianza.

Finalmente, las instituciones exógenas al mercado tuvieron que ir al rescate de los mercados monetarios internacionales. A partir de mediados de 2007, los principales bancos centrales del mundo, trabajando estrechamente entre ellos, comenzaron a inyectar liquidez para tratar de reestablecer la normalidad de un mercado crediticio contraído e ir en ayuda de las entidades expuestas al mercado de hipotecas de alto riesgo que tenían problemas para refinanciarse a corto plazo²⁴. Las intervenciones de instituciones como el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra o la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) se hicieron relativamente habituales, las que, en el caso de esta última, fueron acompañadas de una seguidilla de bajas en sus tasas de interés con el objeto de aliviar a deudores y bancos, reestablecer la confianza, atenuar las turbulencias de los mercados financieros y evitar la recesión de la economía estadounidense^{25, 26}.

²⁴ La ayuda no solamente provino de los bancos centrales, también de los denominados “fondos soberanos”. Fondos de inversión de los Emiratos árabes, Rusia y países asiáticos compraron participaciones importantes en bancos estadounidenses que pasaban por una difícil situación.

²⁵ Tanto la tasa de descuento como la de fondos federales fueron ajustadas a la baja. La primera fue reducida desde 5,0% en diciembre de 2007 a 2,5% en marzo de 2008. Y la segunda desde 5,25% en septiembre de 2007 a 2,25% en marzo de 2008, existiendo la expectativa en ese entonces de que las tasas seguirían en descenso (Estrategia, 2008b).

²⁶ En todo caso, algunos analistas (como Lyle Gramley, ex Gobernador de la FED) no tienen certeza de que las políticas aplicadas por la FED para enfrentar la crisis *subprime* sean efectivas. El argumento que en general se esgrime es que, aunque existe un problema de liquidez, la crisis realmente es de deuda, y, por tanto, mientras los préstamos continúen sin pagarse y no se reduzca el sobreendeudamiento, los problemas, como el bajo precio de los activos, continuarán. Además, si la crisis impacta principalmente a las instituciones no bancarias, como los bancos de inversión no integrados a una banca global, *hedge funds*, prestamistas hipotecarios, corredoras de bolsa, etc., no resulta de mucha ayuda que los bancos centrales inyecten liquidez, ya que esta se canaliza a través de los bancos y, en tiempos de crisis, estos no tienen incentivos a colocar el dinero barato que consiguen de los bancos centrales. Además, hay que añadir otro elemento. La experiencia de la crisis japonesa de los noventa ilustró que las medidas reactivadoras más habituales, como la reducción drástica de la tasa de interés, no tienen el resultado esperado. Cuando los altibajos de los ciclos económicos son moderados, esas medidas convencionales son bastante efectivas, pero no son suficientes en grandes recesiones.

De tal magnitud fueron las intervenciones que periódicos como el *New York Time*, el *Washington Post* o *Los Angeles Times* llegaron a calificarlas de “sin precedentes”, “dramáticas” o “extraordinarias” (Infobaeprofesional, 2008a). De hecho, en marzo de 2008, el Banco Central estadounidense inyectó US\$ 400.000 millones, medida sólo comparable con la inyección de US\$ 500.000 millones en el sistema bancario llevada a cabo por el BCE el 7 de marzo de ese mismo año (*Estrategia* 2008a). La ayuda de la FED también incluyó el uso de US\$ 30.000 millones para una operación de “salvataje” de uno de los mayores bancos de inversión de EEUU y el mundo, el *Bear Stearns*, hecho que resultó inédito, ya que fue la primera vez que las compañías de valores podían acceder a los préstamos de la FED en los mismos términos que la banca tradicional. La idea de esta operación era evitar que se agudizara la crisis del sector²⁷.

Aunque muchos consideran que la inyección de liquidez y las operaciones de salvataje son necesarias para impedir un colapso de la economía mundial debido a la extraordinaria tensión existente en los mercados financieros y las contracciones crediticias y del mercado inmobiliario, muchos también las critican argumentando que, con esto, se crea un problema grave de *riesgo moral*, ya que al final las medidas de socorro sólo estimulan a especuladores e inversionistas a seguir incurriendo en riesgos excesivos. El mejor incentivo para que las instituciones financieras actúen con prudencia es dar una clara señal de que seguir actuando temerariamente puede significar hundirse irremediablemente²⁸.

Conclusiones

En la actualidad, prácticamente cada tres años se desata un nuevo e importante episodio de crisis con alcances globales, cuyos fundamentos son financieros. Aunque la ortodoxia rechaza cualquier posibilidad de reducir o limitar los gigantescos volúmenes de capitales de corto plazo concentrados y erráticos que se trasladan por el mundo, los mayúsculos efectos perturbadores que éstos generan deben impulsar al mundo a replantearse la forma de cómo enfrentarlos.

Mucho se puede hacer. Pero toda medida que se implemente debe también considerar que no existe un solo caso de crisis moderna en que los ingentes flujos financieros hacia el sector bancario no hayan conducido a una saturación de préstamos, una caída de la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo. Es decir, subyace aquí una dinámica financiera propia y recurrente, un encadenamiento

²⁷ Los 30 mil millones de dólares aportados por la FED tenían como objetivo ayudar a financiar la compra del *Bear Stearns* por parte del banco de inversión *JP Morgan* (*Estrategia*, 2008b).

²⁸ También se deben tomar drásticas medidas antes de que la situación se enfríe, ya que a medida que se van estabilizando los mercados, se va escapando también la oportunidad de realizar una reforma financiera esencial. Si no es así, lo probable es que la próxima crisis sea peor que ésta (Krugman, 2008).

financiero-especulativo que es necesario examinar en cada uno de sus eslabones: (1) la tendencia “Ponzi” de la especulación, (2) la evaluación laxa de los riesgos, (3) el vuelco de la tendencia, (4) el contagio, (5) la restricción del crédito bancario y (6) el llamado de auxilio a los bancos centrales.

La tendencia “Ponzi” de la especulación se refiere a un mecanismo financiero que permite mantener un determinado mercado en alza mediante la existencia de un constante flujo de fondos aportados por nuevos inversionistas. Estos ingresos, y no los derivados de los retornos de la inversión de activos, son los que sustentan el negocio. La necesidad de un enrolamiento constante conduce necesariamente a la incorporación de prestatarios cada vez menos solventes y riesgosos. El segundo eslabón es la evaluación laxa de los riesgos, específicamente en la fase alcista del ciclo financiero, situación que posibilita el crédito abundante e indiscriminado a pesar del deterioro de la calidad de los clientes. Aquí juegan un rol clave las clasificadoras de riesgo y la creación de productos estructurados.

Cuando el proceso alcanza niveles críticos de fragilidad, cualquier perturbación genera el cambio de tendencia. En ese momento, las clasificadoras de riesgo ajustan hacia abajo sus calificaciones, contribuyendo al derrumbe. El eslabón siguiente es el contagio, tanto lateral como global, propagándose la crisis abiertamente. Con el cambio de tendencia y el contagio, comienzan a manifestarse en toda su magnitud el sobreendeudamiento, la masificación desmedida del crédito y los verdaderos riesgos involucrados. En estas circunstancias, los bancos contraen el crédito, también de manera indiscriminada.

El último eslabón de la cadena especulativa es la búsqueda de la socialización de las pérdidas. Con esto, la injerencia del Estado en los negocios privados, que antes constituía una amenaza, ahora es la salvación. Ciertamente, se evita de esta manera la presencia de consecuencias más onerosas, pero se instala la percepción de que la conducta especulativa y temeraria no son en realidad demasiado costosas.

La crisis *subprime* es un claro ejemplo de cómo se procesa el encadenamiento financiero-especulativo. Dado que se buscaba mantener el mercado inmobiliario en alza, y las expectativas de que todos salían ganando, se hacía necesario atraer a más y más deudores, por lo que se acudió a la integración masiva de familias poco solventes. Se diluyeron los riesgos a través de productos estructurados y a la evaluación laxa de las agencias clasificadoras. Sólo era cosa de tiempo que la crisis de desencadenara.

Referencias Bibliográficas

- ARENALES, YOLANDA (2007): “New Century en Bancarrota”, *La Opinión*, Negocios, Los Ángeles, EEUU, <http://www.laopinion.com/negocios/?rkey=00000000001439920> [07/03/2008]
- BANCO DE ESPAÑA (2007): “Informe de Estabilidad Financiera”, Banco de España, Noviembre, Madrid.

- BUCHIERI & GASTALDI (2006): “Convertibilidad y Prestamista de Última Instancia: La Experiencia de Argentina en los 90”, en *Revista Banca Central*, n°51, año XV, Guatemala.
- CARDIM DE CARVALHO, FERNANDO (2007): “La Inversión de Fondos Previsionales en Fondos Privados”, en *Social Watch Informe 2007 (en Dignidad y Derechos)*, Montevideo, 46-48.
- CENDA (2007): “La Crisis Inmobiliaria de EEUU Golpea a los Mercados Financieros”, Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo, Santiago de Chile,
- CENDA (2008): “Desaceleración Global Repercute en Economía Chilena”, Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo, Santiago de Chile.
- EL MUNDO (2000): “Dos Fondos de Soros Entran en Pérdidas”, *Economía, El Mundo* Periódico, Madrid, <http://www.elmundo.es/2000/04/29/economia/29N0090.html> [26/06/2007]
- EL PAÍS (2008): “El Fondo Carlyle Capital Quiebra y Pasa a Manos de los Acreedores”, *Economía*, Madrid, http://www.elpais.com/articulo/economia/fondo/Carlyle/Capital/quiebra/pasa/manos/acreedores/elpepico/20080314elpepico_1/Tes [16/01/2007]
- EMOL (2008a): “La Crisis Subprime, en EEUU, Chile y el Mundo”, especial de Economía y Negocios, *El Mercurio* (On Line), Santiago de Chile. <http://www.economiaynegocios.cl/especiales/subprime2007/subprime.html> [20/03/2008]
- EMOL (2008b): “Fed No Sorprende al Mercado y Baja la Tasa a 2%, Economía y Negocios, *El Mercurio* (On Line), Santiago de Chile. <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=46377> [30/04/2008]
- ESTRATEGIA (2007): “Crisis Subprime Remece al Mundo”, *Diario Estrategia*, 21 de diciembre, p. 36, Santiago de Chile.
- ESTRATEGIA (2008a): “Principales Bancos Centrales Inyectan Liquidez al Mercado Financiero Mundial”, *Diario Estrategia*, 12 de marzo, p. 4, Santiago de Chile.
- ESTRATEGIA (2008b): “FED Recorta la Tasa a 2,25% y Bolsas se Disparan”, *Diario Estrategia*, 19 de marzo, p. 4, Santiago de Chile.
- ESTRATEGIA (2008c): “Preocupación por Merrill Lynch Revivió Temor en los Mercados”, *Diario Estrategia*, 20 de marzo, p. 4, Santiago de Chile.
- ESTRATEGIA (2008d): “Proponen Dar Más Poderes a la FED”, *Diario Estrategia*, 1 de abril, p. 4, Santiago de Chile.
- FMI (2000): “Recuperación Tras la Crisis Asiática y Papel del FMI”, International Monetary Fund (IMF), <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/esl/062300s.htm#graph> [24/01/2007]
- FFRENCH-DAVIS & OCAMPO (2000): “Globalización de la Volatilidad Financiera:

- Desafíos para las Economías Emergentes”, en *Crisis Financieras en Países Exitosos*, McGraw Hill, Santiago de Chile.
- FUENTES & LOZANO (2003): “Reglamentación bancaria y de Capitales”, IV Reunión de Economía Mundial, Universidad Politécnica de Cartagena, Cartagena, <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=856636> [17/05/2007]
- GREENPSAN, ALAN (2007): “*Las Raíces de la Crisis Hipotecaria*”, en *El Mercurio*, A9, Santiago de Chile.
- GREGOIRE & ZURITA (2003): “Desarrollo y Perspectivas de la Securitización en Chile”, *Estudios Públicos* 92, Santiago de Chile.
- INFOBAEPROFESIONAL (2008a): “¿Será Bear Stern Sólo la Punta de un Inmenso Iceberg?”, INFOBAEprofesional.com, Buenos Aires, <http://finanzas.infobaeprofesional.com/notas/63305-Sera-Bear-Stern-solo-la-punta-de-un-inmenso-iceberg.html?cookie> [25/03/2008]
- INFOBAEPROFESIONAL (2008b): “Registraron una Caída Récord los Precios de las Casas en Estados Unidos”, INFOBAEprofesional.com, Buenos Aires, <http://economia.infobaeprofesional.com/notas/63622-Registraron-una-caida-record-los-precios-de-las-casas-en-Estados-Unidos.html> [25/03/2008]
- KREGEL, JAN (1999): “Flujos de Capital, Banca Mundial y Crisis Financiera Después de Bretton Woods”, Comercio Exterior, vol. 49, nº1, enero, México.
- KRUGMAN, PAUL (2007): “Paul Krugman: Medidas Insuficientes”, *La Tercera*, Negocios Internacionales, p. 50, 16 de diciembre, Santiago de Chile.
- KRUGMAN, PAUL (2008): “Success Breeds Failure”, in *The New York Times*, USA, http://www.nytimes.com/2008/05/05/opinion/05krugman.html?_r=1&scp=1&sq=krugman+wood&st=nyt&oref=slogin [03/06/2008]
- LORDON, FRÉDÉRIC (2007): “El Eterno Retorno de la Crisis Financiera”, en *Revista Economía & Finanzas, Le Monde Diplomatique*, Editorial Aun Creemos en los Sueños, Santiago, pp. 7-19.
- OLINGER & SVALDI (2007): “Examining the Subprime-Lending Crisis”, *The Denver Post*, denverpost.com, http://www.denverpost.com/popular/ci_7612850 [06/03/2008]
- SELA (1998): “Impacto de la Crisis Asiática en América Latina”, Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe, Caracas, http://www.sela.org/public_html/AA2K/ES/docs/spdredi21-98.htm [24/01/2007]
- STIGLITZ, JOSEPH (2006): “El FMI ha Perdido Legitimidad Política”, Entrevista con Global Viewpoint, *El País*, Attacmadrid, <http://www.attacmadrid.org/d/7/061101110254.php> [30/01/2007]
- THE ECONOMIST (2007): “The Business of Making Money”, Economist.com, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9440821

Cómo citar este artículo:

Medina, Luis (2008): “El encadenamiento financiero-especulativo”, Oikos N° 25, 9-34, Escuela de Administración y Economía, Universidad Católica Silva Henríquez (UCSH), Santiago de Chile
[<http://edicionesucsh.cl/oikos/>]

Fecha de recepción: 02/06/2008

Fecha de aceptación: 14/06/2008