

Reseña de *La crisis financiera mundial. Perspectivas de México y América Latina*, de Carlos Obregón*

Jorge Hernández Gutiérrez y Alejandro Toledo Patiño

Obregón, Carlos (2011), *La crisis financiera mundial. Perspectivas de México y América Latina*, México, Siglo XXI, 303 p.



Este libro se centra en el análisis y discusión de las causas y la propagación de la crisis financiera que estalló en Estados Unidos en 2008. También considera algunas de sus implicaciones para las economías latinoamericanas, incluida la de México, aunque esta reseña se limita a la parte medular de la obra, relativa a los orígenes y secuencia de la crisis estadounidense y su transformación en un fenómeno global.

A diferencia de la mayoría de los estudios sobre los factores que dieron lugar a dicha crisis, este trabajo de Carlos Obregón se distingue por sostener las siguientes tesis: a) el estallido se podía haber evitado con decisiones de política monetaria diferentes a las aplicadas por la Reserva Federal, en aquel entonces bajo el mando de Alan Greenspan y, posteriormente, de Ben Shalom Bernanke; b) la crisis obedece al doble error de mantener demasiado tiempo (2001-2004) tasas de interés bajas y luego (2004-2006) elevarlas abruptamente; c) su propagación, desde el marginal sector *subprime* hasta convertirse en una crisis bancaria, luego crediticia y finalmente hipotecaria, obedeció a políticas tardías e inconsistentes por parte de las autoridades económicas de EU.

El primer capítulo está dedicado a realizar, a la par, un repaso histórico y una síntesis teórica sobre las crisis financieras. Para ello, se formula una tipología que se cruza analíticamente con la planteada por Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (anexo 1), el cual sirve de marco para analizar el episodio de 2008 y delimitar tres errores de política económica como causas fundamentales: “I. Las bajas tasas de interés de Greenspan que dan origen a la expansión del mercado hipotecario *subprime*. II. La abrupta subida de tasas de interés de Greenspan-

* Fecha de recepción: 14/01/2013. Fecha de aprobación: 02/07/2014.

Bernanke que hace colapsar el mercado *subprime*. III. No intervenir oportunamente con la fuerza necesaria y dejar que se propagara la crisis bancaria producida por el *subprime* a una crisis de crédito que sería el verdadero detonador de la crisis financiera de 2008” (p. 27). El autor adelanta que existieron fallas de supervisión macroprudencial debido al mito de que los mercados se autorregulan, tal y como postulan los modelos de expectativas racionales de Robert Lucas (p. 33). Asimismo, se plantea que el no retirar oportunamente los activos tóxicos de los bancos, en lugar de capitalizarlos con la idea de no incurrir en riesgo moral (*moral hazard*), fue lo que permitió que la crisis se propagara al sector bancario.

El capítulo segundo hace una exposición de las principales lecciones que pueden extraerse, en términos generales, de las crisis financieras previas a la de 2008. La primera consiste en que “los arreglos institucionales son la clave para entender la contención o propagación de las crisis financieras” (p. 40). El sistema de comercio, el sistema monetario y el sistema financiero representan “el arreglo institucional en el que se originan y desenvuelven las crisis”. Con base en ello, se distinguen tres grandes estructuras mundiales diacrónicas: la del patrón oro (siglo XIX-Gran Depresión), la de Bretton Woods (1944-1971) y la actual, de tipos de cambio flotantes y libres flujos de capital (pp. 41-46). De acuerdo a dichos “arreglos institucionales”, las crisis financieras pueden devenir, como ha ocurrido en el caso actual, en sistémicas. Otras lecciones de las crisis financieras que se resaltan, y que en su momento son tocadas más ampliamente, son: a) los mercados son dinámicos (los agentes aprenden), b) la tecnología facilita la propagación de las crisis, c) no hay regulación suficiente si el incentivo de precios no es apropiado y d) la definición de riesgo que priva en la teoría económica es inadecuada (pp. 54-57).

En el tercer capítulo se discuten las principales explicaciones que se han formulado en torno a la crisis financiera. El autor pasa a revista los estudios de 18 destacadas instituciones y economistas de EU y Europa (anexo 2) identificando que las respuestas “más socorridas” son la presencia de agentes económicos mal intencionados, las fallas regulatorias y las bajas tasas de interés. Aparte de cuestionar la noción de que la crisis obedeció a banqueros, inversores, dadores y tomadores de crédito irresponsables o mal intencionados, por insuficiente y de carácter microeconómico (pp. 72-80), Obregón considera errónea la idea de que las bajas tasas de interés de la Reserva Federal obedecieron a un exceso de ahorro mundial, “consecuencia de los incrementos de las reservas mundiales, sobre todo –pero no únicamente– de los países subdesarrollados” (p. 85). Así, afirma:

“Al ser la tasa real un fenómeno monetario, depende de la política monetaria [y] la política china y de otros países superavitarios no afecta la política monetaria norteamericana; esta última es autónoma [...]. No puede afectar la tasa real de interés norteamericana ni de otros países que tengan tasa de cambio flotante [...]. La tasa de fondos de la Reserva Federal no depende de la política china de ahorro ni de inversión de reservas” (pp.87-88). De tal modo, la “tasa real de interés, tanto la de corto plazo (menos de un año) como la de largo plazo (10 y 30 años), es un fenómeno monetario y no está determinada por las fuerzas de largo plazo del ahorro y la inversión” (p. 90).

China, continúa, tampoco influye en el nivel del tipo de cambio del dólar, ya que los billetes verdes que obtiene merced a su superávit comercial no los vende en el mercado (con lo cual depreciaría esa divisa) sino que los invierte en bonos estadounidenses (p. 88). La influencia de China en el *boom* de EU se dio por la vía de los bajos salarios, los bajos costos y la baja inflación que conllevaban los productos importados (pp. 88-89) y es esta expectativa de inflación disminuida la que lleva a Greenspan a apoyar el auge económico abatiendo las tasas de interés.

La baja en dichas tasas –resume el autor al inicio del cuarto capítulo– no fue la única responsable del *boom* hipotecario, sino que éste obedeció también al aumento de la riqueza del consumidor y al “alto ingreso permanente esperado como consecuencia de las expectativas positivas con respecto al futuro” (p. 100). En este capítulo, además de profundizar en el análisis de los tres errores referidos, se identifican tres apogeos en la economía estadounidense antes de la crisis: el económico, el hipotecario y el *subprime*, y se pondera la influencia que en cada uno tuvo la política de tasas de interés de la Reserva Federal, dentro de lo que destaca que durante el auge inmobiliario se formó un enorme diferencial entre las tasas de corto y de largo plazo. Para cada caso, el autor señala las alternativas de política económica. Y respecto al abrupto incremento de las tasas de interés, resalta que las *subprime* eran variables, por lo que se crearon grandes fluctuaciones en las mensualidades de pago (p. 114).

El capítulo quinto insiste en los errores de política económica que originaron la crisis y enfatiza que se podía haber evitado. Así, el tercer error consistió en la intervención de la Reserva Federal en agosto de 2007, cuando asumió que existía falta de liquidez y no una crisis crediticia: “el problema del crédito interbancario era que no se podía poner precio a los préstamos *subprime* porque se habían vuelto activos muy ilíquidos [*sic*], y además algunos de estos préstamos estaban empaquetados con otros préstamos en *securities* nuevas, lo que entonces

dificultaba ponerle precio a las nuevas *securities* también” (p. 152). Por tal razón, las inyecciones de liquidez no fueron suficientes para superar la crisis más allá del corto plazo. En este capítulo, un aspecto relevante es el tratamiento que se da a las innovaciones financieras, que aceleraron la propagación de la crisis pero sin ser su causa, considerándose cinco las más relevantes: “1) el mercado de futuros y de derivados; 2) los fondos mutuos; 3) los *hedge funds*; 4) la securitización, y [...] 5) los CMO (*collateralized mortgage obligations*)” (p.160).

La creencia en la autorregulación de los mercados, fundada en los modelos de expectativas racionales de Lucas que han dominado la teoría económica de las últimas décadas, condujo –antes y después del estallido de la crisis *subprime*– a que las autoridades subestimaran la regulación sobre los agentes económicos y las propias innovaciones financieras. La crisis, en cambio, sugiere dirigir la vista a las teorías de Keynes sobre la incertidumbre, la eficacia marginal del capital y la preferencia por la liquidez (p. 199). La visión keynesiana del riesgo no guarda relación con la noción de riesgo probabilístico ni de volatilidad histórica, como se miden en la actualidad los riesgos. La incertidumbre tiene que ver con un estado de confianza respecto al futuro, la incertidumbre influye en las decisiones de los agentes económicos y no puede ser reducida a una función de probabilidades conocida. “Por eso cuando se presenta una crisis de crédito y da lugar a grandes volatilidades el mercado financiero se derrumba, porque los modelos de riesgo usados no contemplaban volatilidades tan lejanas de los rangos históricos” (p. 203).

Es de señalar, por último, que Obregón estima que la única solución posible para la economía de EU estriba en recuperar la fortaleza de la demanda agregada privada, en tanto que la única salida para la economía mundial es que se reestablezca un liderazgo global lo suficientemente integrado, como alguna vez lo fue el acuerdo de Bretton Woods, ya que “el problema del sistema actual es que se carece de un liderazgo mundial definido” (p. 233).