

RESEÑA

Alejandro Villagómez, *La primera gran crisis mundial del siglo XXI*, Tusquets Editores, México, julio de 2011, 245 pp.

Este libro de Alejandro Villagómez (CIDE) constituye uno de los primeros, en español, en el que se aborda de manera sistemática el surgimiento y evolución de la crisis inmobiliaria, de solvencia y financiera que estalló en 2007-2008 en Estados Unidos. Se analizan sus causas, su gestación y desencadenamiento, su propagación mundial, las políticas económicas desplegadas, la recesión mundial de 2008-2009 y, por último, la repercusión de dicha crisis en la economía mexicana. A la par de este recorrido se exponen algunos aspectos y debates teóricos relevantes sobre las crisis y las políticas económicas puestas en práctica.

En el análisis de las causas el autor sostiene que hay un consenso bastante amplio en el sentido de que la crisis encuentra sus orígenes en las bajas tasas de interés aplicadas por la Reserva Federal (Fed) desde 2001, cuando se vino abajo el *boom* de las firmas “dot.com” y se derrumbaron las Torres Gemelas de Nueva York. Este hecho se refuerza con una política de bajos costos para créditos inmobiliarios, en particular en el tramo *subprime* de alto riesgo implícito. En términos generales se siguió una política de relajamiento monetario a fin de evitar una *slump-deflation*, lo cual implicó una seria desviación de la Regla de Taylor (la que establece que la tasa de interés nominal se equilibra en función de las variaciones de la tasa de inflación, de los cambios en el producto potencial y el tipo de cambio). Algunos autores afirman que esta política respondió a las condiciones mundiales de los mercados financieros, no siendo impuesta discrecionalmente por la Fed, y por lo tanto fue endógena a la misma formación de la burbuja.

En un segundo campo de enfoques se encuentra la tesis que responsabiliza de la crisis a las innovaciones financieras vinculadas a los créditos hipotecarios y que dieron lugar a encriptados esquemas de financiamiento consistentes en el “empaquetamiento” de las hipotecas. Asociada a estas prácticas de “ingeniería financiera” tuvo lugar la creación de una eslabonada cadena de instrumentos financieros con sus respectivos agentes e intermediarios que involucraron, al menos, al emisor de las Mortgage Backed Securities (MBS), al emisor de las Debt Obligations (CDO), al vendedor de los Credit Default Swaps (CDS), a las calificadoras

de deuda y al tenedor del instrumento financiero final, además, por supuesto, del emisor y receptor del crédito inicial (37).

Se trata de la formación de un sistema bancario “sombra”, diseñado para esquivar regulaciones y reglamentaciones bancarias y financieras y con el fin deliberado de ocultar información sobre los riesgos de los activos negociados y adquiridos. A lo anterior se agrega un sistema fragmentado, sobrepuesto, laxo y permisivo de regulación y supervisión del funcionamiento de los mercados, agentes e instrumentos financieros, por parte de las autoridades gubernamentales (41).

Los capítulos 2, 3, 4 y 5 abordan el desenvolvimiento de la crisis: gestación, estallido, contagio, evolución del ciclo y respuestas de política económica. Los primeros síntomas del fin del *boom* inmobiliario se presentaron desde 2006-2007. De hecho el ciclo económico comenzaba a llegar a los límites de su expansión desde mediados de 2007, pero es en febrero y agosto de ese año cuando, con la caída del índice ABX, comienza a desinflarse la burbuja inmobiliaria y derrumbarse el castillo de naipes financiero. El síntoma inequívoco es que los diferenciales (*spreads*) PC y T-Bills-OIS se elevan. Interpretada como una crisis de liquidez (y no aún de solvencia) la respuesta de las autoridades, la Reserva Federal (FED) en Estados Unidos y el Banco Central Europeo (BCE) consistió en *shots* de liquidez y en la baja de las tasas de referencia y de descuento. En diciembre de 2007 la economía estadounidense inicia una recesión que durará 18 meses (52-55).

En enero de 2008 la tasa de referencia en Estados Unidos desciende nuevamente, pero hacia marzo la crisis se revela ya como el principio de un “tsunami financiero” de carácter global al golpear al sistema bancario europeo (especialmente Commerz Bank, de Alemania, Royal Bank of Scotland, Northern Rock del Reino Unido, Paribas de Francia) y estadounidense (Bank of America), a firmas aseguradoras (ING, holandesa) y provocar la caída de las bolsas de Asia, Europa y América. La crisis dejó de ser hipotecaria-inmobiliaria y restringida a un solo epicentro: es sistémica, pues comprende todo el sistema financiero mundial y profundiza las tendencias recesivas y deflacionarias a lo largo de la economía internacional, con la excepción de China e India (56-57).

En los meses de marzo y julio de 2008, pese a las garantías explícitas de respaldo para los bonos de las agencias hipotecarias gubernamentales, el diferencial entre éstos y los bonos del Tesoro retoma su tendencia alcista, ampliándose la brecha aún más durante el periodo septiembre-noviembre. En marzo tiene lugar la caída y rescate de Bear Stearns por parte de la FED, hecho sin precedentes dado que se trata de un banco de inversión no sujeto a la tutela de la banca central, pero justificado por las autoridades dado sus ramificados vínculos con el sistema de intermediación financiera estadounidense y mundial. Este hecho marcó un hito

en la política económica y sus efectos en el desenvolvimiento posterior de los acontecimientos es uno de los tantos temas a debate que ha abierto la crisis (58).

Septiembre de 2008 es emblemático: se agrava la crisis de las hipotecas *subprime* y la situación financiera de Freddie Mac y Maggie Mae, detonando con ello la crisis de Lehmann Brothers, firma que, al no ser rescatada por la FED, se declara en bancarrota. Esta decisión representa igualmente un punto crucial en la historia de la(s) crisis, ya que a partir de ahí el “efecto dominó” cobra fuerza y comienzan a caer uno a uno bancos de inversión y aseguradoras: Morgan Stanley, Goldman & Sachs, Washington Mutual, J.P. Morgan, American Insurance Group (AIG) (61-62).

El gobierno estadounidense, además de rescatar a AIG –nuevamente con el criterio de constituir un “nodo” financiero clave con múltiples interconexiones globales–, hecho también sin precedentes al tratarse de una aseguradora, amplió facilidades crediticias a bancos e instituciones financieras. El gobierno estadounidense, a pesar de las trabas en las negociaciones entre el poder Ejecutivo y el Legislativo, aprobó el 1 de octubre de 2008 un plan de rescate conocido como TARP (Troubled Asset Relief Program). El problema no sólo fue salvar los instrumentos vinculados a las hipotecas *subprime*, sino todo tipo de préstamos, desde el impago de tarjetas de crédito hasta respaldo a los bonos soberanos. En suma, el problema de fondo consistía en rescatar un sistema financiero en situación de insolvencia (63-65).

Durante 2008 en los países emergentes tienen lugar procesos de alza en los tipos de cambio, caída de las bolsas de valores, caídas en los precios de las materias primas, reducciones en las remesas de migrantes, reversión del flujo de capitales hacia las economías centrales, incremento en el riesgo-país por parte de las calificadoras. Simultáneamente se observa una acentuación del proceso de incremento en las reservas internacionales como medida precautoria frente al deterioro del escenario comercial y financiero en el orbe (85-87).

Destaca en este plano el que a inicios del cuarto trimestre de 2008 la Fed abre líneas de crédito (*swaps*) para las economías de México, Brasil, Corea y Singapur por un monto total de 30 000 millones de dólares con el propósito de “calmar a los mercados”. Se trata también de un hecho sin precedentes en la historia de la política monetaria: la banca central de un país no sólo operando como rescatista de última instancia de bancos comerciales, de inversión y de firmas aseguradoras, sino respaldando directamente a economías emergentes que son “claves” a fin de enfrentar alguna contingencia o ataque especulativo.

Hacia finales de 2008 en las economías centrales se había llegado al agotamiento de las políticas monetarias y comenzó a ponerse énfasis en las políticas anticíclicas concretadas en los llamados “paquetes de estímulos fiscales” y cuyo

antecedente era la Ley sobre las Reducciones y Estímulos Económicos para la Recuperación del Pueblo Americano, firmada por Bush en febrero de 2008.

En noviembre de ese año se anunciaron el Plan de Recuperación Económica Europea, así como los del Reino Unido, Holanda, Bélgica, España y Corea del Sur. Alemania, al igual que Australia, implementó su plan específico desde octubre de 2008 tomando ambos países medidas adicionales durante 2009. En febrero de ese año Obama firmó la Ley para la Recuperación e Inversión. Destaca el caso chino no sólo por la cuantía absoluta de recursos previstos, sino por su alta proporción con respecto al PIB, alrededor de 13.5%, mientras que el FMI recomendaba como óptimo general 2.5%, que es por cierto el promedio 2008-2010 de los paquetes de estímulo fiscal en el G20, calculado por el autor de acuerdo con el *Purchasing Power Parity* (PPP). En su conjunto estos paquetes involucraron una amplia gama de recortes impositivos, inversiones en infraestructura, apoyos laborales, inyecciones de capital e incluso incentivos fiscales (152-162)

Hacia mediados de 2009 aparecieron signos de una recuperación más pronta de lo esperado y para el último trimestre la mayoría de los países desarrollados había salido de la recesión. En Estados Unidos ésta finalizó oficialmente en junio de 2009. No obstante, en 2010 la recuperación internacional mostró signos mixtos de debilidad y fortaleza (esto último especialmente en Alemania). Un obstáculo decisivo fue la aparición en el primer trimestre de la crisis de la deuda soberana en países de la eurozona, especialmente en Grecia. El origen de ésta se encuentra en un acelerado proceso de endeudamiento asociado a una política de gasto favorecida por los excesos de liquidez. Aun cuando el déficit público griego no era en sí inmanejable, sí lo fue al modificarse el panorama internacional con la crisis de 2007-2009 y modificarse tres variables: el incremento en el *spread* pagado por la deuda, la baja en el crecimiento del PIB y la imposibilidad de obtener competitividad por la vía cambiaria (163-169).

El capítulo 6 está dedicado a considerar el efecto de la crisis mundial en la economía mexicana, con un fuerte vínculo comercial y cíclico con la economía estadounidense y que por esa razón representó un caso particular entre los países emergentes, dado que aquí el contagio no se dio por el canal financiero, sino por el sector productivo. La crisis se transmitió por los canales exportadores para luego propagarse poco a poco por el sector financiero, con un impacto repentino hacia octubre de 2008 en este último (171-172).

La desaceleración de la producción industrial a partir de 2007 fue el primer efecto del impacto. Sin embargo, lo que vino a agravar la situación durante ese año fue la presión inflacionaria en la que se vio envuelta la economía mexicana,

derivada del alza en los precios internacionales del maíz y el trigo, principalmente. Para enero de 2008, se incorporan más presiones, ahora por el lado de los combustibles debido a los incrementos internacionales en la cotización del barril de petróleo (174-176).

A mediados de 2008, tanto la producción industrial como las exportaciones no petroleras se ralentizan, siendo el sector automotriz el más afectado. Para el último trimestre de ese año, las exportaciones petroleras y no petroleras entran en fase recesiva. El gobierno no cuenta para ese momento con una visión clara de la gravedad de la crisis (recuérdese el diagnóstico del “catarrito”) (181). El punto álgido de la crisis ocurre durante el mes de octubre: el peso se deprecia casi 20% en el lapso de unos días. El Banco de México interviene subastando dólares de sus reservas internacionales (al cierre de 2008 lo había hecho por un monto de 4 178 millones de dólares) y logra estabilizar los mercados (185).

Los programas contracíclicos anunciados por el gobierno federal a principios de 2009 no tuvieron el efecto esperado, tal vez por su diseño mismo o por la presencia de multiplicadores pequeños. La economía mexicana experimentó así una severa desaceleración que llevó a una caída del PIB de -6.1% en ese año. La recuperación económica tiene lugar en el último trimestre de 2009, pero ella no es fruto claro, subraya el autor, de esos programas económicos sino de la propia recuperación de la economía estadounidense, la cual relanza a las exportaciones mexicanas (216). En este punto tal vez el autor pudiera haber abundado sobre las restricciones estructurales de las finanzas públicas, aspecto decisivo para entender los límites de las políticas fiscales contracíclicas.

Paul Samuelson al final de su vida reconocía que la historia es la materia prima de la que los economistas extraen sus teorías y en la que las prueban. Villagómez considera que esta primera gran crisis del siglo XXI “se constituirá en un referente fundamental en la historia económica mundial y en un parteaguas para diversos aspectos de la teoría económica y del diseño e implementación de las políticas públicas en todo el mundo” (219).

*Alejandro Toledo Patiño
Jorge Hernández Gutiérrez*