

# La economía global en crisis: Un repaso sobre las causas, las respuestas y los aprendizajes

Rafael Antonio Delgado Elvir<sup>1</sup>

*UNITEC, San Pedro Sula, Honduras.*

(Enviado: Noviembre, 2015 y Aceptado para publicación: Diciembre, 2015)

---

## Resumen:

Este artículo hace un repaso de las diversas interpretaciones sobre las causas de la crisis financiera en 2008. Se explican los argumentos que apuntan hacia los cambios de actitud de los principales actores en el mercado y del contagio; se explican además las fallas del mercado como las causantes de la crisis.

La creación de la crisis fue un proceso largo que fue precedido de un período donde la banca lanzó las innovaciones financieras para diversificar el riesgo de la cartera hipotecaria. La caída en los precios de las viviendas tuvo efectos sobre otros mercados. Llegó la crisis financiera y con ello la caída en el crédito y la quiebra de importantes instituciones financieras.

El artículo hace un esbozo de las principales reacciones de la política económica frente a la crisis para concluir en los aprendizajes que resultan de la misma. En especial, se requiere que el sistema financiero vuelva a financiar la producción, mejorar el análisis del riesgo crediticio, aumentar la sensibilización del público sobre los instrumentos financieros, crear incentivos internos que también generen macro-resultados deseables; volver a la regulación de productos riesgosos.

*Palabras Claves:* Contagio social, información asimétrica, efectos externos negativos, riesgo moral, titularización de deuda.

## Abstract:

This article makes a review of the various interpretations for the causes of the 2008 Financial Crisis. Arguments that point to the changing attitudes of the main actors on the market and contagion are explained. The article also explains market failures and the parties responsible for the crisis.

The crisis was a long process preceded by a period of financial innovations launched to diversify risk in mortgage portfolio. The price drop in the housing market had an effect on other markets as well. The financial crisis came and thus the drop in credit and bankruptcy of major financial institutions.

The article makes an outline of the main reactions of the economic policy towards the crisis and concludes on lessons learned from the crisis. In particular, it is required that the financial system starts financing production again and improves the credit risk analysis. Increasing public awareness of the financial instruments, creating internal incentives that also generate macro-desirable results and regulation of risky products required.

*Keywords:* social contagion, market failures, asymmetric information, externalities, moral hazard, securitization.

---

## 1. Introducción

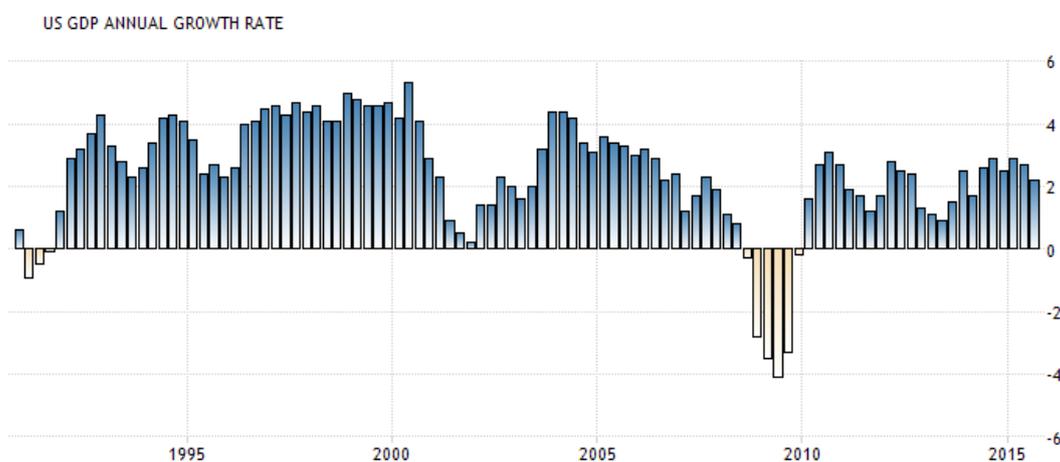
El crecimiento económico experimentado por las principales economías del mundo durante mucho tiempo avalaba, para algunas opiniones, la idea que la situación marchaba bien. En efecto, las tasas anualizadas de crecimiento del PIB indicaban crecimientos

---

<sup>1</sup> Autor para correspondencia. Email: [rafaeldegado@unitec.edu](mailto:rafaeldegado@unitec.edu)

positivos desde 1990. Como lo muestra la Figura 1, solamente crecimientos negativos durante 1991 y débiles durante 2001 opacaban el récord en Estados Unidos. Igualmente el gasto de consumo, el crédito al consumo y el endeudamiento de los hogares crecían. Particularmente la liberalización financiera y el crecimiento del sector se ponían como historias de éxito del sistema. Una sensación de satisfacción prevalecía en diferentes círculos de los negocios, la política y la academia.

Sin embargo, había indicadores que ya alarmaban a algunos economistas. Krugman (2012) se refiere a estos años como la segunda edad de oro, en la que se produjo un lento crecimiento de los ingresos promedio de un hogar norteamericano, pero acompañado de un incremento sustancial en el ingreso promedio del 1% más rico del país. Es decir, había un proceso continuo de ampliación de la desigualdad en los ingresos. Piketty (2014) ahonda en este proceso y calcula que el 1% más rico de Estados Unidos absorbió cerca del 60% del incremento total del ingreso nacional en el período 1997 a 2007.



**Figura 1: Crecimiento % del PIB de EUA**

Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com); U.S. Bureau of Economic Analysis

2008 marcó un hito muy importante en la economía mundial. Las principales potencias del mundo entraron en crisis. No era la usual contracción económica. Se trataba de una situación que amenazaba a todo el sistema económico y a sus instituciones. La caída en los precios de las viviendas a nivel global y en especial en los Estados Unidos fue una de las primeras manifestaciones de la crisis. Sus efectos se regaron por todo el sistema y por las principales economías del mundo; afectando el crédito, el consumo, la producción y el empleo.

El sistema financiero, símbolo del capitalismo globalizado comenzó a mostrar profundas dificultades en su funcionamiento. En 2007 la corrida en el banco hipotecario Northern Rock en Gran Bretaña y su imposibilidad de financiarse en los mercados de capital fue la alarma que encendió las preocupaciones. Para septiembre de 2007, *The Economist* ya informaba sobre la caída en el crédito y comentaba sobre la reducción de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal como una medida para prevenir mayores caídas.

Según Trading Economics (2015), Estados Unidos experimentó tasas negativas en el crecimiento anualizado del PIB durante seis trimestres consecutivos a partir de julio 2008.

En lo que se refiere al empleo, la crisis también se manifestó muy claramente a partir de 2008. Según el United States Department of Labor (2015) la tasa de desempleo fue de 5% para enero de 2008 y ese año cerró con 7.3%. Los siguientes meses se experimentaron incrementos sostenidos llegando en diciembre de 2009 a una tasa de 9.9%. Fue hasta mayo de 2010 cuando la tasa bajó a 9.6% y empezó un lento camino de recuperación.

Este proceso se comprende mejor cuando se contrasta con la situación de las empresas. Según Trading Economics (2015), el Poder Judicial de Estados Unidos reportó 20,000 quiebras de empresas en el último trimestre de 2006. Las quiebras trimestrales se elevaron hasta llegar a 60,000 durante el primer trimestre de 2010.

## **2. Las interpretaciones de la crisis**

Los eventos que condujeron a la crisis mundial y por consiguiente a la quiebra de centenarias instituciones financieras han sido objeto de diferentes interpretaciones. A continuación se esbozan tres diferentes enfoques que pretenden explicar las causas detrás de la crisis financiera de 2008 que se manifestó inicialmente en Estados Unidos pero que se diseminaron por las principales economías del mundo.

### **2.1 El contagio social: La burbuja infectada por el virus de la especulación**

Una de las principales interpretaciones de la crisis se centra en los procesos observados en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, afectado por un alza constante en los precios. Dicho proceso que se extendió durante varios años, condujo a la sobrevaloración de activos y a un crecimiento del sector vivienda. Por su magnitud el proceso fue calificado como una burbuja especulativa.

De acuerdo a Shiller (2008), los análisis indican que el incremento sostenido en los precios de los bienes inmobiliarios no fue algo particular de una región o de un segmento del mercado inmobiliario de Estados Unidos. Se trató de alzas a lo largo y ancho del país coincidiendo en el tiempo y ocurriendo en los diferentes segmentos del mercado e incluso en otros países. Pero este incremento sustancial que inició en la última década del siglo pasado no correspondía a la evolución de indicadores claves. No era un incremento en el costo de la construcción, ni de las tasas de interés, ni un incremento en la población lo que yacía debajo de este fuerte incremento. Algo diferente estaba alimentando esta sobrevaloración y se trataba de algo muy general que sobrepasaba las particularidades de una región, un país o un mercado en especial.

Indagando sobre la naturaleza de esta sobrevaloración, Shiller (2012) indica que una burbuja especulativa se refiere a una situación en la que las noticias sobre un incremento en precios genera un ambiente de entusiasmo que se disemina por contagio de persona a persona y que atrae a más inversionistas que, pese a las dudas sobre el valor real de la inversión, invierten atraídos por el éxito de los otros participantes en el mercado. Kubicova & Komarek (2011) indican que las burbujas llevan inherente la posibilidad que la explosiva desviación del precio de mercado con respecto a su valor fundamental produzca tarde o temprano una sorpresiva y significativa corrección.

Estas burbujas especulativas han acompañado la historia del sistema capitalista. Una de las más conocidas e históricas es la fiebre de los tulipanes del siglo XVII (Blanchard,

1999). En el siglo XX ocurrieron numerosas burbujas, como por ejemplo la burbuja de Japón de 1990 o en época reciente la burbuja de las acciones tecnológicas de 2000-2001.

De acuerdo a Shiller (2008), es un proceso prácticamente psicológico el que causó la burbuja inmobiliaria, es decir el contagio colectivo de ideas (social contagion of ideas). Se trató de un incremento continuado de los precios, alimentado por información que circulaba en el mercado y que validaba la creencia en que todo seguirá subiendo. Cada vez que ocurre un incremento en el precio se valida la historia y esto vuelve a generar un nuevo impulso. Los precios siguen creciendo por la euforia especulativa que la “historia oficial” desencadena. Muchos a su vez siguen basando sus decisiones en las acciones que observan de otros; sin dudar en la racionalidad de lo que otros hacen, incluso descartando sus propios cálculos. ¿Y por qué dudar? Al fin y al cabo los precios siguen subiendo, lo que confiere racionalidad a lo que se supone es correcto.

Según Shiller (2008), fue así que el proceso que condujo a un extremado optimismo e inversión en el sector, no tenía sustento en fundamentos económicos sólidos, sino que se alimentaba de la propia dinámica que generó la burbuja. Este proceso era alimentado y tolerado desde los negocios y la política que no veían nada malo en un proceso acelerado donde la propiedad sobre la vivienda se iba incrementando.

Shiller (2008) pregunta:

“¿Cuál fue la cadena de eventos en la crisis subprime? Bancos hipotecarios agresivos, evaluadores tolerantes y prestatarios complacientes se proliferaron, alimentado el boom de la vivienda” (pag. 6)

Economistas de diferentes escuelas ya en 2006 y 2007 hablaban de un estallido de la burbuja, como se le llamó a la posible caída en los precios, en muchos mercados financieros después de un período ininterrumpido de alzas. Sin embargo, esa posibilidad no fue tomada en serio. Lo anterior fue motivado porque desde diferentes espacios de la academia y la política predominó un enfoque que prácticamente sostenía la infalibilidad del sistema económico, olvidando aprendizajes importantes de la historia reciente.

## **2.2 La ética de la codicia: el inversionista listo y el decaimiento de los valores en Wall Street**

Existe otra interpretación de la crisis que explica sus orígenes en la moral y en los valores de los participantes en el mercado. Esta interpretación parte de la idea de Max Weber (1864-1920) en la que la cultura se convierte en el factor desencadenante de los procesos económicos.

Weber postuló a principios del siglo XX el importante papel que la ética protestante desempeñó para el impulso de todos los procesos de eficiencia, que finalmente desembocaron en el desarrollo del capitalismo en los países europeos. Afirmó que el éxito y la acumulación de riqueza a través del trabajo fueron actitudes fomentadas por el protestantismo. Ese espíritu, esa nueva ética del esfuerzo y el trabajo, precede y contribuyó significativamente para que la empresa capitalista saliera adelante.

Posterior al estallido de la burbuja inmobiliaria, especialmente desde la política, se escuchó el argumento que algo malo había ocurrido y estaba ocurriendo en Wall Street con sus principales actores. El entonces candidato presidencial demócrata, Barack Obama

denunció en reiteradas ocasiones lo que él llamó actitud codiciosa que se toleraba para hacer negocios y que por ende discrepaba de lo que generalmente se asume deberían ser las motivaciones y la ética en el mercado.

Según esta explicación, y para contrastarla con la ética weberiana, la codicia fue la que condujo a que se construyeran toda una variedad de arreglos que garantizaban altos ingresos a los más altos ejecutivos, tanto en buenos como en malos tiempos. La misma codicia fue; según los argumentos, la que produjo que en los bancos se asumieran altos riesgos que finalmente condujeron a la crisis.

Shiller (2008), lo plantea como un cambio en la “psicología nacional”. Bajo esto se entiende el cambio en la ética protestante, a la que históricamente se le ha atribuido ser la razón del éxito de los países desarrollados. Si antes era el trabajo duro lo que determinaba el éxito y por ende el modelo personal a seguir, ahora se trata de seguir la ética del “smart investor” (inversionista inteligente), en otras palabras, del especulador.

Este argumento siguió teniendo resonancia después del estallido de la burbuja. Cuando se supo que durante la crisis se repartieron 20 mil millones de dólares en bonos para los banqueros de Wall Street, la crítica fue dura ya que eso no se justificaba en el supuesto de una sociedad meritocrática que retribuye el éxito pero no el fracaso.

### **2.3 Las externalidades sistémicas, la información asimétrica: Las fallas del mercado que condujeron a la crisis**

Si se revisan los textos de Economía, es evidente el énfasis que desde un inicio se da a las decisiones racionales que supuestamente caracterizan el comportamiento del individuo; al funcionamiento de los mercados competitivos y eficientes, a la capacidad de los mercados de coordinar de manera casi perfecta a los oferentes y a los demandantes de bienes y servicios. Las situaciones de desequilibrio se catalogan como transitorias y superables por los mismos mecanismos del modelo. También desde la política han sido comunes las referencias a que los mercados se autoregulan, indicando así la idea de abandonar cualquier acción que intervenga prudentemente antes, durante o después de las crisis.

Sin embargo, desde hace varias décadas, existe un intenso estudio desde la Academia por construir un entendimiento alternativo de los mercados. De este afán parte la idea que en esta crisis mundial que inicia en Estados Unidos pero que se disemina en el resto del mundo, las fallas del mercado, situaciones donde los oferentes y demandantes actuando conducen a resultados insatisfactorios para todos, jugaron un papel determinante.

Una de esas fallas del mercado que se coloca como causante de la crisis son los efectos externos negativos. Estos nos demuestran cómo en algunos mercados no se corrige la tendencia de cargar costos sobre terceros. Idealmente una operación de mercado es un acto cerrado donde participan dos actores. El productor paga por los recursos que utiliza en la producción de un bien y finalmente vende ese bien a un comprador, recibiendo a cambio un precio que lleva consigo el costo del uso de los recursos y la ganancia. Sin embargo, contrario a lo anterior, existen operaciones mercantiles donde se utilizan recursos, sobre todo de recursos naturales, en la producción de un bien o un servicio, a precios igual a cero. Los daños ligados al uso de éstos recaen sobre terceros que no intervienen en la operación mercantil y allí surgen los efectos externos negativos.

En lo que concierne a la crisis de 2008, Stiglitz (2010) investigó cómo los efectos externos en el sector financiero condujeron a que muchas personas ajenas al sector carguen con los errores de otros. En especial toma importancia aquí el argumento que los banqueros asumieron riesgos elevados en el entendido que si la estrategia de titularización de deuda resultaba ser un buen negocio, el sistema financiero tendría elevadas ganancias. En el caso de un fracaso, los costos serían asumidos por el contribuyente, ya que el Estado, por la importancia del sector, recurriría al rescate, como efectivamente ocurrió.

El problema de la información asimétrica es otra falla de mercado que se plantea como causa de la crisis. Esta se define como una situación donde el oferente sabe mucho más que el demandante sobre el producto o el servicio. Usategui (1999) ilustra el problema de la información asimétrica con el mercado de automóviles de segunda mano, ejemplo difundido inicialmente por George Akerlof. Debido a que los vendedores saben más sobre la calidad del automóvil de segunda mano puesto a la venta, los compradores sabrán la verdadera calidad después de la compra y cuando el vehículo haya sido usado. Ante la imposibilidad de conocer la calidad antes de la compra, los compradores en el mercado de carros usados se orientan por la calidad media observable.

Lo anterior producirá que los vendedores de los carros usados con calidad superior se retiren del mercado ya que sabrán que los precios se fijan en base a la calidad promedio. Esto a su vez es observado por los compradores quienes correctamente infieren que los automóviles de mejor calidad están siendo retirados. La calidad media de los automóviles que quedan en el mercado desciende y por ende, también desciende el precio promedio al que están dispuestos a comprar los clientes. Con esto se está produciendo un proceso de selección adversa donde los buenos carros son expulsados del mercado por los malos carros.

En lo que concierne a la crisis de 2008, Stiglitz (2010) plantea que en efecto se presentaron situaciones de información asimétrica en las cuales los usuarios del sistema financiero utilizaron productos financieros sin saber el alto riesgo y las consecuencias que esto llevaba. Existe evidencia que indica que esta asimetría fue aprovechada por el sistema financiero, quien prestó para productos financieros de alto riesgo. Sin embargo, ya que con la titularización de deuda el riesgo se transmitía y diseminaba a otros mercados, se asumía que el eventual problema del prestatario de no poder pagar no era ningún problema para el banco.

### **3. Crisis hipotecaria y el sistema financiero**

#### **3.1. La creación de la crisis**

Estados Unidos y los países europeos experimentaron un auge del sector inmobiliario. Trading Economics (2015) reporta para los Estados Unidos incrementos sustanciales en el número de viviendas construidas a partir de 1991. Como lo muestra la Figura 2, para ese año se reporta la construcción de alrededor de 1 millón de viviendas. Para finales de 2005 el número de unidades que iniciaban su construcción era notablemente superior llegando a alrededor de 2.2 millones.

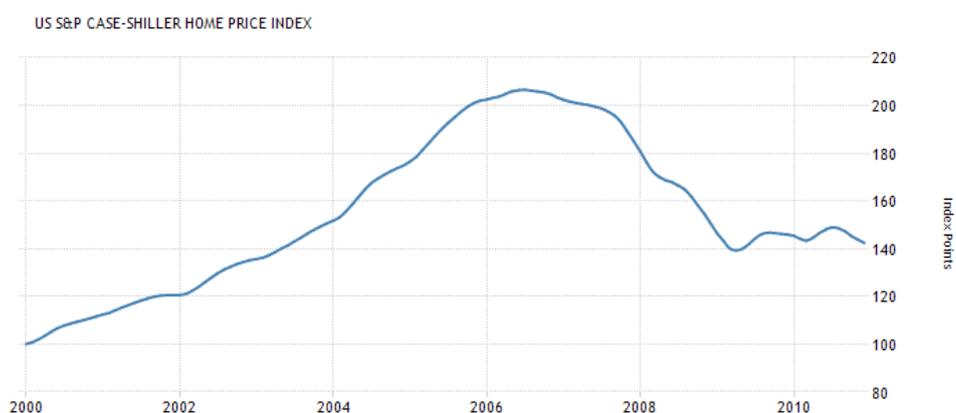


**Figura 2: Construcción de viviendas (en miles de unidades)**

Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): U.S. Census Bureau

La misma tendencia se puede observar en las unidades vendidas y en el precio de venta. Para el caso, Trading Economics (2015) indica que para ese mismo período las ventas de viviendas se incrementaron de 4 millones a 7 millones. El Índice Case-Shiller de Precios de las Viviendas de la Figura 3 muestra el incremento de los valores de las viviendas. Estas duplicaron su valor en el período 2000 a 2006 reflejando un proceso de incremento sostenido. Miles de hogares experimentaron que después de adquirida la vivienda, aún con una deuda pendiente con su banco, el valor de la propiedad se había incrementado al doble o más, generando así capital. En definitiva, esto representó un gran negocio no solamente para las compañías, bancos e intermediarios ligados al sector, sino también para los que invertían comprando su vivienda.

De acuerdo a Trading Economics (2015) en 1990 un 64% de las viviendas estaban ocupadas por sus dueños. Ese porcentaje en 2005 se incrementó al 69%. Ante este auge ¿Quién podía poner en duda una situación donde la gente estuviera adquiriendo su vivienda propia y con precios en alza? ¿No es precisamente el poseer una vivienda uno de los objetivos más añorados de un hogar y de la política económica de un país?



**Figuras 3: Índice Case-Shiller**

Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): Standard & Poor's

Este incremento en el sector fue alimentado desde el sistema financiero, que en efecto participaba activamente en el crédito hipotecario aprovechando la fase de bajos intereses

en los Estados Unidos. Para Stiglitz (2010), los bajos intereses, que inundaron de liquidez el mercado, eran el resultado de una política expansiva que se implementó en la recesión de 2002 después del estallido de la burbuja dot-com y que debía compensar el impulso ausente de la política fiscal del entonces presidente George W. Bush.

El sistema financiero prestó a bajos intereses y además con productos que en su momento se consideraron innovadores. Ben Bernanke, Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de 2006 a 2014, en conferencia dictada a los estudiantes de la Universidad de George Washington enumera estas prácticas bancarias que se convirtieron en productos apetecidos por los bancos hipotecarios y sus clientes: créditos sin necesidad de prima, créditos con tasas iniciales bajas pero modificables, créditos con cuotas variables según la capacidad momentánea del deudor, créditos sin necesidad de presentar documentación para comprobar capacidad de pago, créditos con períodos mayores de 30 años para pagar la deuda, créditos con posibilidad de consolidar otras deudas en el mismo préstamo.

El sector bancario creó por consiguiente instrumentos financieros accesibles a sectores que habían estado excluidos del mercado, pero fueron créditos de alto riesgo. Ante la pregunta de una posibilidad de refinanciamiento ante algún problema por parte del prestatario, la respuesta del banco era que en un proceso de incremento constante de los precios de las viviendas, como el que se estaba experimentando no habría ningún inconveniente en hacerlo (Stiglitz, 2010). Cualquier dificultad se solucionaba vendiendo en un mercado alcista.

Pero la innovación no era solamente con los compradores de las casas. Los bancos que habían invertido en este sector inmobiliario, titularizaron (securitization) la deuda hipotecaria, es decir habían empaquetado las hipotecas y las habían vendido a otras instituciones como bancos de inversión y fondos privados. La práctica de liberar fondos que de otra forma estarían atados a una cuenta por cobrar por muchos años se convirtió en usual. Otros hablaban que se trataba de una estrategia de diversificación del riesgo. A estos productos se les llama “asset backed securities”.

Entre la deuda titularizada estaban las hipotecas subprime que eran hipotecas con muy alto riesgo. Se trataba de créditos hipotecarios a personas que no tenían buen record crediticio o que no reunían los criterios mínimos para ser sujetos de crédito. Sin embargo, empaquetados como deuda titularizada sorprendentemente calificaban con AAA para las agencias calificadoras. Esta deuda empaquetada fue adquirida por bancos y fondos de inversión alrededor del mundo.

Para Stiglitz (2010), el origen de la crisis se encuentra precisamente en este proceso de titularización de deuda hipotecaria que ofreció una oportunidad de inversión a muchos actores en el mercado, pero que en términos reales subestimaba sustancialmente el riesgo inherente.

Evidentemente la titularización incrementó la información asimétrica. El banco hipotecario por un lado conocía la calidad del crédito pero no tenía un incentivo para elevar la calidad de futuros créditos, ya que los juntaba con otros de diferentes calidades y transfería el riesgo al comprador a través de la titularización. Por otro lado el comprador, el inversionista, había comprado un producto complejo y solamente con altos costos podría monitorear la calidad de cada uno de los créditos empaquetados. Sin embargo, por

la promesa de buenos rendimientos y el contagio en el comportamiento, seguían invirtiendo en estos instrumentos.

En lo que concierne a las agencias calificadoras de riesgo, todo indica que cayeron bajo un conflicto de intereses. Quien les paga a ellos para calificar es el mismo banco que titulariza y no el cliente del banco o sea el inversionista comprador del título.

Los reguladores tampoco cumplieron con sus objetivos ya que no creían necesario intervenir en un mercado en alza o no sabía cómo hacerlo. La idea prevaleciente era que cualquier intento de regulación frenaba la innovación y el desarrollo del sector. Krugman (2012) destaca en este orden de cosas la derogación en 1999 de la Ley Glas-Steagall aprobada en 1933 que separaba la banca de depósitos de la banca de inversión y limitada por consiguiente el riesgo que un banco podía asumir con los depósitos de los ahorrantes.

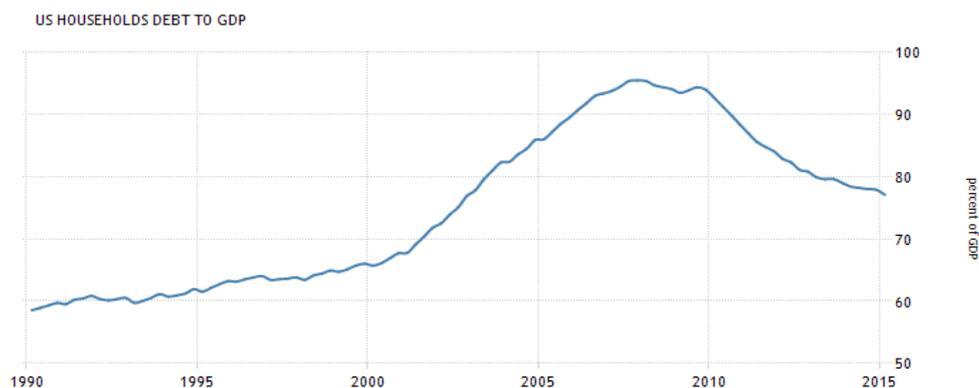
The Economist (Septiembre 2007) reportaba ya en ese año sobre el crecimiento explosivo de la titularización de la deuda. Según esta fuente, el 56% del crédito hipotecario en Estados Unidos estaba titularizado; dos tercios de la deuda hipotecaria subprime emitida en 2006 estaba igualmente titularizada. Reportaba además de las dificultades de Northern Rock, un banco hipotecario de Gran Bretaña afectado por una corrida de sus clientes, y que se convirtió en el caso que lanzó la primera alerta pública. El banco se financiaba fuertemente en el mercado de deuda titularizada y resultó afectado cuando este mercado se paralizó en los Estados Unidos. Esto solamente era el inicio de los graves problemas que meses después se vivieron en las economías de todo el mundo.

### **3.2 El estallido de la burbuja**

El auge en el sector inmobiliario terminó y con ello vinieron las dificultades; en primer lugar para todos los actores involucrados directamente e indirectamente en la construcción. Entre estos actores importantes estaba el sector financiero que había financiado la construcción de viviendas y que había diseminado el riesgo a través de la titularización de deuda.

Sin la intención de dar un panorama completo de la crisis, a continuación se plantean procesos macroeconómicos importantes que fueron dándole forma a la crisis económica. En especial se plantean los problemas ligados al alto endeudamiento, la caída en el consumo y las ventas, el aumento en el desempleo y la caída en la producción.

En términos generales la situación de crecimiento que se vivió hasta 2007 estaba sustentada por un alto endeudamiento. La Figura 4 muestra el incremento del endeudamiento de los hogares en % del PIB a partir de 1990. Por lo tanto se trataba de un fenómeno de toda la economía que se endeudaba a tasas inicialmente bajas pero flexibles para financiar el consumo. El incremento del valor de la vivienda apoyó este incremento ya que esta sirvió de colateral para el crédito.

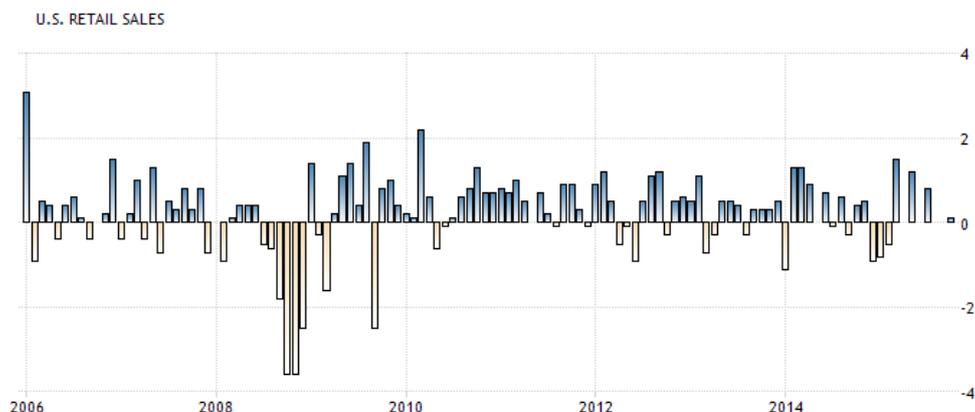


**Figura 4: Endeudamiento de los hogares (en % del PIB)**  
 Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): Bank for International Settlements

En efecto, la ventaja cambió diametralmente cuando los precios en el mercado de la vivienda no siguieron subiendo y las tasas sí subieron. Propietarios de viviendas se dieron cuenta que ni vendiendo sus propiedades podrían pagar su deuda hipotecaria. Es decir, el valor de las propiedades había caído por debajo del valor de la hipoteca. Según indica Stiglitz (2010), 15.2 millones de hipotecas que representaban un tercio de toda la cartera hipotecaria estaba en esa situación (underwater). Como lo indican la Figura 2, Figura 3 y Figura 4, a partir de 2007 los indicadores del sector cayeron: se redujo el inicio de nuevas construcciones, se redujeron las ventas de viviendas y bajó el valor de las mismas.

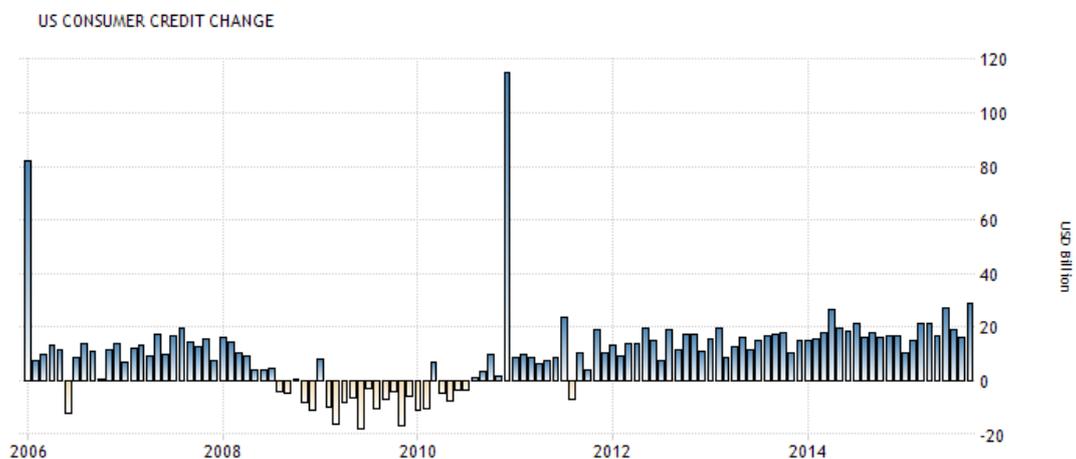
Los efectos se hicieron sentir en las ventas de bienes y servicios al detalle de toda la economía norteamericana. La Figura 5 muestra las caídas que tuvieron las ventas mensuales en Estados Unidos en 2008. Esto a su vez tuvo un fuerte impacto en la producción. A partir de 2008, Trading Economics (2015) reporta una caída del PIB durante seis trimestres consecutivos durante 2008 y 2009 (Ver Figura 1) y un incremento en la bancarrota de las empresas como lo muestra la Figura 6.

En el mercado laboral se tuvo un incremento del 5% al 10% en el desempleo. El trabajo a tiempo parcial se duplicó de 2008 a 2010 subiendo de 4 millones a 8 millones de personas trabajando de esa forma. Lo anterior reforzó entre otras cosas, la caída en las ventas y en el crédito al consumo. Como lo muestra la Figura 6 el crédito al consumo cayó durante 2008, 2009 y parte de 2010.



**Figura 5: Cambios en las ventas mensuales al detalle (en %)**  
 Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): U.S. Census Bureau

Pero las dificultades eran también para las instituciones financieras, en especial para todas aquellas instituciones alrededor del mundo, que participaban en el mercado de deuda ya sea emitiendo títulos valores respaldados por esta deuda hipotecaria de alto riesgo como, Northern Rock, o invirtiendo en ellos, como Lehman Brothers. El mercado se paralizó, por lo tanto no había manera de financiarse por esta vía y los que compraban estos títulos más bien deseaban vender.



**Figura 6: Cambios en el crédito al consumo (en miles de Millones de Dólares)**  
 Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): Federal Reserve

La incertidumbre llegó a todo el sistema. Los bancos de inversión y los inversionistas no estaban seguros de su situación propia ni la de los demás, es decir; no sabían qué tanto estaban afectados por las hipotecas subprime que de diferentes maneras se encontraban empaquetadas en los títulos valores que se habían adquirido.



**Figura 7: Número de empresas en bancarrota (en miles)**  
 Fuente: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com): Administrative Office of the U.S. Courts

Para todos es conocido que como resultado de esto quebraron instituciones insignes del capitalismo global y desregulado. Lehman Brothers, es uno de esos casos. Krugman (2012) explica así el problema: Lehman Brothers emitía deuda a corto plazo (commercial papers) e invertía en hipotecas subprime (asset backed securities) que mientras las cosas funcionaban bien, prometían altos retornos. Llegada la crisis, estos bancos de inversión

tampoco pudieron responder a sus acreedores. Para el caso, fondos de pensiones que resguardan las contribuciones de los trabajadores para su jubilación, no compraron más deuda o deseaban retirar su inversión, debido a la alta exposición con hipotecas subprime. Prácticamente una corrida bancaria pero en un banco de inversión.

Como vivimos en una economía integrada, esto no se limitó a esta institución en particular. De hecho, los efectos pasaron a todos los mercados donde se financian las empresas. De manera ilustrativa, se habla en este caso que los mercados de deuda se secaron, indicando con esto que las transacciones se estancaron, como lo indica la Figura 5 y el costo del financiamiento subió. En una economía que vive del crédito, esto fue fatal ya que afectó la producción, el comercio internacional y el consumo a nivel global.

### **3.3 La respuesta al problema**

La Reserva Federal, en los peores días de la crisis, proveyó de liquidez como prestamista de última instancia ofreciendo recursos a muy corto plazo (discount window) para estabilizar el sistema bancario.

Extendió esta facilidad a los bancos de inversión. Estos últimos no son parte de la banca regulada ni están cubiertos por el seguro de depósitos, pero se justificó la ayuda por la dimensión del problema para toda la economía global. Esta liquidez fortaleció la posición del sistema financiero para responder ante la corrida y disminuir la desconfianza en un mercado plagado de hipotecas tóxicas. La idea era que los bancos reanudaran el crédito después de recibir liquidez por parte de la Reserva Federal, pero no ocurrió. Stiglitz (2010) afirma que esta situación se asemejaba a la trampa de la liquidez planteada por J.M Keynes la cual consiste en que los individuos mantienen el dinero en efectivo y no hacen ningún uso de él. Lo mismo estaba pasando esta vez nada más que con los bancos.

Habiéndose evitado una corrida general del sistema financiero, se pasó a trabajar con una segunda herramienta tampoco convencional, con la idea de estimular la economía que no se recuperaba. La Reserva Federal implementó su programa de compras de bonos a gran escala, llamada también relajamiento cuantitativo y que coincide con lo que se llama política monetaria expansiva. El objetivo detrás de estas compras era ejercer presión sobre las tasas de interés de largo plazo. De hecho, al hacerse compras masivas por parte de la Reserva Federal, se retiran del mercado grandes cantidades de bonos que pasan a formar parte de sus activos, incrementándose su precio y reduciendo su rendimiento en el mercado. El efecto esperado es que inversionistas recurran entonces a la compra de otros bonos que emiten las empresas ayudando así a la inversión y a la producción.

Ya que el problema venía de las hipotecas con dificultades de pago, se esperaba que muchas de las decisiones empezaran desde allí. Pese a toda la discusión y las presiones por un rescate de estas hipotecas, finalmente se aprobó un plan que resultó insuficiente por su alcance; redujo los pagos de las hipotecas pero no hubo ninguna condonación de capital. Al final, según Stiglitz (2010) solamente el 20% de los 3.2 préstamos hipotecarios tóxicos fueron elegibles para entrar en el programa de ayuda.

Pieza importante en la respuesta de la política económica fue el Troubled Asset Relief Program (TARP) de octubre del 2008. Krugman (2012) afirma que el programa de 700 mil millones de Dólares se convirtió en el canal por el que se compraron los activos tóxicos, proveyendo de liquidez y limpiando los estados financieros de los bancos.

Stiglitz (2010) afirma que existieron otras formas de rescate encubiertas a través de diferentes agencias gubernamentales. Por ejemplo, el rescate de bancos de inversión y de aseguradoras a través de la Reserva Federal constituyó, según Stiglitz (2010) algo inédito ya que su mandato era de proteger la banca comercial.

La forma poco transparente en que según Stiglitz (2010) se realizó esta ayuda, estuvo acompañada de la decisión del gobierno de no ejercer ningún control sobre las instituciones rescatadas ya que eso constituiría una intervención en la economía libre de mercado.

Posteriormente, en el año 2009 se aprobó The American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) el nombre oficial de lo que se llamó el paquete de estímulos fiscales por \$787 mil millones de Dólares.

### **3.4 Los aprendizajes**

La crisis y su tratamiento por la política económica arrojan lecciones y aprendizajes sobre el funcionamiento del sistema económico y el abordaje de los problemas por parte de la política económica.

Importante aprendizaje es que, más allá de los excesos que se pudieron cometer y que se resumen en lo que en diferentes momentos se ha calificado como actitudes de codicia, se trata verdaderamente de fallas del mercado financiero.

En gran medida, hasta la crisis se olvidaron las enseñanzas en materia económica posteriores a la Gran Depresión. Entre éstas se puede mencionar la intervención que prudentemente regulaba el mercado financiero. En el entendido que los mercados se regulan por si solos, se permitieron situaciones que ya se habían comprobados que a la larga generaban crisis. Ben Bernanke comenta que fallas en la regulación y la supervisión, así como las notas que concedían las agencias de calificación, contribuyeron al desastre. Stiglitz (2010) por su lado comenta que además de la poca regulación prudente, se puso al frente de las instituciones reguladoras a representantes de las instituciones que precisamente debían ser reguladas, un contrasentido. Krugman (2012) plantea la derogación de la Ley Glas-Steagall de 1933 como una decisión que permitió a la banca asumir altos riesgos con los depósitos de los ahorrantes.

Como mencionábamos en un principio, en la teoría económica ya se han estudiado los problemas de la información asimétrica. Indudablemente que aquí se presentaron estas situaciones. Se trataba de un sistema financiero creciendo a ritmos altos con prácticas bancarias bastante laxas, al menos en el sector hipotecario. Estas prácticas tuvieron auge y se permitieron ya que las tasas de interés estaban en un nivel bajo. Además y muy en especial, no se pararon porque la titularización de deuda surgió, transfiriendo el riesgo a otras instituciones y al resto del mundo. No había por lo tanto un incentivo automático que indicara que así no se podía seguir, ya que en caso que surgieran problemas, el riesgo estaba transferido. Lo que se desestimó completamente fue la posibilidad de que la crisis afectara no solamente a los que ahora poseían los títulos valores, sino que al sistema financiero global generando así profundos efectos externos negativos.

De la respuesta de la política económica frente a la crisis es evidente que si bien hubo un rescate a diferentes instituciones para que no se paralizara el crédito, se olvidó del rescate

a los millones de hogares que terminaron perdiendo sus viviendas, además de su empleo. Definitivamente que con las altas tasas de desempleo, no se puede recuperar ninguna economía ya que cae el consumo y la producción.

El sistema financiero en el mundo así como en nuestro país requiere de transformaciones. Lo ocurrido es un llamado para reorientarlo, para volver a financiar la producción; mejorar el análisis del riesgo crediticio, aumentar la sensibilización del público sobre los instrumentos financieros; crear incentivos internos que también generen macro-resultados deseables; volver a la regulación de productos riesgosos. Mucho de esto ya está estudiado, pero todavía con fuerte resistencia de algunos actores hacia el cambio.

## **Bibliografía**

- Blanchard, O. (1999). *Macroeconomics*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Blankart, C. B. (2011). *Öffentliche Finanzen in der Demokratie*. München: Verlag Franz Vahlen München.
- Cuadrado, R. (2007). *Política Económica*. Madrid: McGrawHill.
- Krugman, P. (2012). *End this depression now!* Nueva York: W.W. Norton & Company Inc.
- Kubicova, I., & Komarek, L. (2011). The Classification and Identification of Asset Price Bubbles. *Czech Journal of Economics and Finance*, 34-47.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Shiller, R. J. (2008). *The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (2012). *Finance and the Good Society*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Stiglitz, J. (2002). La información y el cambio en el paradigma en la ciencia económica. *Revista Asturiana de Economía*, 95-164.
- Stiglitz, J. (2010). *Freefall. Free markets and the sinking of the global economy*. London, England: Allen Lane.
- Stiglitz, J. (2010). Regulación y Fallas. *Revista de Economía Institucional*, 12(23), 13-28.
- The Economist. (September 2007). *Securitisation: when it goes wrong...* The Economist, 85-87.
- Trading Economics. (21 de noviembre de 2015). *Trading Economics*. Recuperado el 21 de Noviembre de 2015, de Trading Economics: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Usategui, J. M. (1999). Información asimétrica y mecanismos de mercado. *Ekonomiaz*, 116-141.

**“LA REVISTA INNOVARE NO SE HACE RESPONSABLE EN NINGÚN CASO DE LOS CONTENIDOS, DATOS, CONCLUSIONES U OPINIONES VERTIDAS EN LOS ARTÍCULOS PUBLICADOS, SIENDO ESTA RESPONSABILIDAD EXCLUSIVA DEL (DE LOS) AUTOR (AUTORES)”**